

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK SONUÇLARI

Vedat CENGİZ¹
Rıdvan KARACAN²

ÖZ

2008 küresel ekonomik kriziyle birlikte ciddi ölçülerde azalan sermaye hareketlerinin kriz sonrasında yeniden artış göstermesi bu konudaki tartışmaları yeniden gündeme getirmiştir. İç tasarrufları, teknolojsi ve dövizî yetersiz gelişmekte olan ülkeler kalkınmalarını finanse etmek ve böylece gelişmiş ülkelerle aralarındaki farkı kapatabilmek için yabancı sermayeye gereksinim duymaktadır. Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin makroekonomik sonuçları incelenmektedir. Özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları üzerinde odaklanan çalışmada sermaye hareketlerinin gelişimi ve belirleyicileri ve ekonomi üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri tartışılmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler, sağladığı teknoloji ve bilgi transferi nedeniyle verimliliği artırıp, ekonomik büyümeyi destekleyen ve ani geri dönüş olasılığı düşük olan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına daha çok önem vermelidir. Buna karşın spekülâtif ve değişken bir sermaye bileşeni olan portföy yatırımları, gelişmekte olan ülkelerin sermaye yetersizliği problemini çözmenin riskli ve sorunlu yolunu oluşturmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Sermaye Hareketleri, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Yabancı Portföy Yatırımları

JEL Sınıflandırması: F20, F32

CAPITAL FLOWS TO DEVELOPING COUNTRIES AND ECONOMIC RESULTS

ABSTRACT

The increase -after the crisis- in capital movements which drastically decreased due to 2008 global economic crisis has put the clock back on this issue. Countries that are underdeveloped in terms of domestic savings, technology and foreign exchange need a foreign capital in order to finance the development and thus, to bridge the gaps with the developed countries. In this study, the macroeconomic consequences of capital movements towards the developed countries have been examined. This study particularly focusing directly on foreign capital investments and portfolio investments has discussed the development and determinants of capital movements and the positive and negative effects on the economy. Developing countries should increase productivity by the reason of providing technology and knowledge transfer and should place a great emphasis on foreign direct capital investments that promote economic growth and have a minimum possibility of sudden return. On the other hand, portfolio investments, which are the speculative and variable investment components, make up risky and problematic way of solving undercapitalization problem of developing countries.

Keywords: International Capital Movements, Direct Foreign Direct Investments, Foreign Portfolio Investments

JEL Classification: F20, F32

¹ Doç.Dr.Kocaeli Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, vcengiz@kocaeli.edu.tr

² Yrd.Doç.Dr.Kocaeli Üniversitesi, Hereke Ö.İ. Uzunyol MYO,İktisadi İdari Programlar, rkaracan@kocaeli.edu.tr

1.Giriş

1980'lerin ortasına kadar gelişmekte olan ülkeler, ekonomik büyümelerinin finansmanı için daha çok kredi veren resmi kuruluşlara ve uluslararası kuruluşlara yönelmiş ve dış finansman konusundaki araştırmalar daha çok kamu borçlarına odaklanmıştır. Bu zamana kadar pek değişmeyen alternatif finansman ise zamanla artmaya başlamış ve 1990'lardan itibaren dış kaynaklar içerisindeki payı önemli düzeylere ulaşmıştır. Alternatif finansman özel, geri ödemesiz dış finansman türlerini ifade etmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, proje kredileri, portföy yatırımları, lisans anlaşmaları ve ortak teşebbüsler bu tür finansman şekilleri arasında sayılmaktadır (Claessens, 1993: 91-92).

Gelişmekte olan ülkeler gelişmelerine paralel olarak geleneksel finansmana daha az, alternatif finansmana ise daha fazla yönelme eğiliminde olmuştur. Gelişmekte olan ülke piyasalarında yapılan iyileştirmeler, özelleştirmeler ve yeni ekonomik düzenlemeler ile ekonomik sistemlerin ve devletin rolünün dönüştürülmesi, geçmişe kıyasla farklı bir finansman şekline gereksinim duyulmasına neden olmuştur. Ekonomilerin dışa açılması ulusal sermayenin uluslararası anlamda mobil olmasına ve yurt dışı rekabete maruz kalınmasına yol açmıştır. Risk paylaşımı ile ilgili özellikleri, performans teşvikleri ve gelişmiş ülkelerdeki mal ve sermaye piyasaları ile bağlantıları alternatif finansmanın cazibesini arttıran diğer faktörler olmuştur. Alternatif finansmanın, büyümeyi belirgin bir şekilde arttıran sermaye, teknoloji ve know how olarak gelmesi, gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem taşımaktadır (Claessens, 1993: 92).

Alternatif sermayenin gelişmekte olan ülkeler açısından öneminin artması, bu tür dış finansman hareketlerinin incelenmesini önemli hale getirmiştir. Bu çalışma, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'ye yönelen alternatif finansman hareketleri içerisinde, özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarındaki gelişmeleri incelemekte ve ekonomik sonuçlarına değinmektedir. Bu çerçevede sermaye hareketleri ve bileşenleri, bunlar üzerinde hangi faktörlerin belirleyici olduğu, bunların ekonomi açısından taşıdığı riskler ve ekonomik sonuçları ele alınmaktadır.

2.Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler

Gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinde önemli bir bileşen olan banka kredileri 1980 sonrasında yerini doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına bırakmıştır. 1990 sonrasında yabancı sermaye hareketlerinin bileşenleri, borçtan öz sermayeye, resmi kaynaklardan özel kaynaklara doğru yön değiştirmiştir. Kısa vadeli borçlar ilave riskleri de beraberinde getirmesine karşın sermaye girişleri yatırım riskinin dağılmasına yardım etmektedir (Baer ve Hargis, 1997: 1813; Ersoy, 2013: 36).

Tablo 1, gelişmekte olan ülkelere yönelik net toplam sermaye hareketlerini ve bölgelere göre dağılımını göstermektedir. "Belirli bir zaman diliminde, yerli ve yabancı özel ve tüzel kişilerin yaptıkları sermaye giriş ve çıkışlarının neti net sermaye

ye hareketleri olarak tanımlanmaktadır. IMF'in tanımına göre net sermaye girişi ile net sermaye çıkışının toplamına eşittir." (Çakman ve Çakmak,2007:33). 1997-1998 finansal krizlerinin ardından Asya ülkelerine karşı oluşan güven kaybı, uluslararası yatırımcıların fonlarını geri çekmelerine ve böylece sermaye girişlerinin önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Beş yıl devam eden bu süreç içerisinde gelişmekte olan ülke ekonomileri bir kriz zinciri yaşamıştır. Bu zincir 1997 yılında Tayland'da başlamış ve hızla Asya ülkelerinin büyük bir kısmına ve bunu izleyerek Rusya, Brezilya, Türkiye, Arjantin ve Uruguay'a yayılmıştır. Gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişi 2002 yılında en düşük düzeyine gerilemiştir.

Tablo 1: Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Net Toplam Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
D.Asya ve Pasifik	209.0	238.6	301.6	211.7	235.3	447.1	449.4	485.8
Avrupa ve Mer. Asya	135.3	248.9	424.1	313.0	104.0	172.8	200.1	112.7
Lat.Amerika ve Kar.	93.8	68.7	208.3	181.9	173.7	318.6	302.9	312.2
Orta Doğu ve K. Afr.	19.4	14.5	29.6	21.0	29.2	26.2	15.8	32.7
Güney Asya	28.7	77.1	116.3	64.8	86.2	111.6	78.2	96.1
Sahra Altı Afrika	33.6	38.7	53.4	42.6	46.4	53.4	60.3	73.6
Net Toplam Ser. Girişi	519.7	686.5	1133.2	83	674.9	1129.7	1106.6	1121.6

Kaynak: World Bank (2004: 4), World Bank (2012: 5), World Bank (2013: 32-44), World Bank (2014: 6-18).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi, beş yıllık bir gerilemenin ardından önemli ölçüde artış göstermiştir. Bu gelişmede bahsedilen ülkelerin krizlerden çıkardığı deneyimleri, ekonomilerini düzene sokma çabaları ve uygulanan reform süreçleri etkili olmuştur. 2003-2007 döneminde sürekli yükselen net toplam sermaye hareketleri, 2002 yılına göre 6 kat artarak 2007 yılı itibariyle 1.13 trilyon dolara ulaşmıştır. 2008 finansal krizi gelişmiş ülkelerdeki büyümeyi keskin bir şekilde azaltarak, 2003 den beri süregelen olumlu koşulları bozmuş ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinde azalmaya yol açmıştır. Krizin etkisinin devam ettiği 2009 yılında 675 milyar dolara kadar gerileyen net sermaye girişi, 2010 yılında yaklaşık % 40 artış göstererek, global finansal kriz patlak vermeden önceki, 2007 yılı seviyesine tekrar geri dönmüştür. Bu seviye çok az değişikliklerle 2011 ve 2012 yıllarında da sürdürülmüştür.

2003 yılı sonrasında sermaye hareketleri sadece artmakla kalmamış, sermaye hareketlerinin coğrafi dağılımında da değişiklikler meydana gelmiştir. Sermaye hareketlerine bölgeler itibariyle baktığımızda net toplam sermaye hareketleri ile benzer gelişmeler sergilediği görülmektedir. Tüm bölgelere yönelik sermaye girişi 2008 krizi öncesine kadar artmış, krizin patlak verdiği 2008 yılında ise gerilemiştir. 2009 yılında ise Avrupa ve Merkezi Asya ülkeleri hariç, tüm bölgelere sermaye girişi az

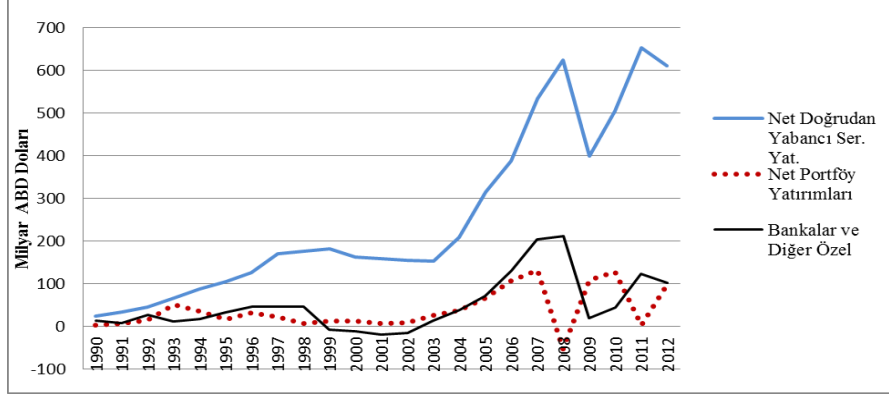
da olsa artmıştır. Buna karşın Avrupa ve Merkezi Asya ülkelerinden çok büyük oranlarda sermaye çıkışlarının yaşanması, sermaye hareketlerinin toplamda gerilemesine neden olmuştur.

2010 yılında tüm bölgelerde tekrar artış ortaya çıkmıştır. Bu artış 2012 yılına kadar Doğu Asya ve Pasifik ile Sahra Altı Afrika'da süreklilik arz ederken, diğer bölgelerde dalgalı bir seyir izlemiştir. 2012 yılı itibarıyla en fazla sermaye çeken bölgenin yaklaşık % 43 payla Doğu Asya ve Pasifik, en az sermaye çeken bölgenin de yaklaşık % 3 payla Orta Doğu ve Kuzey Afrika olduğu görülmektedir. Avrupa ve Merkezi Asya ülkelerine net sermaye hareketlerinin toplam içerisindeki payının 2007 yılında % 37.4 iken 2012 yılında % 10.1'e düşmesi, Latin Amerika ve Karayipler'in toplam içerisindeki payının ise 2006 yılında % 10 iken sürekli artarak 2012 yılında % 27.8'e çıkması dikkat çeken gelişmeler olmuştur.

3.Sermaye Hareketlerinin Bileşenleri

1990 Sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin temel bileşenlerindeki gelişmeler ve bunların karşılaştırılması Grafik 1'de görülmektedir. Grafiğe bakıldığında gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinde önemli iki artış dönemine şahit olunmaktadır. Hemen 1990'ların başlarında kendisini gösteren ilk artış, 1997 yılında Asya'da patlak veren ve daha sonra Rusya ve Latin Amerika'ya yayılan finansal krizlerle son bulmuştur. Sermaye hareketlerindeki ikinci artış ise 2003 yılında başlamış ve 2008 yılında patlak veren global finansal krizin ardından keskin bir şekilde tersine dönmüştür. Yani net sermaye çıkışı olmuştur. 2008 - 2012 arası dönemdeki sermaye hareketlerinin her üç bileşeni de dalgalı bir seyir izlemiştir.

Doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin hem Asya krizi öncesinde hem de 2003-2007 yılları arasında sürekli artmış olduğu ve bu artışın yıllar içerisinde nispeten istikrarlı olduğu, buna karşın portföy hareketleri ile banka kaynaklı hareketlerin yoğun olarak istikrarsız bir gelişme sergilediği görülmektedir. Buradan portföy yatırımlarının global konjonktür dalgalanmalarına ve global riskteki değişimlere daha duyarlı olma eğilimi gösterdiği anlaşılmaktadır. Portföy hareketleri, diğer bileşenler gibi sadece 2003-2007 yılları arasında istikrarlı bir artış göstermiştir. Yine bu dönemde net doğrudan yabancı sermaye girişlerindeki artışın, portföy yatırımları ve banka kaynaklı sermaye hareketlerine göre daha büyük olduğu görülmektedir (Ahmed ve Zlate, 2013: 4-5).

Grafik 1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Sermaye Hareketlerinin Bileşenleri

Kaynak: World Bank (2004:4,78,91), World Bank (2012: 3), World Bank (1999: 24), World Bank (2014: 6).

Global finansal krizin ardından gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri bileşenlerinin 2009 yılı sonunda ve 2010 yılı içerisinde aniden tekrar arttığı ve 2012 yılına kadar dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. 2008 yılı sonrası gelişmelerin dalgalı bir seyir izlemesi uluslararası sermaye hareketlerinin kaygı duyulan önemli bir problem olarak değerlendirilmesine yol açmıştır.

Net sermaye hareketlerinin bileşenleri içerisinde en önemlisi ve istikrarlısının açık bir şekilde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının olduğu görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir firmanın satın alınması, yeni kurulacak bir firma için öz sermaye sağlanması, karların yeniden yatırıma aktarılması şeklinde bir ülkeye yapılan yatırımlardan oluşmaktadır. Kavram, herhangi bir teşebbüs tarafından, ikameti dışındaki bir ekonomide kalıcı gelir elde etmek amacıyla yapılan uluslararası yatırım kategorisini anlatmaktadır (World Bank, 2012: 330).

Hacimce önemli ve nispeten daha istikrarlı bir bileşen olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir faiz yükümlülüğüne yol açmaması, teknoloji ve üretim bilgisi transferi sağlaması nedeniyle üretim maliyetlerinin kısmen daha düşük olması ile diğer sermaye hareketlerinden ayrılmaktadır. 2002 sonrasında ekonomik büyümenin gelişmiş ülkelerde iyileşmesi, doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişinde artışa neden olmuştur. Nitekim ampirik bulgular, gelişmiş ülke ekonomilerinin büyümesi ile doğrudan sermaye yatırım girişi arasındaki ilişkiyi teyit etmektedir (Sridharan vd., 2009: 198-203, Faras ve Ghali, 2009: 134-145).

Sermaye hareketlerinin diğer bir bileşeni olan portföy yatırımları, belirli bir ülkede ihraç edilen hisse senedi veya tahvillere yabancıların yatırım yapmasıdır. Yabancı yatırımcılar bireysel olabileceği gibi kurumsal da olabilmektedir. Portföy yatırımları, portföyde çeşitlendirme yapma ve yüksek getirilerden yararlanma amacıyla giderek artan bir şekilde ve özellikle de gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilmektedir. Esasen hisse senetlerine yönelik yapılan portföy yatırımlarının, son yıl-

larda bir çok ülke hazine bonusu ve tahvillerine de yönelmiş olduğu görülmektedir¹(Akyüz, 1993: 6).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına kıyasla daha az istikrarlı olan portföy hareketleri, güncel gelişmeler temelinde kısa vadeli beklentilerden oldukça fazla etkilenmektedir. Borç senetlerini yurt dışında piyasaya sürmenin alternatif maliyetinin artmasından negatif etkilenen portföy yatırımlarının, banka kredileri ile birlikte sermaye girişlerinin en dalgalı bileşeni olduğu görülmektedir. Uzun vadeli olan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ise finansal piyasalardaki kısa vadeli arbitraj fırsatlarıyla ilgisi bulunmamaktadır (Celasun vd., 1999: 12).

Diğer bir bileşen ticari bankalardan, özel bankalardan ve diğer özel finansal kurumlardan sağlanan borçlardır (World Bank, 2007: xvii). Gelişmekte olan ülkelere yönelik banka hareketleri de yine 2003-2007 arasında sürekli büyümüş, 2007 yılında zirve yapmış ve global kriz sonrasında düşmüştür. 2003 öncesi dönemde ise önemli ölçüde istikrarsız bir gelişme sergilemiştir. Portföy hareketleri gibi banka kredileri de gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin en dalgalı bileşenini oluşturmaktadır.

Her üç bileşenin 2012 yılı net toplam sermaye hareketleri içerisindeki paylarına bakıldığında, doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin payının % 55 ve portföy yatırımlarının payının ise % 9 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Geri kalan % 36'lık pay ise kısa, orta ve uzun vadeli, resmi ve özel tüm borç bağlantılı net sermaye hareketleri olarak gerçekleşmiştir. Bunun içerisinde bankalar ve diğer özel finansal kurumların payı % 9 olmuştur.

4.Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinin artmasında çok sayıda faktörün etkisi bulunmaktadır. 2003 yılı sonrası dönem için gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin artmasında, hem gelişmekte olan, hem de gelişmiş ekonomilerdeki değişik faktörler etkili olmuştur. Sermaye hareketlerindeki bu artışlar kısmen gelişmiş ülke ekonomilerindeki gelişmelere dayandırılabilir. Dışsal faktör olarak nitelendirilen bu gelişmeleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (European Central Bank, 2005: 64, Obstfeld, 2008: 1);

1. Gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerindeki artışlar büyük ölçüde daha fazla kar peşinde koşan yatırımcıların, gelişmekte olan ülke tahvillerine olan ilgisinden kaynaklanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde temel ekonomik göstergelerin iyileşmesi ve gelişmiş ülkelere kıyasla hem tahvil hem de hisse senedi getirilerinin artması bunda etkili olmuştur.

¹ Tahvil ve bonolara yönelik talebin artması çeşitli nedenlere bağlanmaktadır. Bunlardan birisi çok sayıda ülkede borçlanma maliyetini düşürmek ve ödemeler dengesi açıklarını kapatmak doğrultusunda yabancı yatırımcıların girişini kolaylaştırıcı düzenlemelerin yapılmasıdır. Diğerleri ise risksiz ve likit kamu kağıtlarının yabancılara cazip gelmesidir(Akyüz, 1993: 6).

2. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişine neden olan en temel faktörlerden birisi de gelişmiş ekonomilerdeki ekonomik büyüme oranlarının artması olmuştur. Amerika Birleşik Devletleri, Euro Bölgesi ve Japonya'nın oluşturduğu en büyük üç gelişmiş ekonomide yüksek büyüme oranları gerçekleşmiş ve büyüme beklentilerinde iyileşmeler ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ekonomilerdeki ekonomik canlanma, gelişmekte olan ülkelerdeki ihracat beklentilerini ve dolayısıyla makroekonomik performans ile ilgili beklentileri iyileştirmiş ve şirket karlarını, böylece finansal girişi arttırmıştır.
3. Diğer bir neden de gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz oranları ve enflasyon olmuştur. Gelişmiş ekonomiler karşısında artan faiz farkı dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelere yatırımlar giderek daha cazip hale gelmiştir.
4. Diğer bir faktör riskten kaçınmadaki azalmadır. Yatırımcılar, gelişmiş ekonomilerdeki devlet tahvili gibi güvenilir varlıklardan, gelişmekte olan piyasalardaki itibarı düşük varlıklara yönelmiştir.
5. Ayrıca likidite bolluğu, gelişmiş ekonomilerdeki düşük getiri ile birlikte yatırımcıları kazanç arayışına yöneltmiş ve gelişmekte olan ülkelere dönmeye sevk etmiştir.

Ahmed ve Zlate (2013: 1-29) gelişmekte olan ülkelere net özel sermaye girişlerini belirleyen faktörleri incelemiştir. Bulgular net özel sermaye hareketlerinin en önemli belirleyicilerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıkları ve global riskten kaçınma olduğunu ortaya koymuştur. Çalışmada ayrıca son finansal kriz öncesi ve sonrası dönemde net sermaye girişi davranışında anlamlı değişmelerin olduğu ve özellikle portföy hareketlerinin faiz oranı farklılıkları ve riskten kaçınmaya daha duyarlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin artmasında mutlaka bu ülkelerdeki ekonomik gelişmeler de etkili olmuştur. Ekonomik gelişmeleri 1990'lı yıllar açısından ele alındığında gelişmekte olan ülkelere ve Türkiye'de gerçekleştirilen finansal liberalizasyon ile birlikte yükselen faiz oranlarının uluslararası sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi olduğu ileri sürülmektedir. (Aklan, 2002: 35). Ancak 1990'ların sonlarına doğru gelişmekte olan ülkelere yaşanan krizler sermaye hareketlerindeki azalmayı da beraberinde getirmiştir.

2003 yılı sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelere yeni krizlerin yaşanmaması ve ekonomik ve finansal istikrarın sağlanması sermayenin geri dönmesine zemin hazırlamıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ve özellikle kriz yaşamış olanlarda uygulanan reform süreçleri, temel ekonomik verilerde iyileşmelerle sonuçlanmıştır. Krizlerin olumlu bir neticesi olarak bu ülkelerin, ekonomilerini düzene sokma çabaları ve uygulanan reform süreçleri, karşılaşılan güçlüklerin çoğunun üstesinden gelinmesinde ve sermaye hareketlerinin geri dönmesinde etkili olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu aşağıdaki konularda dikkate değer ilerlemeler kaydetmiştir (European Central Bank, 2005: 62);

1. Makroekonomik politikalarda ve para politikasının şeffaflığı ve iletişiminde;
2. Bankacılık sisteminin denetiminde, finansal piyasaların istikrarında ve ekonomik sistemin kurumsal ve piyasa altyapısı çerçevesindeki liberalizasyonunda, deregülasyonunda ve özelleştirilmesinde;
3. Yerel finansal ve diğer piyasalarda bilginin elde edilebilirliğinin ve niteliğinin artırılmasında

Esasen günümüzde, Brezilya ve Türkiye gibi borçlanma düzeyleri yüksek ülkeler de dahil, gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik koşulların eskiye kıyasla daha sağlıklı olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ortalama büyüme oranları gelişmiş ülke ortalamasını geçmiştir. Yine enflasyon ve kamu finansmanı gibi diğer makroekonomik göstergelerde de iyileşme gözlenmiştir. Enflasyon gerileyen bir trende girmiş ve kamu finansmanının durumu genel olarak iyileşmiştir. İyileşen ekonomik ve finansal koşullar sermaye girişini destekleyen bir dönemi başlatmıştır (European Central Bank, 2005: 62-63).

5. Türkiye’de Sermaye Hareketleri

Türkiye 1980’e kadar içe dönük sanayileşme politikası uygulamıştır. 1978-80 döneminde yaşanan borç krizinin ciddiyeti, Türkiye’nin bu yaklaşımı terk ederek, ihracata yönelik büyüme stratejisini benimsemesine yol açmıştır. Ticaretin, sermaye hesabının ve finansal sektörün liberalleştirilmesi bu değişimin temel unsurları arasında yer almıştır. 1980’lerin ortalarına kadar sadece cari işlemlerdeki asgari kontroller hariç, ticaret üzerindeki tüm sayısal sınırlamalar kaldırılmıştır. 1980’lerin başlarında ihracat performansında görülen iyileşmeler, Türkiye’nin uluslararası sermaye piyasalarında kredibilitelerini arttırmaya hizmet etmiştir (Celasun vd., 1999: 10).

1989 yılında ise Türkiye önemli bir adım atarak sermaye hesabını liberalize etmiştir. Yabancıların Türkiye’de doğrudan sermaye yatırımı ve portföy yatırımı yapmaları daha kolay hale getirilmiş ve yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemeler yapılmıştır. Böylece yurt dışındaki yerleşik kişilerin Türk menkul kıymet piyasalarında portföy oluşturabilmesi mümkün hale gelmiştir (İMKB Araştırma Müdürlüğü, 1994: 2). 1989 yılından itibaren Türkiye’ye sermaye girişlerinde artış ortaya çıkmış ve finansal sistem dış piyasalara bağımlı hale gelmiştir. Bununla birlikte finansal açılımın, finansal ve yapısal reformlara eşlik etmemiş olması ve yeni rejimin ortalama yaklaşık % 70 kronik ve yüksek enflasyon koşullarında başlamış olması önemli eksiklik olarak görülmüş ve eleştirilmiştir (Celasun vd., 1999: 2).

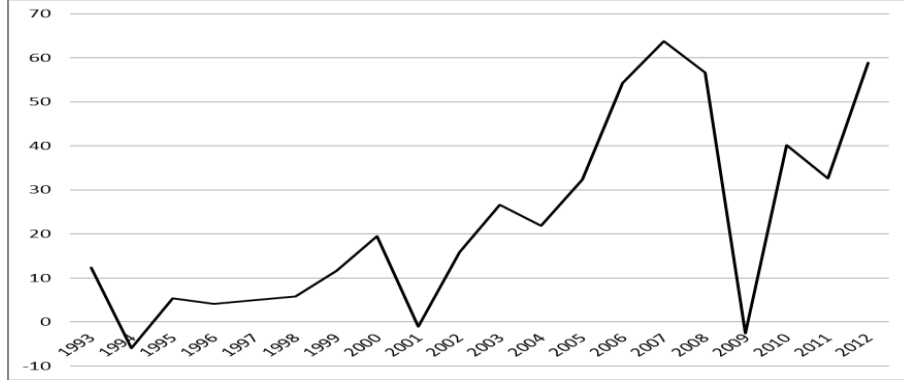
Finansal liberalizasyon ile birlikte Türkiye sermaye girişleri ile finanse edilen cari işlemler açığı, paranın değer kazanması ve bunu müteakip sermaye hareketlerinin tersine dönmesi şeklinde tekrar eden bir döneme girmiştir. Finansal açıklık sonrasında Türkiye’yi vuran ilk finansal kriz 1994 yılında yaşanmıştır. Yüksek kamu açıklarının neden olduğu yüksek faiz oranları; sermaye girişine, TL’nin değerlenme-

si ve yüksek cari işlemler açıklarına ve nihayet 1994 finansal krizine yol açmıştır (Ersoy, 2013: 38).

Sermaye girişlerindeki dalgalanma ekonomik aktivitedeki istikrarsızlığa yansımıştır. Toplam net sermaye girişleri, net sermaye çıkışlarının yaşandığı 1991 ve 1994 yılları dışında, her yıl için GSMH'nın % 2'sinin üzerinde gerçekleşmiştir. Net sermaye girişleri 1996 ve 1997'de ise GSMH'nın % 4'ünden daha fazla gerçekleşmiştir (Celasun vd., 1999: 3). 1997 ve 1998 yılı ise Doğu Asya ve Rusya'da yaşanan krizlerin negatif etkileri dolayısıyla Türkiye açısından önemli bir yıl olmuş ve portföy yatırımlarında azalma gerçekleşmiştir. (Grafik 3)

1999 yılı döviz kuruna dayalı bir istikrar programının uygulanmaya başlandığı yıl olmuştur. Program başlangıçta oldukça başarılı olmuş, enflasyon ve faiz oranlarında azalma ortaya çıkmıştır. Ancak bu gelişmeler zaman içerisinde tüketim patlamasına ve yüksek cari işlemler açığına yol açmıştır. Bankaların açık pozisyonu kısa vadeli dış borçlanma ile finanse edildiği için, program sermaye girişlerinin sürdürülebilirliğine dayandırılmıştır. Ancak programın başlamasının ardından 2000 ve 2001 yıllarında net toplam sermaye girişinde ve net portföy yatırımlarında azalma ortaya çıkmıştır (Grafik 2 ve 3). Bu yıllarda kısa vadeli sermayenin dışarı çıkmaya başlaması, makroekonomik göstergelerdeki bozulmaların devam etmesi ve kurumsal düzenlemelerdeki yetersizlik Türkiye'de yıkıcı bir krizin yaşanmasını kaçınılmaz kılmıştır (Ersoy, 2013: 38).

Grafik 2: Türkiye'ye Net Toplam Sermaye Hareketleri (Milyar ABD Doları)



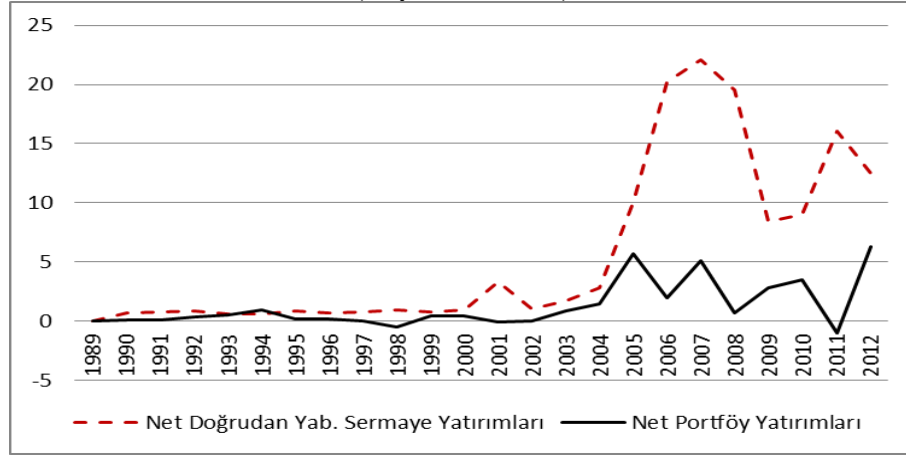
Kaynak: worldbank.org, 2013, World Bank (2014: 158).

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve daha istikrarlı bir ekonomik görünüm 2002 sonrası döneme mührünü vuran gelişmeler olmuştur. Bu yıldan sonra global likidite açısından itici faktörlere ve dezenflasyonu, mali disiplini, bankacılık sisteminde yapısal reformu ve özelleştirmeyi içeren istikrar programının Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası tarafından onaylanmış olması açısından çekici faktörlere bağlı olarak Türkiye'ye sermaye girişleri olmuştur. Çok büyük çap-

ta gerçekleşen bu sermaye girişleri, TCMB'nin ciddi döviz alımları şeklinde döviz piyasasına yaptığı müdahalelere rağmen, TL'nin değerlenmesi ile sonuçlanmıştır. Bu durum, her ne kadar cari işlemler açığı ile ilgili kaygılara yol açmış olsa da, 2002 sonrasında enflasyonun düşme eğilimine girmesinde etkili olmuştur(Ersoy, 2013: 38).

Türkiye'ye yönelik toplam net sermaye hareketleri 2001 kriziyle birlikte en düşük seviyesine geriledikten sonra 2004 yılı hariç 2007 yılına kadar sürekli artış göstermiştir. Global kriz nedeniyle 2008 ve 2009 yıllarında azalan sermaye hareketleri kriz öncesi 2007 düzeyine ulaşamamış olsa da, 2010 yılında tekrar yükselmiştir. 2011 yılındaki küçük oranlı bir azalmadan sonra 2012 yılında tekrar artmaya devam eden toplam sermaye miktarı 58.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. (Grafik 2).

Grafik 3: Türkiye'ye Net Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları (Milyar ABD Doları)



Kaynak:worldbank.org, 2013, World Bank (2014: 158).

Grafik 3, 1989 sonrası için Türkiye'de sermaye hareketleri bileşenlerindeki gelişimi göstermektedir. Türkiye'de nispeten sınırlı olan doğrudan yabancı sermaye girişleri, 2005 yılından itibaren radikal bir artış göstermiş, ancak bu artış global krizin patlak verdiği 2008 yılından itibaren hız kesmiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına kıyasla dalgalı bir seyir izleyen net portföy yatırımları ise krizlerin yaşandığı 1994 ve 2001 yıllarında gerileme göstermiş, 2002 yılı sonrasında yeniden artma eğilimine girmiştir. Türkiye ekonomisi, büyük ölçülerdeki cari işlemler açığı dolayısıyla yatırımcı duyarlılığındaki ani değişimler karşısında savunmasız kalmış ve portföy yatırımları, önce 2006 yılı, ardından da 2008 ve 2011 yıllarında ortaya çıkan global çalkantılardan önemli ölçüde etkilenmiştir. Bununla birlikte bu istikrarsızlık dönemleri kısa ömürlü olmuş ve takip eden 2007, 2009 ve 2012 yıllarında yeniden toparlanma görülmüştür.

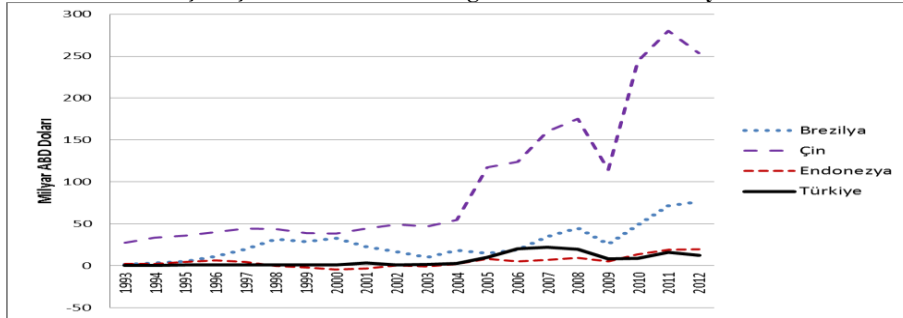
Tablo 2:En Borçlu İlk On Ülkeye Net Sermaye Girişleri (2011-2012)

Milyar ABD Doları Ülke	Dış Borç Stoku 2012		Net Borç Girişi		% Değişim	% Payı
	Miktar	Yüzde	2011	2012	2012	2012
Çin	754.0	43.5	140.1	37.8	-73.0	9.2
Brezilya	440.5	9.1	46.3	39.5	-14.8	9.6
Hindistan	379.1	7.8	43.4	44.3	1.9	10.8
Meksika	354.9	7.3	42.9	84.4	96.7	20.5
Türkiye	337.5	7.0	17.5	40.1	129.0	9.7
Endonezya	254.9	5.3	22.9	30.2	31.8	7.3
Macaristan	203.8	4.2	1.8	-10.7	-685.6	-2.6
Güney Afrika	137.5	2.8	4.4	11.7	168.7	2.8
Kazakistan	137.0	2.8	6.4	12.4	93.3	3.0
Ukrayna	135.1	2.8	11.5	-3.5	-130.5	-0.9
En Borçlu İlk On	3,134.2	64.9	337.2	286.1	-15.2	69.5
Diğer GOÜ	1,695.4	35.1	114.6	125.7	9.7	30.5

Kaynak: World Bank (2014: 4)

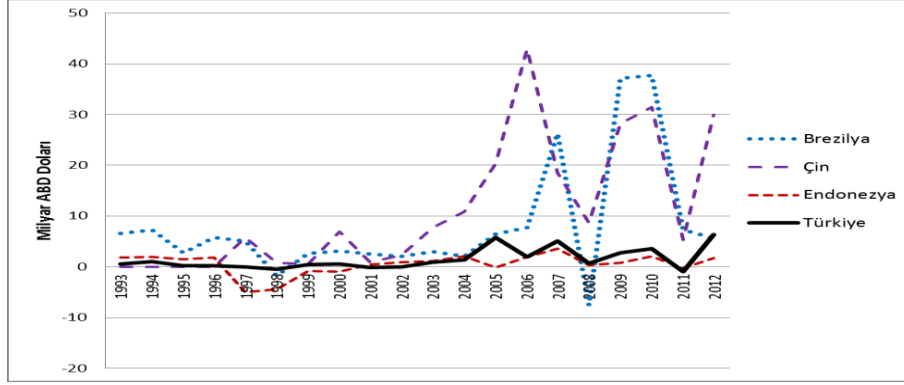
Dünya Bankası Borç Rapor Sistemi (DRS, Debt Reporting System) gelişmekte olan ülkelerin borçlarına ilişkin verileri kapsamaktadır. 2012 yılı itibarıyla gelişmekte olan ülkelere toplam net sermaye girişi büyük ölçüde Türkiye'nin de içerisinde bulunduğu en çok borçlu 10 ülkede yoğunlaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin en büyük ekonomilerinden oluşan bu grup borç bağlantılı sermayenin yaklaşık % 69.5'ini alırken, % 30.5'ini diğer ülkeler almıştır. En borçlu 10 ülkeye olan net borç girişi 2012 yılında % 15 azalmıştır. Bunda Çin'e olan sermaye girişindeki azalma belirleyici olmuştur. En yüksek oranlı azalma Macaristan ve Ukrayna'da gerçekleşirken, en fazla artış da Türkiye ve Güney Afrika'da gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkeler içerisinde % 20 net borç girişi ile 2012 yılında en fazla borçlanan ülke Meksika olmuştur. (Tablo 2) 2012 yılında gelişmekte olana ülkelere yönelik gerçekleşen 58.9 milyar dolarlık sermaye girişinin 40.1 milyar dolarını borç bağlantılı sermaye hareketleri oluşturmuştur (Tablo 2). Kalan 18.8 milyar dolarlık sermaye hareketinin yaklaşık 12.5 milyar doları doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yaklaşık 6.3 milyar doları ise portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Bu rakamlar 2007 yılı için ise sırasıyla borç bağlantılı sermaye hareketleri için 36.7 milyar dolar, doğrudan yabancı sermaye yatırımları için 22 milyar dolar ve portföy yatırımları için de 5.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (worldbank.org, 2013).

Grafik 4:Seçilmiş Bazı Ülkelere Net Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları



Kaynak: worldbank.org, 2013, World Bank (2014: 60-158).

Grafik 5: Seçilmiş Bazı Ülkelere Net Portföy Yatırımları



Kaynak: worldbank.org, 2013, World Bank (2014: 60-158).

Kısaca 2007 ve 2012 yılları itibariyle Türkiye'ye yönelen toplam sermayenin ve bunun bileşenlerinden net doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının ulaştığı düzeylerin önemli olduğu görülmekte ve giderek de artması beklenmektedir. Bununla birlikte Çin, Brezilya ve Hindistan gibi önemli ölçüde sermaye çeken ülkelerle kıyaslandığında ise düşük seviyelerde gerçekleştiği görülmektedir (Bkz. Grafik 4 ve 5). 2010 yılında bütün gelişmekte olan ülkelere olan toplam net sermaye girişinin %30'unu Çin tek başına alırken, Türkiye %3.6'da kalmıştır. BRICs ülkelerinin (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) toplam payı ise %58 olmuştur. World Bank (2012:4).

6.Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Sonuçları

Son 30 yılı aşkın süredir yaşanan küreselleşme süreciyle birlikte uluslararası finansal bütünleşme de hızlanmıştır. Sermaye hareketlerindeki serbestleşme sonucu ülkelerarası faiz farklılıklarına duyarlılığı artan uluslararası sermayenin hareket alanı ve hızı genişlemiştir. Uluslararası sermaye karlı alanlara daha hızlı girip çıkmaya başlamış ve özellikle kaynak yetersizliği problemi ile karşı karşıya olan gelişmekte olan ülkelerin büyümelerinde önemli bir finansman kaynağı haline gelmiştir. Sermaye girişindeki artış, gelişmekte olan ülkelerin sahip oldukları kaynakların elverdiği düzeyden daha fazla harcama ve yatırım yapabilme imkanı sağlamıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 30-32).

Daha hızlı bir ekonomik büyüme için yurtiçi tasarrufların imkan verdiğinden daha fazla yatırım yapılmasını, üretimde ılımlı bir dalgalanmayı ve risklerin dağıtılmasını mümkün kılması,yabancı sermaye girişinin faydalarını oluşturmaktadır. Maliyetleri ise kar transferi ve borç servisinden kaynaklanan ödemeler bilançosu kötüleşmesini, sermaye girişinin beklenenin gerisinde kalma riskini, ekonomik ayarlanma ile ilgili artan maliyetleri içermektedir (Baer ve Hargis, 1997: 1805).

Artan sermaye girişleri finansal sistemde ödünç verilebilir fon miktarını ve yurtiçi kredileri arttırarak toplam talebi canlandırmakta, ekonomik büyüme ile sermaye girişi arasındaki ilişki daha da güçlenmektedir(Celasun vd., 1999: 14).Uluslararası sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkisi yatırımlarını yoksa tüketimi mi finanse ettiği ile doğrudan ilişkilidir. Sermaye girişinin yatırımları ve ihracatı finanse etmesi halinde ödemeler bilançosunun düzelmesine ve istikrarlı büyüme katkı sağlamaktadır. Daha çok doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde gelen sermaye, yatırımlarda artışa yol açmakta ve reel ekonomiyi etkilemektedir.Aksine sermaye girişinin tüketimi ve tüketim malları ithalatını finanse etmesi halinde ödemeler bilançosu dengesizlikleri ile karşılaşılmaktadır. Artan ödemeler bilançosu dengesizlikleri kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edildiğinde ise ciddi makroekonomik dengesizlikler kendisini göstermekte ve belirli bir süre sonra ekonomik krizlerle karşılaşılması kaçınılmaz olmaktadır(Uzunoğlu vd., 1995: 64-66).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik artan sermaye hareketleri, finansal kırılganlık ve krizleri de beraberinde getirmiştir. Ekonomik krizlerin ortaya çıkma riskinin, yayılma hızının ve etkilediği alanların artış göstermesi, uluslararası sermayenin olumlu ve olumsuz sonuçları konusunda önemli tartışmaların yaşanmasına neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına katkı sağlamadığı, tersine istikrarsızlığı arttırdığı ileri sürülmektedir(Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 35). Zira spekülatif, sürekliliği düşük ve kolayca ters yöne çevrilebilir olan kısa vadeli sermaye hareketleri sıcak para özelliği taşımaktadır(Aslan, 1995: 45).

Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülatif, aşırı dalgalı ve akışkan olması bir istikrarsızlık unsuru olarak görülmesine neden olmaktadır. Görece yüksek reel faize yönelen sıcak para, gittiği ülkelerde başlangıçta kısa süreli yabancı sermaye bolluğuna, piyasaların canlanmasına ve sonrasında ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunda bir taraftan ithalat ucuzlarken, diğer taraftan da rekabet gücündeki kayıplar nedeniyle ihracatçı sektörler gerilemekte, cari işlemler açığı büyümektedir. Bu dönemi daha sonra, 1990'ların sonları ve 2000'lerin başlarında olduğu gibi, gelişmekte olan ülke ekonomilerine sermaye girişlerinin aniden durması ve tersine dönmesi takip etmekte ve bundan dolayı paranın değer kaybetmesi ve krizler kendisini göstermektedir. İktisadi büyüme dışa bağımlı ve yapay nitelik kazanmakta, reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla çöküntüye uğrayabilmektedir (Ersoy, 2013: 35-36, Ergül, 2012: 1).

Türkiye sermaye girişlerinin kolayca sermaye çıkışına dönüşebileceği olgusunu 1989 yılını izleyen dönemde yaşamıştır. 1989 yılında yürürlüğe giren 32 Sayılı Karar ile Türkiye'de gerek konvertibiliteye geçiş ve gerekse sermaye hareketleri konusunda uygun bir ortam oluşturulmuş, finansal piyasalar bir çok ülkeye göre daha ileri düzeyde serbestleştirilmiştir. Finansal piyasaların bu boyutta serbestleşmesi ile birlikte uluslararası fon akımları;döviz kuru, faiz oranı ve para arzı değişkenleri üze-

rinde belirleyici olmaya ve iktisadi politika özerkliğini kısıtlamaya başlamıştır(Kazgan, 1995: 206-207).

Ekonomiyi finansal dalgalanmalara daha açık hale getirmekte olan portföy yatırımlarının iktisadi politika özerkliğini kısıtlaması, gelişmekte olan ülkeler üzerindeki olumsuz etkisini oluşturmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının kısıtlayıcı etkisi dolaylı yaptırım gücünden, portföyün yeniden dağıtım riskinden veya sermaye kaçıışı tehdidinden kaynaklanmaktadır. Portföy yatırımları girişine bağımlı hale gelmiş ülkeler yabancı yatırımcıların güvenini sağlayacak politikaları uygulamak veya sürdürmek zorunda kalmakta ve portföy yatırımlarına uygun bir ortam sağlamak için kapsamlı bir dizi politika hayata geçirmektedir. Bu açıdan en kritik faktörü para politikaları oluşturmakta ve ülke riski ile kur riskinin azaltılması için genelde daraltıcı para politikası tercih edilmektedir(Esen, 1998: 62-63). İktisadi politika özerkliğini en az kısıtlayan sermaye hareketleri bileşeninin ise doğrudan yabancı sermaye yatırımları olduğu görülmektedir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine katkıları açısından son yıllarda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yapılan vurgular dikkat çekmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırım kararları, genellikle piyasa büyüklüğüne ilave olarak gideceği ülkenin çeşitli karakteristiğine bağlı olarak alınmaktadır. Bunlar genel ücret düzeyi, eğitim düzeyi, kurumsal çevre, vergi kanunları ve genel makroekonomik ve politik çevreyi kapsamaktadır(Aurangzeb ve UIHaq, 2012: 7). Ekonomik kalkınmanın sağlanmasında borçlanma ve diğer sermaye hareketlerine göre daha avantajlı bir konumda olduğu için doğrudan yabancı sermaye yatırımları gelişmekte olan ülkelere cazip gelmektedir. Çünkü bu yatırımlar gittikleri ülkelerde ekonomik büyüme ve istihdam üzerinde olumlu etkiler meydana getirmektedir(Açıklalın vd., 2006: 280).

Ekonomik büyümenin standart belirleyicilerini, sermaye birikim oranı ve eğitim düzeyi, kurumsal nitelik, makroekonomik istikrar, siyasi istikrar ve ticaret serbestliği gibi toplam faktör verimliliğini arttıran unsurlar oluşturmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları sermaye stokunu arttırarak, tamamlayıcı girdileri piyasaya sürerek, teknoloji transferine, bilgi ve beceri kazanılmasına yol açarak veya yerel endüstride rekabeti arttırarak gittiği ülkenin ekonomik büyümesine katkıda bulunmaktadır(Aurangzeb ve UIHaq, 2012: 7).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, gelişmekte olan ülkeler açısından önemli ve diğer yollara nazaran daha avantajlı bir teknoloji transfer aracı olduğu kabul edilmektedir. Bu yolla gerçekleşen teknoloji transferi sayesinde, ileri teknolojilerin patent ve lisans anlaşmalarıyla pahalı olarak elde edilmesinin ve alınan teknolojinin kullanımının çeşitli yönlerden sınırlandırılmasının önüne geçilmekte, oluşturulan ortak projelerle ucuz ve üst düzeyde elde edilmesi ve uygulanması sağlanmaktadır. Teknoloji transferinde yalnızca bilginin alınması değil, teknolojinin çevreye uyum sağlaması ve özümsemesi de önemlidir. Teknolojinin transfer süreci teknolojinin edinilmesi ile başlamakta, özümsemesi, daha ileri bir düzeye getirilmesi ve yayılmasını kapsamaktadır. Böylece gelişmekte olan ülkelere transfer edilen doğru-

dan yabancı yatırımları, gittiği ülkenin dış kaynaklara bağımlılığını azaltmakta, yönetim bilgi ve becerisini artırmakta ve beşeri sermaye birikimine katkıda bulunmaktadır(Kar ve Tatlısöz, 2008: 440-441).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme konusundaki ampirik bulgular, genellikle iki değişken arasında pozitif bir ilişkinin varlığını göstermekte ve ekonomik büyüme üzerindeki etki, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sermaye stoku, teknoloji transferi, bilgi ve beceri edinme veya piyasa rekabeti üzerindeki etkileri ile açıklanmaktadır. Buna karşın yerel endüstrinin tekelleşmesine yol açması halinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının büyüme için negatif etkileyebileceği de belirtilmektedir(Aurangzeb ve UlHaq, 2012: 6-7).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gelişmekte olan ülkeler açısından önemli bir yönü de istihdam üzerindeki etkileridir. Toplam talep ve ekonomik büyümeyi etkileyen doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gelir ve tasarrufları artırmak suretiyle ilave yatırımları teşvik etmekte ve böylece istihdam artışı ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca bir sektördeki yatırım artışları alt sektörlerdeki yatırımları da uyarmakta, diğer sektörlerdeki ileri geri bağlantılar ile pozitif dışsal ekonomilere neden olmaktadır. Böylece işgücü talebi artırmakta ve yeni istihdam olanakları ortaya çıkarmaktadır. Bununla birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının istihdam üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu ve bunun da çok uluslu girişimcilerin sermaye yoğun ve teknoloji içeren alanlara yönelmelerinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir(Saray, 2011: 383-384).

1980 sonrası finansal serbestleşme süreciyle birlikte sermaye hareketlerini serbestleştiren Türkiye, doğrudan yabancı sermaye yatırımlardan daha fazla pay almak ve böylece ekonomik büyümesini desteklemek doğrultusunda önemli değişiklikler yapmıştır. İkinci (2011: 71-96) Türkiye’de 1980-2010 dönemi için doğrudan yabancı sermaye yatırımlar ile ekonomik büyüme ve istihdam arasındaki uzun dönemli ilişkiyi test etmiştir. Bulgular doğrudan yabancı sermaye yatırımlar ile büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğunu, ancak istihdamla arasında böyle bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuştur.

7.Sonuç

Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerle aralarındaki farkı kapatabilmele-ri yeni yatırımların artarak devam etmesine bağlıdır. Yabancı sermaye, iç tasarrufları ve teknolojsi yetersiz ve dövizli kıt gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarının finansmanında önemli bir yere sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin olumlu bir neticesi olarak bu ülkelerin, ekonomilerini düzene sokma çabaları ve uyguladıkları reformlar sonucunda yabancı sermaye girişi 2003 yılından sonra önemli artış göstermiştir. Bunda doğrudan yabancı sermaye hareketleri ve portföy yatırımlarının etkisi önemli olmuştur. 1990’lı yıllarda ve 2000’li yılların başlarında yaşadıkları çok sayıda krize rağmen günümüzde nispeten istikrarlı bir dönem geçiren gelişmekte olan ülkeler, finansal gelişmeleri ve global piyasalarda artan rolleri ile birlikte küresel finans sisteminin önemli bir parçası haline gelmiştir.

Uluslararası sermaye hareketleri ekonomi üzerinde bir dizi etki meydana getirmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları sınırlı da olsa istihdamı olumlu etkilemekte, yeni teknolojiler getirmekte, rekabeti yaygınlaştırmakta, sermaye birikimi ve toplam faktör verimliliğini artırarak ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Bu nedenle Türkiye'nin doğrudan yabancı yatırımlardan mümkün olduğunca yararlanması önemlidir. Bununla birlikte seçici davranılarak teknoloji içeren ve katma değeri yüksek yatırımların teşvik edilmesi cari açık sorunu bulunan Türkiye'nin dış ticaretinde çok daha faydalı sonuçlar doğuracaktır.

Gelişmekte olan ülkeler için sermaye yetersizliği problemini çözenin en sorunlu yolu portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları kısa vadeli banka kredileri ile birlikte en riskli sermaye hareketi bileşenini oluşturmaktadır. Portföy yatırımlarındaki aşırı dalgalanmalar, döviz kuru ve faiz oranlarında istikrarsızlıklara ve ödemeler dengesi krizlerine yol açabilmektedir. Türkiye'de portföy yatırımlarının ekonomik etkilerinin ve neden olduğu kayıpların doğru tespit edilmesi, merkez bankalarının faiz oranlarında değişikliğe gitmesi veya portföy yatırımlarının vergilendirilmesi ve sınırlandırılması gibi, hangi önlemlerin alınması gerektiği konusunda yol gösterici olacaktır. Ancak sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasına yönelik müdahalelerin portföy yatırımlarında keskin bir azalmaya yol açabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Özetle spekülatif ve aşırı dalgalı portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişleri ile ekonomik büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilmesi mümkün gözükmemektedir. Buna karşın ani bir geri dönüş olasılığı düşük doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına gereken önemin verilmesi ve bunlar içerisinde özellikle teknoloji içeren ve katma değeri yüksek olanlarının tercih edilmesi gerekmektedir.

Kaynaklar

AÇIKALIN, S. ve GÜL, E. ve YAŞAR, E. (2006), "Ücretler ve Büyüme ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı 16, Aralık, ss. 271-282.

AHMED, S.ve ZLATE, A. (2013), "Capital Flowsto Emerging Market Economies: A Brave New World?", International Finance Discussion Papers Number 1081,June, pp.1-29.

AKLAN, N. A. (2002), "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 5, Sayı 7, ss. 35-52.

AKYÜZ, A. (1993), "Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye", İktisat İşletme ve Finans, Cilt:8, Sayı: 87, Haziran, ss.11-19.

ASLAN, N. (1995), "Kalkınmakta Olan Ülkelerde Sermaye Akımları", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Aralık, ss.45-50.

AURANGZEB, ULHAQ, A. (2012), "Impact of Foreign Capital Inflows On Economic Growth in Pakistan", *European Journal of Economics Finance and Administrative Sciences*, Issue 46, pp. 6-12.

BAER, W. and HARGİS, K. (1997), "Forms of External Capital and Economic Development in Latin America: 1820-1997", *World Development*, Volume 25, No: 11, November, pp.1805-1820.

BERKSOY, T. ve SALTOĞLU, B. (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İTO Yayın No:1998-58, İstanbul.

CELASUN, O., DENİZER, C. and HE, D. (1999). "Capital Flows Macroeconomic Management and The Financial System: The Turkish Case 1989-97", *The World Bank Policy Reserch Working Paper 2141*, July, pp.1-58.

CLAESSENS, S. (1993), "Alternative Forms of External Finance: A Survey", *The World Bank ResearchObserver*, Volume 8, No:1, January, pp.91-117.

ÇAKMAN, K. ve ÇAKMAK, U. (2007), "Cari İşlemler Açığı, Net Sermaye Hareketi, Kur Değişim Hızı ve Reel Kur Endeksi: Bağlamdaki İkiçilemlerin Bir Analizi", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 44 Sayı:511, ss.28-37.

EKİNCİ, A. (2011), "Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010)", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 6, Sayı 2, Ekim, ss.71-96.

ERGÜL, Ö. (2012), *Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Ocak.

ERSOY, İ. (2013), "The Role of Private Capital Inflows and The Exchange Market Pressure on Real Exchange Rate Appreciation: The Case of Turkey", *South African Journal of Economics*, Volume 81, No: 1, March, pp.35-51.

ESEN, O. (1998), "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt 9, Sayı 30, Sonbahar, ss.59-70.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2005), "Financial Flows To Emerging Market Economies: Changing Patternsand Recent Developments", *Monthly Bulletin*, January, pp.59-73.

FARAS R. Y. and GHALI K. H. (2009), "Foreign Direct Investment and Economic Growth: The Case of the GCC Countries", *International Research Journal of Finance and Economics*, Volume 29, July, pp. 134-145.

İMKB Araştırma Müdürlüğü (1994), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, Araştırma Yayınları No: 3, Aralık.

KAR, M. ve TATLISÖZ, F. (2008), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi”, *KMU İİBF Dergisi*, Yıl 10, Sayı 14, ss.436-458.

KAZGAN, G. (1995). *Yeni Ekonomik Düzen’de Türkiye’nin Yeri*, 2. Basım, İstanbul, Altın Kitaplar Yayınevi.

OBSTFELD, M. (2008), “International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?”, *CGD Working Paper No: 34*, pp.1-52.

SARAY, M. O. (2011), “Doğrudan Yabancı Yatırımlar-İstihdam İlişkisi: Türkiye Örneği”, *Maliye Dergisi*, Sayı 161, Temmuz-Aralık, ss. 381-403.

SRIDHARAN P., VIJAYAKUMAR N., CHANDRA S. R. K. 2009, “Causal Relationship Between Foreign Direct Investment and Growth: Evidence From BRICS Countries”, *International Business Research*, Volume 2, No: 4, October, pp.198-203.

UZUNOĞLU, S. ve ALKİN, K. ve GÜLSEREL C. F. (1995), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6.

WORLD BANK (2004), *Global Development Finance*.

WORLD BANK (2007), *Global Development Finance*, Volume II.

WORLD BANK (1999), *Global Development Finance: Analysis and Summary Tables*.

WORLD BANK (2012), *Global Development Finance: External Debt of Developing Countries*.

WORLD BANK (2013), *International Debt Statistics*.

WORLD BANK (2014), *International Debt Statistics*.

WORLD BANK, *World Development Indicators*, (<http://data.worldbank.org/indicator>, Erişim Tarihi: 17.08.2013).