

Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri Ya Da Modern Bir Kırmızı Başlıklı Kız Masalı

Sibel İnce ÇAŞKURLU (*)

I-Evvel zaman içinde, kalbur saman içinde şipşirin bir köyde bir küçük kırmızı şapkalı kız yaşarmış. Bir gün kırmızı başlıklı kız büyükannesine çörek götürürken, ormanda kurda rastlamış.

Bilindiği gibi, 1982 Borç Krizi geliştirmekte olan ülkeler için önemli bir dönüm noktası olmuştur. Bu tarihten önce yabancı sermaye hareketleri, banka kredileri, hükümetlerarası krediler ve doğrudan yatırımlar şeklinde olurken, krizden sonra, banka kredilerinin azaldığı, menkul kıymetlere dayalı finansal piyasa işlemlerinin ise yaygınlaştığı ve sermayenin uluslararası dolaşımındaki sınırlarının kaldırılmaya başlandığı yeni bir döneme girildiği görülmektedir.

1980'lerde dünya ekonomisinin içine düştüğü durgunluk, bir yandan gelişmiş ülkelerdeki "yeni korumacılık" eğilimlerini artırmış, bir yandan da bu ülkelerdeki sermayenin yeni fırsatlar araması sonucu, finansal piyasalardaki serbestleşmeyi hızlandırmıştır. Bu dönemde, dış ticaretlerinde giderek daha fazla tarifedışı önlemlere başvuran gelişmiş ülkelerin tersine, geliştirmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, ithal ikameci sanayileşme stratejisinden vazgeçilmesiyle elele yürütülmüştür.

(*) Gazi Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi

II- Kurt ,önce büyükanneninin evinin yerini öğrenmiş, sonra da kırmızıbaşlıklı kıza “neden büyükannene şu mis kokulu rengarenk çiçeklerden biraz toplamıyorsun?” demiş.

Finansal serbestleşmenin kurumsal dayanağı, neoklasik yaklaşımdır. Neoklasik iktisat, yabancı tasarrufların girişiyle, yatırım ve büyüme için yeni kaynaklar yaratılmasını öngörür. Sermaye akımları, sermaye kıtlığı çeken ve bu nedenle de faiz oranları yüksek olan gelişmekte olan ülkelere yönelecektir. Bu ülkelere sermaye girişleri, yatırımın getiri oranları her yerde eşit olana kadar sürecektir. Neoklasik bakış açısına göre, finansal serbestleşmenin kaynak tahsisini ve gelir dağılımını düzeltici etkiler yaratması beklenir. Kaynak tahsisi sürecinde devletin her türlü müdahalesinin kalkması ve kaynak tahsisinin tamamen piyasa mekanizmasınca gerçekleştirilmesinin, otomatik olarak etkinliği arttıracığı düşünülür. Finansal piyasalar, fon arzı ve talebi arasında gerekli koordinasyonu sağlayarak, doğru yatırım kararlarının verilebilmesi için gereken bilgileri toplar ve böylece ellerinde fon fazlası olanlar doğru yatırım projelerini seçebilirler. Böylelikle, kaynakların etkin dağılımı sağlanmış olur.

Gelir dağılımı etkileri ise, finansal serbestleşmenin faiz oranlarını uluslararası düzeye çekmesi ile ortaya çıkar. Yabancı portföy yatırımları ile sermayenin maliyeti düşer, yerel piyasanın likiditesi artar, piyasanın açıklama (disclosure) standartları gelişir, kaliteli ve hızlı bilgi akışı artar. Bu durum, yerli finansal sistemin güçlenmesini sağlar. Portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar gibi sektöre özgü olmadıklarından, hem yerli girişimler hem de yabancılara ait girişimler tarafından kullanılabilirler. Ayrıca bu tür yatırımların iki yoldan tüketimi artırmaları beklenir. Birincisi, varlıkların fiyatlarını artırarak, pozitif bir servet etkisi yaratırlar. İkincisi, portföy varlıklarının yerleşiklerce alınıp satılması yolu ile bankaların likiditeleri artar ve kredileri genişler. Bu durum, hızlandıran etkisiyle yatırım artışına yol açabilir. Ne var ki, bu şekilde, portföy yatırımlarının kalkınmaya doğrudan veya dolaylı katkıları olması beklense de, portföy yatırımlarının spekülatif finansal olanakları artırması ya da yüksek enflasyona yol açması da mümkündür. Bu tür finansmanın maliyetleri, ilerde anlatılmaya çalışılacağı üzere, kendisinden sağlanacak faydaları kolayca aşabilmektedir.

III- Kırmızıbaşlıklı kız, bir oraya bir buraya hopluya zıplaya her renkten her kokudan çiçekler toplamış.

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımları ağırlıklı olarak ya doğrudan yabancı yatırımlar ya da portföy yatırımları şeklinde ol-

muştur. Ancak, bu akımlar keskin iniş ve çıkışlar göstermektedir. Gelişmekte olan ülkeler, bir yandan kalkınmaları için dış kaynak sağlamaya çalışırken, bir yandan da bu akımların kendilerine özgü yan etkileri ile başetmeye çalışmışlardır.

Birleşmiş Milletler yayınlarında, sermaye hareketleri doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları olarak iki kategoride ele alınmaktadır (1). Ancak, bu yayınlarda benimsenen ve IMF’ce kabul gören portföy yatırımı tanımının, ödemeler bilançosunda aynı isimde görülen kategoriden büyük ölçüde farklılık gösterdiğine dikkat edilmelidir. “Portföy yatırımı” kavramı, bu tanıma göre; düzenlenmiş (organized) ve diğer finansal piyasalarda ticarete konu olan bono, hisse senedi ve para piyasası araçları gibi çeşitli araçları kapsayan yabancı portföy yatırımlarını ifade etmektedir. IMF kaynakları, “portföy yatırımları”nın ayırdedici özelliğinin “ticareti yapılabilir” olmaları olduğunu vurgulamakta ve hatta opsiyonlar gibi türev araçları da bu kategoriye sokmaktadır. Bu tanım, “kısa vadeli sermaye hareketleri” anlamına gelmektedir.

Portföy yatırımları ile doğrudan yatırımlar arasındaki sınır çizgisinin de giderek belisizleştiği belirtilmektedir. “Doğrudan yatırım” kavramı, adi hisse senetleri veya oy gücünün, %10’una veya daha fazlasına sahip olunmasını ifade eder (2). Doğrudan yatırımcı, şirketin yönetiminde söz sahibi olmak ister. Ancak, portföy yatırımlarının serbestleştirildiği ülkelerde, bir portföy yatırımcısı, bir şirketin hisselerinin %10’undan daha fazlasını satın alabilir ve şirketin kontrolüne katılmak istemiyor olabilir. Bu yatırımcı, yine de doğrudan yabancı yatırım yapmış sayılabilir. Bir başka örnek durum ise, çokuluslu şirketlerin (ÇUŞ) yabancı şubelerinin büyük ölçüde ana şirket tarafından satın alınan bonolar ihraç etmeleridir. Bu işlemler de, gerçekte doğrudan yabancı yatırım olmalarına rağmen, portfolyo yatırımı olarak kaydedilir. Ayrıca, hisse senedi (equity) portföy yatırımlarından olan girişim sermayesi yatırımları (venture capital), diğerlerinden daha uzun dönemli oldukları gibi, bu tür yatırımlarda yönetimin kontrolü söz konusudur.

(1) UNCTAD, **Comprehensive Study of The Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) And Foreign Portfolio Investment (FPI)**, UNCTAD/GDS/DFSB5, (23 June 1999), s.3.

(2) UNCTAD: 1999: 6.

Portföy yatırımcıları, şirket yönetimine karışmaksızın, sadece finansal sermaye sağlarlar ve kısa dönemli bir yatırım ufkuna sahiptirler. Amaçları, yerel yatırımların sermaye kazançları ve temettüleri olarak sağladıkları getirilerden paylarını almaktır.

Portföy yatırımcılarının yatırım kararlarını belirleyen faktörler şöyle sıralanabilir (3):

- Piyasanın büyüme potansiyeli, piyasanın çekicilik düzeyini belirler.
- Yabancı yatırımcılar için (makro ekonomik istikrar vb.) elverişli bir ortamın bulunması gerekir. Özellikle, yatırımdan elde edecekleri kazançları kendi ülkelerine döndürebilmelerini (repatriation) sağlayacak serbestlik olmalıdır.
- Finansal bilgilerin ve bunların açıklanmasına yönelik standartların yeterli, ulaşılabilir ve güvenilir olması gerekir.
- Politik istikrar ve iyi bir uyuşmazlıkların halli (settlement) sistemi, yatırımcıya güven verir.
- Menkul kıymet piyasasının kapsamlı bir şekilde düzenlenmesi gerekir. Menkul kıymetlerin ticareti, finansal araçların faaliyetleri, vb. konularda getirilen düzenlemeler yoluyla piyasanın bütünlüğü, istikrarı ve yatırımcıları korunmuş olur.
- İstikrarlı kur olması, yatırımcının kur riskinden korunmasını, likit bir menkul kıymet piyasasının olması ise, gerektiğinde piyasadan kolayca çıkmasını sağlar.

Ayrıca, gelişen bir özel sektör ve büyüyen bir borsa, portföy yatırımlarını cezbeder. Gerçekten de, uluslararası faiz oranlarının düştüğü bir ortamda, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarındaki yüksek getiriler ve bu ülkelerdeki piyasa altyapısının giderek gelişiyor olması, portföy çeşitlendirmesi yapmak isteyen yabancı yatırımcıları kendine çekmiştir. Böylelikle, finansal piyasaların serbestleşmesiyle birlikte, uluslararası sermaye akımları, mal akımların-

(3) UNCTAD, *The Growth Of Domestic Capital Markets, Particularly In Developing Countries, And Its Relationship With Foreign Portfolio Investment*, TD/B/COM.2/EM.4/2, (19 March 1998), s.9

dan kopmuştur, daha açık deyişle, reel sektörle mali sektör arasında giderek büyüyen bir kopukluk oluşmuştur (4). Mali işlem hacmi, mal akımlarının çok ötesinde artmıştır. Öyle ki, artık sermaye akımlarının önemli bir bölümü, ödemeler bilançosunun finansmanı ile ilgili olmayıp, arbitraj kazancı peşinde koşan kısa vadeli sermaye niteliğindedir.

Finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin hacmini artırmış, niteliklerini ve akış kanallarını değiştirmiştir. 90'lı yıllarda bu ülkelere akan kısa vadeli sermaye patlama yapmıştır. Bretton Woods sisteminde, uluslararası sermaye akımları, büyük ölçüde resmi borçlanmadan kaynaklanır ve projelerin ya da makro dengesizliklerin finansmanına yönelik olurlarken, 90'larda, gelişmekte olan ülkelere giren sermaye, çok daha akışkan, kısa vadeli, seçici ve spekülatif olmuştur. Ayrıca, sermaye hareketleri, artık resmi olmaktan çok, özel niteliktedir. 1990 yılında kalkınmanın finansmanına yönelik resmi sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam sermaye akımlarının %57.3'ünü oluştururken, bu oranın 1996 yılında %12.3'e gerilediği ve aynı yıl gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam sermaye hareketlerinin %87.7'sinin özel nitelik taşıdığı dikkat çeker. Borçlanma kanalı ile giren sermaye içinde, ticari banka borçlarının ve tahvil borçlanmasının payı hızla artmıştır. Öyle ki, tahvil borçlanmasının özel kaynaklı borçlanma içerisindeki payı 1990 yılında %6 iken, 1996 yılında %55.6 olmuştur. Özel sermaye akımları içinde ise, hisse senedi portföy yatırımlarının payı 1990'da %7.6 iken, 1996'da %18.5'e çıkmıştır (5).

Ne var ki, portföy yatırımlarının gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki dağılımlarına bakılırsa, bunların çok büyük bölümünün gelişmiş ülkelerin kendi aralarında gidip geldiği, gelişmekte olan ülkelere ise sadece birkaç ülkeye aktığı görülür. Örneğin, hisse senedi yatırımlarının 1990'ların ilk yarısında sadece %5'i gelişmekte olan ülkelere gitmiş, %95'i ise gelişmiş ülkelerin kendi aralarında dolaşmıştır (6). Gelişmekte olan ülkelerin tamamı sermaye akımlarını aynı ölçüde çekememektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımlarının üçte ikisi , 1987'den 1994'e ka-

-
- (4) Tuba ONGUN, "Finansal Globalleşme", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:4, Sayı:9, 1993, s.43
- (5) Taner BERKSOY, B.SALTOĞLU, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İTO, Yay. No:1998-58, İstanbul, 1998, s.17
- (6) Gülten KAZGAN, **Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen**, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1994, s.137

dar geçen sürede, sadece beş ülkeye gitmekteydi: Arjantin, Brezilya, Meksika, G. Kore ve Türkiye (7). Buna karşın, örneğin Sahraaltı Afrika'daki çoğu ülkeye hemen hemen hiç portföy akımı uğramamaktadır.

IV- *Kurt ise çoktan büyükannenin evine ulaşmış, büyükanneyi yutmuş ve onun elbiselerini giyip, onun yatağına girip, iştahla kırmızıbaşlıklı kızı beklemeye koyulmuş.*

90'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeyi iç tasarruf yetersizliklerine çare olarak görmüş ve kendilerine çekebilmek için adeta birbirleriyle yarışmışlardır. Ne var ki, yabancı sermaye girişleri beraberlerinde pek çok sorunu da getirmişlerdir.

a. Yatırımlar

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları çoğunlukla spekülative bir nitelik taşımaktadır, öyle ki, kısa vadeli kazanç peşindedir ve gerçek yatırımlarla ilgilenmemektedir. Bu tür sermaye, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının ve döviz kurunun başlangıç düzeylerine bakmaksızın giriş yaparak, kendisi faizleri yükselterek ve kuru düşürerek bir arbitraj marjı yaratır (8).

1982 Borç Krizinin ardından, kamu açıklarını iç borçlanma ile karşılayan gelişmekte olan ülkelerde, reel faizler gelişmiş ülkelerdeki reel faizlerden çok daha yüksekti. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte, bu ülkeler yatırımcılara iyi bir faiz arbitrajı sunarak çok miktarda fon çekebilmişlerdir. Bu arada, sermaye girişleri faiz oranlarının daha da yükselmesine yol açmaktadır. Faiz oranlarının yüksekliği, yerli yatırımları caydırıcı, finansal yatırımları ise özendirici rol oynar. Kısacası, yüksek faizler özel kesimin elindeki yatırılabılır fonların reel yatırımlar yerine spekülative faaliyetlere yönelmesine yol açar ve sonuç reel büyüme yerine "rant ekonomisi" olur. Milli gelirin yüksek faizler aracılığıyla düşük tasarruf eğilimi olan rantiyeye kesimi lehine yeniden dağılımı toplam tasarrufları düşürecektir (9). Öte yandan, yük-

(7) Gülten KAZGAN, **Küreselleşme Ve Ulus-Devlet**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000, s.180

(8) Nurhan YENTÜRK, "Short-term Capital Inflows and Their Impact On Macroeconomic Order: A Comparison Between Turkey and Mexico", **Boğaziçi Journal**, Vol: 9, No: 2, 1995, s.67.

(9) Nurhan YENTÜRK, "Impacts Of Capital Inflows On Saving and Investment: A Comparison Of Turkey and Latin American Countries", **METU Studies In Development**, 23(1), 1996, s.152.

selen faizler kamunun borç yükünü daha da arttırmakta, kamu, yüksek faizleri ödemek için yeniden borçlanmak zorunda kalmakta, borç stoku giderek büyümekte ve bu durum, kamu tasarruflarının erimesine yol açmaktadır. Bu süreçte, daha da yükselen faizler, kamu açıklarını giderek arttırmıştır. Bu ülkelerde, bütçenin çok büyük bir kısmı faiz ödemelerine ayrılır olmuştur: 1990 yılında Brezilya bütçesinin %77.5'i (10), 1995'te Türkiye bütçesinin %34'ü, 2000'de %48'i. Böylelikle kamu, giderek hizmet üretmekten, sosyal transferlerden, altyapıya yönelik yatırım harcamalarından elini çekmek zorunda kalır.

Kısacası, yüksek faizler reel yatırıma gidebilecek özel sektöre ve kamuya ait tasarrufları geriletmekte, buna karşılık, spekülasyonu özendirilmekte ve devletin, "faiz oranları" aracını kullanarak, yatırım kararlarını kalkınma hedefleri doğrultusunda yönlendirebilme gücünü elinden almaktadır.

Ancak, ortada daha da acı bir durum vardır. O da, sermaye girişleriyle artan dış borcun, iç tasarruf yetersizliğini gidererek yatırımları arttırmak şöyle dursun, mevcut yetersiz iç tasarruflar ile dış transferlerin finanse edilmesine yol açabilmesidir. Yılmaz Akyüz bu duruma çok çarpıcı bir örnek vermektedir: 1983-86 yılları arasında gelişmekte olan ülkeler toplam olarak piyasalardan net 50 milyar \$ kaynak girişi sağlamış, ancak, 130 milyar\$ (gecikme faizleri ve kur değişimleri dahil) faiz ödemesi yapmışlardır. Kısacası, gelişmekte olan ülkeler, belirtilen dönemde piyasalara net 70 milyar\$ aktarmışlar, üstelik de dış borçları artmıştır (11).

b. Rekabet Gücü

Sermaye girişlerinin bir diğer etkisi, döviz bolluğu yaratarak, yerli paranın reel olarak değerinin yükselmesine neden olmalarıdır. Bu durum, ithal mallarının iç piyasada görece ucuz ve ihraç mallarının uluslararası piyasalarda görece pahalı hale gelmesine yol açar, dış ticaret açığı artar. Ayrıca, giren dövizlerin yerli paraya çevrilmesi iç talebi de arttırmaktadır. Kısa dönemli olduklarından, yatırımı değil tüketimi artırırlar. İthalat da ucuzlamış olduğundan, sermaye girişlerinin tüketim malı ithalatını uyardıkları söylenebilir.

(10) Korkut BORATAV, Yapısal Uyum ve Bölüşüm: Uluslararası Bir Bilanço, *Türk-İş Yıllığı*, Cilt 2, 1997, s.39.

(11) Yılmaz AKYÜZ, "1980'lerde Dünya Ekonomisi: Makroekonomi ve Bağımlılık Üzerine Bazı Dersler", *Mülkiye*, Cilt: XXIV, Sayı: 221, s.31.

Yabancı sermaye girişlerinin, yerli paranın aşırı değerlendirilmesine yol açması, ithalatı cazip kılmamanın yanısıra, ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin üretimini ihracata yönelik üretime göre daha karlı hale getirmektedir (12). Bu durum, sermaye girişleri yaşayan ülkenin, sadece içinde bulunulan dönemde rekabet gücünün gerilemesiyle sınırlı kalmamakta, aynı zamanda toplam yatırımlar içinde ihracata yönelik sektörlerdeki yatırımları geriletirerek, gelecekte de sözkonusu ülkenin rekabet gücünün zayıf olmasına neden olabilmektedir (13).

c. Oynaklık (volatility)

Sermaye çekmeyi “başaran” geliştirmekte olan ülkelerin karşılaştıkları diğer bir önemli sorun da, bu akımların son derece oynak oluşlarıdır. Oynaklık, sermaye akımlarının tersine dönebilmesi sıklığını veya sermaye akımlarının hacimlerinin büyük ölçüde değişken olmasını ifade eder. Tersine dönebilirlik ve değişkenlik, sermaye akımlarını, belirleyicilerine karşı aşırı duyarlı hale getirir. Böylelikle, oynaklık, finansman kaynaklarında ve maliyetlerinde beklenmedik değişiklikler yaratarak yatırım yapılmasını, ithalat ve ihracatı, dolayısıyla da büyüme ve kalkınmayı güçleştirir. Daha fazla likiditenin, işlem maliyetlerini düşürmesi, asimetrik bilgi ve sürü davranışları oynaklığı arttıran nedenler arasında sayılabilir.

Yabancı portföy yatırımları girişleri, özellikle yeterince gelişmemiş sermaye piyasalarında, finansal varlıkların fiyatlarının oynaklığını artırır. Bu durum, spekülasyon balonlarının oluşumuna ve bu balonlar patladığında da, ciddi ekonomik resesyona yol açabilmektedir. Spekülasyon balon patladığında, finansal kurumlar likidite sıkışıklıkları ve ciddi finansal kayıplarla karşı karşıya kalırlar. Böyle bir ortamda, borçlanma maliyetleri artar ve ekonomik belirsizlik ortamı ekonominin daha da baskı altına girmesine yol açar. Ayrıca, finansal varlık fiyatlarındaki değişiklikler şok dalgalarını hızla diğer piyasalara (örneğin döviz piyasalarından hisse senedi piyasalarına veya belli bir ülkedeki bir menkul kıymet türünden diğer bir ülkedeki aynı menkul kıymet türüne vb.) aktarırlar. Bu durum, “bulaşma” (contagion) olarak adlandırılır. Bir

(12) Ercan UYGUR, “Türkiye’de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 100, Temmuz 1994, s.47.

(13) UYGUR: 1994: 48.

ülkeye karşı güvenlerini kaybeden yatırımcılar bulaşma etkisiyle, aynı coğrafi bölgede bulunan, benzer ekonomik yapıya sahip ülkelerden olduğu gibi, son derece iyi göstergelere sahip ülkelerden de çıkmaya başlayabilirler (14). Bu tür sürü davranışları yatırımcıların aynı bilgi kaynaklarını kullanıyor olmalarından ve asimetrik bilgiden kaynaklanmaktadır.

Portföy yatırımları sürecinde, reyting (rating) kuruluşlarının yatırımcılara bilgi sağlamadaki rolleri büyüktür. Pek çok yatırımcı, özellikle de kurumsal yatırımcılar kağıt ihraç edenlerin, büyük uluslararası reyting kuruluşlarının birinden bir kredi notu almalarını bekler ve yatırım kararlarını ondan sonra verirler. Hatta kurumsal yatırımcılar, bazı hallerde belli bir minimum kredi notunun altındaki menkul kıymetlere yatırım yapmaktan menedilmişlerdir. Örneğin, ABD emeklilik fonları sadece en yüksek üç reyting kategorisinden birinde yeralan ticari kağıtlara yatırım yapabilir (S&P reyting sistemine göre AAA, AA ve A grubunda olan kağıtlar) (15). Bu tür düzenlemeler, ABD kurumsal yatırımcılarını spekülâtif dereceli (speculative grade) değil de, yatırım dereceli (investment grade) menkul kıymetlere yöneltir.

İhraç edilen bir bononun risk derecesi yükseldikçe, söz konusu bonoya ait kredi reytingi düşer ve bu bono faizinin spreadi (spread) giderek artar. Tayland, G. Kore ve Endonezya'nın tam bir likidite krizi başgöstermişken, kredi notlarının yatırım derecesinden spekülâtif dereceye düşürülmesi bu ülkelerden çok daha fazla sermaye çıkışına neden olmuştur. Büyük reyting kuruluşları bu nedenle ciddi eleştirilere maruz kalmışlardır. Kredi notunun, başlayan kriz üzerindeki, istikrarı daha da bozucu yöndeki etkisi, reyting kuruluşlarının belirleyici rolünü gözler önüne sermiştir. Adı geçen ülkelerin, kredi notlarının yatırım derecesinin altına düşürülmesi ile birlikte, en azından ABD'li kurumsal yatırımcılar bu ülkelerdeki fonlarını geri çekmek zorunda kalmışlardır.

Uluslararası rezervleri içersinde kısa vadeli dış borçların oranları yüksek olan ülkelerin, finansal krizlere çok daha yakın oldukları söylenebilir (16).

(14) UNCTAD 1999: 15.

(15) UNCTAD 1999: 40.

(16) Dani RODRIK, Andres VELASCO, "Short-term Capital Flows", **Annual World Bank Conference On Development Economics 1999**, Ed. B. PLESKOVIC ve J. E. STIGLITZ, The World Bank, Washington D.C., s.60.

Şimdiye kadar, finansal krizi tanımlarken kurun değer kaybına, rezervlerin azalmasına vb. bakılmaktayken, Rodrik, sermaye hareketlerinde keskin bir ters dönmeyi dikkate almaktadır. Bu yaklaşıma göre, net özel sermaye akımları, GDP'nin %5'i kadar veya daha fazla düşerse, ortada bir kriz var demektir (17). Ayrıca, rezerv seviyesi, reel döviz kuru, kredi genişlemesi, kamuya verilen krediler ve enflasyon gibi kriterlere önem verilirken, kısa vadeli dış borçlar ihmal edilmiştir. Rezervler içindeki kısa dönemli dış borç oranı, potansiyel bir likidite sorununu gösterebileceği için, sermaye akımlarının ters dönmesiyle tetiklenebilecek bir finansal krizin işaretçisi sayılabilir (18). Bir likidite sorunu olabileceği düşüncesi, gelişmekte olan ülke piyasalarında kolaylıkla panik havası yaratabilmektedir. Ancak, söz konusu oranın sadece böyle bir yatkınlığı ortaya koyduğu, her hangi bir tahmin aracı olmadığı unutulmamalıdır. Yine de, bir ülkenin ne kadar çok kısa vadeli dış borcu varsa, yaşayacağı finansal krizin de o ölçüde şiddetli olacağı söylenebilir, çünkü, örneğin GDP'sinin %15'i kadar kısa vadeli dış borcu olan bir ülke, bir finansal kriz yaşadığında bir yıl gibi çok kısa bir sürede GDP'sinin %15'ini yabancı yatırımcılara geri ödemek zorunda kalmaktadır (19). Böyle bir durum, ülkenin reel ekonomisini çok ciddi şekilde etkileyecektir.

V- Kırmızıbaşlıklı kız büyükannesinin evine nihayet ulaşmış ve hemen büyükannesine topladığı çiçekleri vermiş. Fakat, onu biraz değişmiş bulduğundan sormuş:

-Büyükanneciğim senin kulakların neden böyle uzun?

-Seni daha iyi duyabilmek için!

-Senin gözlerin neden böyle kocaman?

-Seni daha iyi görebilmek için!

-Peki, senin ağzın neden bu kadar büyük?

-Seni YEMEK için!!!

demiş kurt ve kırmızı başlıklı kıztı yutuvermiş.

Faizlerin yükselmesi, gelir dağılımını borçlular aleyhine değiştirir. Kısa vadeli sermaye hareketleri açısından borçlu olan şirketler ve kamu kesimidir,

(17) RODRİK 1999: 72.

(18) RODRİK 1999: 75.

(19) RODRİK 1999: 75.

alacaklı olan ise rantiyedir. Bu durumda, gelir dağılımının, daha fazla tasarruf yapma eğilimi olan kesimler aleyhine ve daha fazla spekülasyon ve tüketim yapma eğilimi olan kesimler lehine değiştiği söylenebilir (20). Kısacası, yüksek faizlerden rantiyeye kesimi yararlanmaktadır. Bu kesimin marjinal tüketim eğilimi yüksek olduğundan, elde ettiği gelir ya spekülasyona ya tüketime gitmektedir. Rantiyeye kesimi, vergi de vermemektedir ve vergisini ödeyen üretici kesimlerden elde edilen gelirler, faiz ödemeleri ile, gerçekte, bu kesime aktarılır olmaktadır. Öte yandan, faiz yükü artan kamu kesiminin, imalat sanayiinden, altyapı yatırımlarından ve sanayileşme politikalarından elini çekmesi, özel sektörü de olumsuz etkilemektedir.

Yerli paranın aşırı değerlenmesi, yapılacak yatırımların ihracat sektörlerinde değil de, ticarete konu olmayan, daha açık deyişle, döviz getirisi olmayan alanlarda yapılmasına yol açar. Bu durum, sermaye girişleri durduğunda veya ters döndüğünde, ödemeler bilançosunda ciddi sorunlar olacağına işaret eder. Ayrıca, aşırı değerli yerli para, Türkiye gibi ihracatının büyük bölümünü imalat sektörü ürünlerinin oluşturduğu ülkelerde, özellikle ihracata yönelik imalat sektörünün rekabet gücünü düşürmektedir. Benzer şekilde, ithal imalat sanayii ürünleriyle rekabet eden, iç piyasaya dönük üretim yapan imalatçı kesimler de zarar görecektir (21). Yatırım yapmanın zorlaştığı ve ithalatın ucuzladığı böyle bir ortamda, sermaye girişlerinin, iç talebi ithal tüketim malları lehine canlandıracağı açıktır.

Gelişmekte olan ülkelerin zaten yetersiz olan iç tasarruflarının giderek daha büyük bir bölümü, artan iç borç faiz ödemeleri yoluyla içerdeki rantiyeye ve artan dış borç faiz ödemeleri yoluyla da dışarıya gidecektir. Bu faiz yükü, yeniden ve daha yüksek faizlerle borçlanma zorunluluğunu doğuracaktır. Kısacası, sermaye çekmeyi “başaran” gelişmekte olan ülkeler, artan faizler ve aşırı değerlenen yerli paraları nedeniyle, bir kısır döngünün içine girerek, sürekli sermaye girişlerine bağımlı hale gelmektedir. Büyümeleri de, krize girmemeleri de sermaye girişlerinin sürmesine, daha açık deyişle, “yatırımcıların” güvenini sağlamalarına ve korumalarına bağlıdır. Ancak, belirtmek gerekir ki, bu ülkelerin büyümeleri, ihracata ve yatırımlara değil, tüketime da-

(20) Ercan UYGUR, a.g.m s.53 ve Yılmaz AKYÜZ, “Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme, Latin Amerika Deneyimi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Mart 1994, Sayı: 96, s.17.

(21) Nurhan YENTÜRK, “90’lı Yıllarda Gelişmekte Olan Ülkelere Neler Oldu?”, **İktisat Dergisi**, Eylül 2000, s.29.

yanır olduğundan (22), ayakları tökezlediğinde, gelen sermaye çıkmaya başlar ve ekonomi tepetaklak olur.

Kısa vadeli sermaye, gerçekte, faizleri yükseltip kuru düşürerek, krizleri de beraberinde getirmektedir. Bir finansal kriz çıktığında, bunun faturasını en ağır şekilde ödeyenler, en alt gelir basamaklarında olan kesimlerdir. Asya Krizi, işsizliği Tayland'da ikiye, G.Kore'de üçe katlamıştır ve çalışanların ücretleri de düşmüştür. Kriz nedeniyle 1998 yılında, yaşam standartları Endonezya'da %25, G.Kore'de %22 ve Tayland'da %14 oranında gerilemiştir (23). Krizlerden er ya da geç çıkıldığı düşünülse bile, finansal krizler birçok insanın yaşamlarında bir daha geri dönüşü olmayacak izler bırakmaktadır. Örneğin, pekçok çocuk yetersiz beslenecek ve eksik gelişecektir, pekçokları küçük yaşlarda okullarını bırakıp çalışmak zorunda kalmaktadır vb... Açıktır ki, bir kriz çıktığında, bunun faturası tüm sosyal kesimler tarafından eşit ödenmediği gibi, eşit ödense bile, durum düşük gelirliler için adaletsiz olmaya devam edecektir, çünkü bu kesimler zaten az olan gelirlerinin daha da gerilemesine dayanamayacaklardır. Ayrıca, bir finansal krizin, güçlü ve yaygın sosyal güvenlik ağları kurmuş olan gelişmiş ülkeler ve bu türden güvenceleri geliştirmemiş olan, bütçe kısıtları nedeniyle geliştirmeleri giderek güçleşen gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri de aynı şiddette olmayacaktır (24).

Açıktır ki, sermaye hareketlerinin yarattığı bu sonuçlar, hiç de gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirirken gerçekleşmesini bekledikleri sonuçlara benzememektedir. Aksine, beklenenin tam tersinin gerçekleştiğini söylemek yanlış olmasa gerektir.

VI- Gerçek hayatta kendilerini kurtaracak "yoldan geçen bir avcı" olmayacağını gayet iyi bilen akıllı küçük kırmızıbaşlıklı kız, kurdun karanlık midesinde güçlükle büyükannesinin demode topuz iğnesini bulmuş ve kurdun karnını yararak, hem kendisini ve hem de büyükannesini kurtarmış.

Sermaye akımlarının oynaklığının ekonomi üzerindeki yıkıcı etkileri ve finansal krizlerin yüksek bulaşma hızları, uluslararası düzeyde birtakım çare-

(22) Yılmaz AKYÜZ, "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme, Latin Amerika Deneyimi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Mart 1994, Sayı: 96, s.16.

(23) Joseph E. STIGLITZ, Amar BHATTACHARYA, "The Underpinnings Of A Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates To A New Paradigm", *Annual World Bank Conference On Development Economics 1999*, Ed. B. PLESKOVIC ve J. E. STIGLITZ, The World Bank, Washington D.C., s.120.

(24) Joseph E. STIGLITZ, Amar BHATTACHARYA, s.123.

ler bulunmasını gerektirmektedir. Finansal piyasaları düzenlemeye yönelik uluslararası kabul görmüş kodlar ve standartlar oluşturulmaya ve ulusal düzeyde ise, sermaye hesabının serbestleştirilmesinde atılacak gerekli adımların ve zamanlamanın daha iyi ayarlanmasına çalışılmaktadır. Ayrıca, bazı ülkelerin aşırı sermaye girişlerini frenlenmeye yönelik bir takım önlemler almaları dikkat çekmektedir. Sermaye kontrollerine yönelik önlemler üç kategoride toplanabilir (25):

1. Piyasa Temelli (market based) Önlemler

Bu grupta toplanan girişimler, fiyat mekanizmasına dayanır ve yerli ve yabancı varlıkların getirileri arasındaki farkı azaltmayı hedefler. Bu yolla, yabancı yatırımcılara ek bir takım maliyetler yüklemekten öte bir ayrımcılık yapılmaz ve yabancıların yerli finansal piyasaya girişleri serbest bırakılır. Bu bağlamda, dış finansal işlemler ve yabancı yatırım gelirleri üzerine açık veya zımni şekilde vergi konularak, yerli ve yabancı varlıklar arasındaki faiz farklılıkları eşitlenebilir ve kısa dönemli sermaye işlemleri caydırılabilir. Vergiler, kişisel olmayan, şeffaf ve öngörülebilir nitelik taşırlar.

a. Rezerv Koşulu

Buna örnek olarak Şili’de uygulanan, vadesi bir yıl ve daha kısa olan dış yatırımlar, krediler ve banka dışı mevduatlar üzerine getirilen %30’luk rezerv tutma zorunluluğu gösterilebilir.

b. Farklılaştırılmış Sermaye Kazançları Vergisi

Böyle bir vergi konulmasının amacı, kısa dönemli yatırımlara daha yüksek vergi oranı uygulayarak, kısa vadeli sermaye girişlerinin caydırılmasıdır. Örneğin, ABD’de 1 yıldan kısa süreli yatırımlar kısa vadeli sayılmakta ve kısa dönem sermaye kazançlarına, uzun dönem yatırımlarından daha yüksek vergi oranları getirilmektedir. Başka sanayileşmiş ülkelerde, bir takım yönetsel zorluklardan ötürü sermaye kazançları kişisel düzeyde vergilendirilememektedir.

(25) UNCTAD 1999:38-39.

c. Çıkış Vergileri

Malezya gibi bazı ülkelerde, sermayenin evine dönme aşamasında (repatriation), yatırımın evsahibi ülkedeki kalış süresine göre değişen oranda vergi uygulamasına gidilmiştir. Böylece, yatırımın süresinin uzatılabileceği ve kısa dönemli akımların caydırılabileceği düşünülmektedir.

2. Miktar Temelli (quantity based) Önlemler

Bu tür önlemler, iç piyasada yaratılabilecek yabancı fonların miktarını sınırlandırmaya yöneliktirler. Ancak, miktarsal kısıtlamalar, idarenin takdirine bağlıdır ve belirsiz olduklarından yatırımın riskini artırırlar.

3. Düzenleyici Önlemler

Yabancı yatırımlara karşı ayrımcı önlemler (örneğin yabancılarda alınabilecek farklı varlık tipleri arasında ayrımcılık), yabancı yatırıma bir minimum kalış süresi zorunluluğu getirmek veya türevler gibi bazı işlem türlerine kontroller getirilmesi gibi uygulamalar “düzenleyici” önlemler arasında yer alır.

Buraya kadar bahsedilen kısa vadeli sermaye akımlarının olumsuz etkilerine karşı alınabilecek önlemler açısından, iki ülkedeki uygulamalar çok tartışılmıştır. Bunlardan biri Şili’dir (26). Haziran 1991’de Şili’de dış kredilere %20’lik bir faizsiz(non-interest-bearing) rezerv yükümlülüğü getirilmiştir. Hisse senedi yatırımları(equity investment) bunun dışında tutulmuştur. Rezervlerin merkez bankasında en az 90 gün, en fazla 1 yıl tutulması gerekmektedir. Mayıs 1992’de yabancı para cinsinden vadeli mevduatlar ve Şili tahvillerinin (stock) yabancılarda alım satımlarının yapılması da rezerv yükümlülüğü kapsamına dahil edilmiş ve yükümlülüğün oranı %30’a yükseltilmiştir. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırım akımları çok sıkı takibe alınarak, kısa vadeli sermaye akımlarının hisse senedi (equity) yatırımı kılıfına bürünerek ülkeye girmesi önlenmeye çalışılmıştır. Rezerv yükümlülüğü koşulu, ikincil piyasada uygulanmış ve birincil piyasa bu uygulamadan muaf tutulmuştur.

(26) Dani RODRİK, Andres VELASCO, a.g.m., s.82 ve UNCTAD, **Comprehensive Study of The Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) And Foreign Portfolio Investment (FPI)**, a.g.r., s.38.

1998 yılında sermaye çıkışları başlayınca, Şili, rezerv yükümlülüğü oranını % 0'a indirmiştir.

Diğer örnek olan Malezya ise, 1993 sonunda parasının beklenmedik şekilde %6 oranında devalue olmasının ardından, çok büyük miktarda kısa vadeli spekülative sermaye girişleri yaşamıştır (27). Bu durum, spekülative kurun hızla düzeleceği beklentisi içinde olmalarından kaynaklanmıştır. Kısa vadeli borçların toplam borca oranı bu dönemde %37'lere fırlamıştır. Malezya, bu gidişat karşısında çareyi, Ocak 1994'de, yerleşik olmayanların bir çok kısa vadeli menkul kıymeti satın almasını yasaklamakta bulmuştur. (Banka kabul-leri, Bank Negara Bonoları, hazine bonoları ve diğer vadesi 1 yıl veya daha kısa olan kamu menkul kıymetleri bu yasağa tabi tutulmuştur.) Bu kısıtlama, daha sonra döviz piyasasındaki swapları da kapsayacak şekilde genişletilmiş ve yerli ticari bankalara yabancılarca yatırılan kısa vadeli mevduatın faiz ödemeleri de bu kapsama alınmıştır. Kısıtlamalar, 1994 Ağustos'unda kaldırılmaya başlanmış ve o yılın sonuna kadar büyük ölçüde kaldırılmıştır. Malezya bu önlemleri kaldırdıktan sonra ise, kısa vadeli borçların rezervlere oranı hızla artmaya başlamış ve ülke sonunda bir krize girmiştir. Bu durum karşısında, Eylül 1998'de Malezya, yerleşikler ve yerleşik olmayanlar arasındaki kredi ilişkilerinin yasaklanması, Malezya parasının giriş ve çıkışları ile döviz çıkışlarının sınırlandırılması gibi izinler (authorization requirements) ve miktar kısıtlamalarına dayanan önlemlere başvurmuştur. Tüm offshore Ringgit' in 1 Ocak 1998'den önce ülkeye dönmesi istenmiş ve yerli menkul kıymetlerden elde edilen gelirin dışarı çıkarılabilmesi için, söz konusu menkul kıymetlerin en az 1 yıl elde tutulması şartı getirilmiştir (28). 1999 Şubat'ında, sözü edilen bu "1 yıl elde tutma" şartı kaldırılarak, kısa vadeli sermayeyi cezalandırmaya yönelik bir çıkış vergisi uygulamasına gidilmiştir.

4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Yönelik Uluslararası Bir Önlem Olarak "Tobin Vergisi"

James Tobin, 1972 yılında yazdığı bir yazıda esnek para politikasının kar-

(27) RODRÍK, Andres VELASCO, s.84.

(28) Ludger SCHUKNECHT, "A Trade Policy Perspective On Capital Controls", **Finance & Development**, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/index.htm>, March 1999, s.5.

şısındaki en önemli engelin giderek artan uluslararası likit sermaye hareketliliği olduğunu söylemiştir. Eurodolar piyasalarının, Atlantığın iki yakasındaki gelişmiş ülkelerin kısa vadeli para piyasalarını birleştirdiğine dikkat çeken Tobin, bu durumun Avrupa ülkelerinin ve ABD'nin kendi para politikaları üzerindeki özerkliklerini büyük ölçüde azalttığını belirtir. Kısa vadeli fonların faize duyarlılığının artmasının beklendiğini söyleyen Tobin, uluslararası para sistemi ve ulusal para politikaları ile ilgili çok daha büyük problemlerin yaşanacağını söylemiştir. Tobin'e göre, uluslararası bir reform yapılması gerekmektedir ve yeni uluslararası düzenlemeler, para politikası üzerindeki ulusal özerkliği bir nebze de olsa koruyabilmelidir. Ülkeler mal, emek ve sermaye piyasaları, vergiler ve maliye politikaları bakımından birleşmediklerinden, herkes için tek bir para politikası da olmamalıdır. Ayrıca, ülkelerin kendi içlerinde de bölgesel farklılıklar vardır. Ancak bir ulusal hükümet, bölgeler arasında telafi edici mali yeniden dağıtımlar (redistributions) gerçekleştirebilir. Bu mekanizmayla kıyaslanabilecek herhangi bir uluslararası mekanizma yoktur. Ulusal parasal özerkliğin, bu nedenlerle korunması gerektiğini savunan Tobin, bu amaçla tüm spot döviz işlemlerinden tekdüze (uniform) bir vergi alınmasını önermiştir (29). Bu vergi ile, kısa vadeli sermaye hareketlerinin caydırılabileceğini düşünmüştür.

Krizlere karşı en etkili çözüm, finansal sistemin her zaman likit kalması olabilir. Ancak, likiditeyi korumak maliyetli bir iştir. O nedenle, kısa vadeli borçlanmayı caydırıcı önlemlere gereksinim duyulmaktadır. Belirtmek gerekir ki, kısa vadeli sermayeye karşı önlemler alınmasının etkin olmadığına, maliyetli olduğuna vb. dair görüşler bulunmaktadır. Ancak, Şili ve Malezya'da uygulanan önlemler, bu ülkelerde dış borcun vade yapısını başarılı bir biçimde etkilemiştir. Şili'nin rezerv yükümlülüğü, uygulamada, kısa vadeli akımlar için ciddi bir caydırıcı olmuştur. %5 oranında LIBOR ile 1 yıllık kredinin yıllık maliyeti %3.9 iken, 3 aylık kredininki %11'di. Rezerv yükümlülüğünün bulunduğu 1991 yılında, kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı keskin bir şekilde düşmüştür. Bu oran, 1992'de yükselse de, rezerv yükümlülüğü arttırıldıktan sonra 1997'ye kadar sürekli düşmüştür. Şili'deki kısıtlamalar, sermaye akımlarının vade kompozisyonunu etkilemiş, fakat toplam

(29) James Tobin, "Financial Globalization: Can National Currencies Survive?", (April 1998), <http://www.worldbank.org/html/rad/abcde/tobin.pdf> , s.6.

hacimlerini ve reel döviz kurunu etkilememiştir (30). Malezya'da da, 1994'de getirilen önlemler çok etkili olmuştur. Toplam içindeki kısa vadeli borç oranı 1993 yılında %37 iken, 1994 yılında %26'ya ve 1995'de % 23'e inmiştir. Kontrolleri kaldıran Malezya, krize girmiş ve tekrar önlem almak zorunda kalmıştır (31).

Belirtmek gerekir ki, uluslararası sermaye akımları içinde önemleri giderek artan türev kontratların, sermaye kontrollerinin çevresinden dolaşmakta kullanılabileceği düşünülmektedir. Ancak, türevlerin kontrolleri aşabilecekleri her zaman kesin de değildir.

VII- Gökten üç elma düşmüş; biri anlatana, biri okuyana, biri de Türkiye'ye...

Türkiye, 1989 yılında sermaye hareketlerini serbestleştirerek küreselleşmeye katılmaya çalışmış bir gelişmekte olan ülke olarak, yukarıda anlatılmaya çalışılan tüm etkileri ve sonuçları yaşamıştır. Ancak, daha özele inmek, sorunları daha somut şekilde ortaya koymamıza yardım edecektir.

Türkiye'nin sermaye hareketlerini serbestleştirmesiyle birlikte, sunduğu yüksek arbitraj olanakları sayesinde hızla kısa vadeli sermaye girişleri başlamıştır. Genellikle, merkez bankaları sermaye girişleri karşısında piyasadaki dövizleri toplayıp karşılığında piyasaya yerli para sunarken, bir yandan da parasal genişleme ile enflasyonist etkilere yol açmamak için, piyasaya değerli kağıtlar sürerek fazla likiditeyi emerler. Ancak, Türkiye'de Merkez Bankası sermaye girişleri sonucunda oluşan fazla likiditeyi Hazine kağıtlarıyla değiştirmeyi seçmiştir ki, bu durum kamunun gelirlerini arttırmaksızın harcamalarını arttırabilmesine olanak sağlamıştır (32). Bu politika sonucunda, kamu, aşırı borç altına girdiği için faiz yükü giderek artmıştır.

Finansal serbestleşme tercihinden sonra, Türkiye'nin kamu finansmanında iç borçların oranı artmış, dış borçların oranı ise azalmıştır. Bu durum, ka-

(30) Dani RODRİK, Andres VELASCO, s.83.

(31) Dani RODRİK, Andres VELASCO, s.84. ve Ludger SCHUKNECHT, s.5.

(32) Nurhan YENTÜRK, "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", *Türk- İş Yıllığı 1997*, Cilt: 2, s.250.

munun içinde özel finans kesiminden, özel finans kesiminin ise dışardan borçlanması nedeniyle ortaya çıkmıştır (33).

1989'dan itibaren, Türkiye'nin büyümesi, giderek kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı hale gelmiştir (34). Aşağıdaki tablodan izlenebileceği gibi, 1990- 93 yılları arasında, yabancı sermaye girişleri GSMH'nin kümülatif olarak %3.8'i kadardır. Aynı dönemde, büyüme hızı %6 olmuştur. Net yabancı sermaye çıkışlarının yaşandığı 1994 yılında ise, büyüme % -6.1'dir. Benzer şekilde, 1995-97 yılları arasında yabancı sermaye girişlerinin GSMH'ya oranı kümülatif %4.8, büyüme ise %7.8'dir. İzleyen 1998 yılında sermaye girişleri çok azalmış, aynı yıl büyüme %3.9'a gerilemiştir (35).

Tablo: Sermaye Girişleri – Büyüme İlişkisi

	YSA* / GSMH	CA** / GSMH	G***(%)
1990	0.030	0.017	9.4
1991	0.002	-0.002	0.4
1992	0.043	0.006	6.4
1993	0.071	0.0354	8.1
Kümülatif 1990- 1993	0.038	0.015	6.0
Kriz 1994	-0.048	-0.020	-6.1
1995	0.035	0.014	8.0
1996	0.054	0.013	7.1
1997	0.058	0.014	8.3
Kümülatif 1995- 1997	0.049	0.013	7.8
Kriz 1998	0.018	-0.009	3.9
1999	0.046	0.007	-6.4
Kümülatif 1995- 1999	0.042	0.007	4.0

Kaynak: Korkut BORATAV, "Finansal Kriz IMF'nin Eseridir", *Ekonom*, Mart 2001, sayı: 17, s.8.

*:Yabancı sermaye akımları , **: Cari açık, ***: Büyüme

(33) Nurhan YENTÜRK, "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", a.g.m s.246.

(34) Korkut BORATAV, "Finansal Kriz IMF'nin Eseridir", *Ekonom*, Mart 2001, sayı: 17, s.8.

(35) Korkut BORATAV, s.8.

Türkiye'nin büyümesi üretime, yatırıma, ihracata dayanmamakta, tüketim ve spekülasyon faaliyetlere bağlı olmaktadır. Öyle ki, örneğin, İstanbul Sanayi Odası'nın "500 Büyük Firma" araştırmasına göre, sözkonusu firmaların karlarının büyük bölümü "faaliyet dışı alanlardan", daha açık deyişle kamu borçlanma senetlerinin getirilerinden elde edilmektedir. Bu firmalar, kendi faaliyet alanlarından zarar etmekte, ancak, faaliyet dışı alanlardan sağladıkları karların bilanço karlarına oranı 1997'de %52.7, 1998'de %87.7, 1999'da %219'a varmıştır (36).

Türkiye'nin yıllar itibariyle bütçelerine bakıldığında, kamunun bütçesinden yatırımlara ayırdığı payın %20'lerden %5'in altına düştüğü görülmektedir (37). 2000 yılı bütçesinin %48.8'i, daha açık deyişle, yaklaşık yarısı faiz ödemelerine ayrılmıştır. 2001 yılı bütçesinde faizlere ayrılan pay %34.5'e çekilmeye çalışılmakta, bununla beraber, eğitime ayrılan pay %11.2'ye, sağlık harcamalarına ayrılan pay ise %2.7'ye düşürülmektedir (38). Son yıllarda, enerji, ulaşım, sulama gibi üretim altyapısına yönelik yatırımlar ciddi şekilde ihmal edilmiştir (39). Oysa, kamu harcamaları programlarının güçlü çoğaltan etkileri olduğu gözardı edilerek, tüm harcamaların "enflasyonist" olarak değerlendirilmesi doğru değildir (40).

1994, 1998, 2000, 2001. Türkiye sürekli bir krizden çıkıp diğerine girer olmuştur. Nefesini tutmuş, gözünü kulağını borsanın iniş çıkışlarına ve dışardan gelecek "kaynağın" miktarına dikmiş durumdadır. Adeta, gelişmekte olan bir ülke olduğunu unutmuş, "kalkınmacı" bir devletin yapması gerekenlerden hergün biraz daha uzaklaşmaktadır. Dışarıdan geleceği müjdelenen "kaynağın" yüksek faizli dış borç ve yatırımcıların "güvenini kazanmanın" da kısa vadeli spekülasyon sermaye demek olduğunu düşünmemektedir. Üstelik, bu kaynak koşulludur. Y. Akyüz 1997 tarihinde "74 yılın hemen hemen her döneminde iktisat politikasının az çok bir perspektifi, kendine edindiği

(36) Oğuz OYAN, "2001 Bütçesi", **İktisat Dergisi**, Kasım 2000, s.39

(37) Oğuz OYAN, s.36.

(38) <http://www.bumko.gov.tr/WEB/gerekce2001/II.bolum/G205.htm>

(39) Oğuz OYAN, s.41.

(40) Joseph E. STIGLITZ, s.126.

bir misyonu, bir vizyonu vardı; doğru ya da yanlış. Son on yıl, bu açıdan yön-
süz, amaçsız, misyonsuz (41).” demektedir.

Türkiye'nin kısa vadeli sermaye hareketlerine bel bağlamak yerine, ken-
dine akılcı sanayileşme ve kalkınma stratejileri oluşturması gerekmektedir.
Bu açıdan, konuyu D. Rodrik'in şu sözleriyle bağlamak yerinde olacaktır:
“Artık anlaşılmıştır ki, dünya ekonomisine entegrasyon çok önemli kurumsal
ön koşullar içermektedir. Ben, bu ön koşulları yerine getirmek için yapılacak
yatırımın, alternatif kalkınma yollarını tıkayacağını ve insan kaynakları, ida-
ri birikimi ve politik sermayeyi farklı şekilde yönlendirerek, öncelik verilme-
si gereken konuları gündem dışı bırakacağını düşünüyorum (42).”

(41) Yılmaz AKYÜZ, “Esnek Bir Sanayileşme / Gelişme Stratejisi İzlemeliyiz”, **Ekonom**,
1997, s.28.

(42) Dani RODRİK, “Dünya Ekonomisine Entegrasyon Kalkınma Stratejilerinin Yerini
Tutabilir Mi?”, **İktisat Dergisi**, Temmuz 2000, s.57.

Kaynakça

- AKYÜZ Yılmaz, "1980'lerde Dünya Ekonomisi: Makroekonomi ve Bağımlılık Üzerine Bazı Dersler", **Mülkiye**, Cilt: XXIV, Sayı: 221.
- AKYÜZ Yılmaz, "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme, Latin Amerika Deneyimi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Mart 1994, Sayı: 96.
- AKYÜZ Yılmaz, "Esnek Bir Sanayileşme / Gelişme Stratejisi İzlemeliyiz", **Ekonom**, 1997.
- BERKSOY Taner, B.SALTOĞLU, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İTO, Yay. No:1998-58, İstanbul, 1998.
- BORATAV Korkut, Yapısal Uyum ve Bölüşüm: Uluslararası Bir Bilanço, **Türk-İş Yıllığı**, Cilt 2, 1997.
- BORATAV Korkut, "Finansal Kriz IMF'nin Eseridir", **Ekonom**, Mart 2001, Sayı: 17.
- <http://www.bumko.gov.tr/WEB/gerekce2001/II.bolum/G205.htm>
- KAZGAN Gülten, **Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen**, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1994.
- KAZGAN Gülten, **Küreselleşme Ve Ulus-Devlet**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.
- ONGUN Tuba, "Finansal Globalleşme", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:4, Sayı:9, 1993
- OYAN Oğuz, "2001 Bütçesi", **İktisat Dergisi**, Kasım 2000.
- RODRİK Dani, Andres VELASCO, "Short-term Capital Flows", **Annual World Bank Conference On Development Economics 1999**, Ed. B. PLESKOVIC ve J. E. STIGLITZ, The World Bank, Washington D.C.
- RODRİK Dani, "Dünya Ekonomisine Entegrasyon Kalkınma Stratejilerinin Yerini Tutabilir Mi?", **İktisat Dergisi**, Temmuz 2000.
- SCHUKNECHT Ludger, "A Trade Policy Perspective On Capital Controls", **Finance&Development**, March 1999,
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/index.htm>
- STIGLITZ Joseph E., Amar BHATTACHARYA, "The Underpinnings Of A Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates To A New Paradigm", **Annual World Bank Conference On Development Economics 1999**, Ed. B. PLESKOVIC ve J. E. STIGLITZ, The World Bank, Washington D.C.
- TOBIN James, "Financial Globalization: Can National Currencies Survive?", (April 1998), <http://www.worldbank.org/htm/rad/abcde/tobin.pdf>.

- UNCTAD, **Comprehensive Study of The Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) And Foreign Portfolio Investment (FPI)**, UNCTAD/GDS/DFSB5, (23 June 1999).
- UNCTAD, **The Growth Of Domestic Capital Markets, Particularly In Developing Countries, And Its Relationship With Foreign Portfolio Investment**, TD/B/COM.2/EM.4/2, (19 March 1998).
- UYGUR Ercan, "Türkiye'de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 100, Temmuz 1994.
- YENTÜRK Nurhan, "Short-term Capital Inflows and Their Impact On Macroeconomic Order: A Comparison Between Turkey and Mexico", **Boğaziçi Journal**, Vol: 9, No: 2, 1995.
- YENTÜRK Nurhan, "Impacts Of Capital Inflows On Saving and Investment: A Comparison Of Turkey and Latin American Countries", **METU Studies In Development**, 23(1), 1996
- YENTÜRK Nurhan, "90'lı Yıllarda Gelişmekte Olan Ülkelere Neler Oldu?", **İktisat Dergisi**, Eylül 2000.
- YENTÜRK Nurhan, "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", **Türk- İş Yıllığı**, 1997, Cilt:2.