

Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kriz Sonrası Görünüm

S. Serdar KARACA^a

Özet

Günümüzde, dünya ekonomisinde yaşanan en önemli olgulardan birisi, 1970’li yılların sonunda gelişmiş ülkelerde başlayan ve 1980’li yıllarla birlikte gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak biçimde yaygınlaşan finansal serbestleşme uygulamaları ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir. Bunun bir sonucu olarak, dünya ekonomisi, 1980’li yıllar ve sonrasında bir değişim sürecine girmiştir. Yaşanan finansal krizler, ülkenin gelişmesinde aktif rol oynayan sermaye piyasalarının etkinliğini azaltarak, yerli ve yabancı yatırımcıların piyasayı terk etmelerine neden olmaktadır. Yaşanan krizler makroekonomik göstergelerin ve sosyal yapının bozulmasına yol açmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Sermaye Hareketleri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Kriz

International Capital Movements and Appearance After Crisis

Abstract

Nowadays one of the most important phenomena in the world economy is financial liberalisation applications and one of its’ components, liberalisation of capital movements, which started in developed countries at the end of the 1970s and in conjunction with 1980s it became widespread in developing countries. As a result of this, the world economy entered transformation process at the end of 1980s. Financial crisis make native and foreign investors leave the market by reducing the effectiveness of the capital markets which play an active role in development of the country. These financial crises lead to deterioration of macroeconomic indicators as well as social structures.

Key Words: Capital Movements, Foreign Direct Investment, Crisis

1. Giriş

Küreselleşme sürecinde, finansal serbestleşme ve daha entegre olmuş uluslararası piyasalar, gözlemlenen iki önemli karakteristiktir. Küreselleşme, sermaye hareketlerinin etkilerini, yapılarını ve süreçlerini büyük ölçüde değiştirmiştir. Söz konusu değişim sürecinde toplam sermaye hareketlerinin artmasının yanı sıra, sermaye hareketleri içinde faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen

^a Yard.Doç.Dr., Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, serdarkaraca75@hotmail.com, Tokat

spekülatif amaçlı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığı da giderek artmıştır (İnandım, 2005: 1).

Bunun dışında 1980’li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip küreselleşmenin ekonomik boyutunun bir diğer ayağını oluşturan finansal küreselleşme önem kazanmıştır. Finansal küreselleşme, “ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi kuramsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” olarak tanımlanmaktadır (Durusoy, <http://www.dtm.gov.tr>,).

Ülkelerin finansal olarak dışa açılmaları özellikle az gelişmiş ülkeler için önemli faydalar sağlayacaktır. Finansal olarak dışa açılmanın doğrudan iki faydası vardır. Finansal dışa açılma sonucunda gelen yabancı sermaye sonucu, yurt içi yatırımlar arttıracaktır. Ayrıca yabancı sermaye, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır. Finansal dışa açılmanın doğrudan faydaları yanında dolaylı olarak da faydaları vardır. Öncelikle yabancı sermaye “**bilgi taşması etkisi**” yaratacak, kaynak dağılımı etkinliğini arttıracak ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal finans piyasalarını güçlendirecektir. 1980’li yıllardan sonra uluslararası sermaye hareketlerinin resmi sermaye akımlarından özel sermaye akımlarına doğru kayması sağlıklı bir gelişmedir. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini arttıracaktır (Kula, 2003: 142).

2. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketleri, bir ülkedeki yerleşik kişi ya da kuruluşların diğer ülkede yaptıkları fiziki yatırımları ve sınırların ötesine aktarılan mali kaynakları (yabancı tahvil, hisse senedi, banka hesabı açtırılması vb.) ifade etmektedir. Dolayısıyla ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonların hepsine uluslararası sermaye hareketleri denilebilmektedir (Kaymakçı, 2007: 230). Yabancı sermaye hareketleri değerlendirildiğinde, bu hareketlerin üç şekilde geliştiği görülmektedir. **Bunlardan ilki**; gelişmiş ekonomiler tarafından gelişmekte olan ekonomilere

yapılan bağış, hibe ve kredi şeklindeki resmi sermaye hareketleridir. **İkinci olarak**, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğerine hareketini ifade eden ve portföy yatırımı olarak da adlandırılan özel sermaye hareketleri gelmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri, sermaye piyasası işlemleri yoluyla tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım ve satımı şeklinde gerçekleşmektedir. Yabancı sermaye hareketlerinin **üçüncü bölümünü**, doğrudan yabancı sermaye yatırımları oluşturmaktadır (Ormanoğlu, 2004:10).

Yabancı ülkelerde yapılan yatırımlar fiziki ya da mali nitelikte olabilmektedir. Tahvil ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları, mali nitelikli yatırımlar iken, bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerlere karşılık gelen yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Günümüzde çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen bu fiziki yatırımlar, aynı zamanda beraberinde teknik bilgi, know-how, patent, ticari marka, işletmecilik bilgisi ve denetim yetkisini de o ülkeye getirerek ülkenin gelişmesine önemli katkı yapmaktadır. Doğrudan yatırımlar dışında, tahvil dışsatımı ya da menkul kıymetler alım satımı portföy yatırımı olarak adlandırılmaktadır (Kar ve Kara, 2003:47).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sabit sermaye yatırımları şeklindeki girişi, uluslararası yatırımcılar tarafından yatırıma ev sahipliği yapacak ülkedeki şirket hisselerinin en az %10'unun alınması şeklinde kendini gösterir. Sabit sermaye yatırımlarına ek olarak doğrudan yatırımın ülkelere girişi, şirket birleşmesi ya da devri, özelleştirme uygulamaları, ortak girişim, stratejik ortaklık ya da devam eden faaliyetlerin genişletilmesi ile de mümkündür. Tahvil ya da hisse senedine yapılan yatırımlar ise portföy yatırım içine girer ve örgütlenmiş piyasalarda işlem görürler (İşeri ve Aktaş, 2005: 372).

Uzun vadeli sermaye hareketleri; bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade ederken, yatırım bankaları, IMF, Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar bu tür fonların kaynağını oluşturmaktadır. *Kısa vadeli sermaye* ise, ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelmektedir. Bu nedenle bu tür sermaye spekülatif amaçlı olup, sıcak para özelliği taşımaktadır (Kar ve Kara, 2003:56).

Ulusal finans piyasalarının entegrasyonu ile birlikte sınır ötesi finansal işlemler ve sermaye akımlarında artışlar başlamıştır (Krebs, 2005:1). Finansal entegrasyon bugün çok öncelere göre daha ileri düzeyde olmakla birlikte bu gelişmeyi I. Dünya Savaşı'nı takip eden on yıl içinde yaşamıştır. Entegrasyon derecesi ise ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık arz etmektedir (Lothian, 2006:360).

Uluslararası sermaye akımlarını iki farklı bakış açısından incelemek gerekirse; bir tarafta sermaye transfer eden ülkenin verimli sermayesinin ülkeden çıkışı söz konusu iken, diğer tarafta sermaye transfer edilen ülkenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile elde edebileceği yerel üretim birimleri yer almaktadır (Basu ve Chau, 2007:1).

Uluslararası sermaye akımlarının sınırlandırmasındaki gerekçe; piyasa başarısızlıklarının ve çarpıklıkların tüm sermaye piyasalarına yayılması üzerinde odaklanmaktadır. Söz konusu çarpıklıkların başında ise coğrafi ve kültürel farklılıklar nedeniyle bilgi ediniminin güçleşmesi anlamını veren asimetrik bilgi faktörü gelmektedir (Kaminsky, 2005:13). Sermaye akımları üzerinde kontrollerin bulunması; sermaye kaçışlarını önleme veya kısa vadeli akımları, spekülative sermayeyi kısıtlama, vade ağırlığını uzun vadeye dönüştürme ve sermaye girişlerini azaltma gibi yararlar sağlayabilmektedir. Ancak diğer taraftan, sermaye girişlerinin söz konusu kontrollerin gelişmekte olan ekonomilerin verimli yerli yatırımları finanse edebilme yeteneğine mani olmaktadır (Neumann, 2006:1011).

2.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Çeşitleri

Küreselleşme ile birlikte dünya üzerinde sermaye hareketleri serbest dolaşıma başlamış, bu serbest dolaşım genelde üç boyutuyla ele alınmaktadır. Birincisi, finansal kapital, yani akışkan fonlar halinde finansal piyasalar arasında hareket eden kısa vadeli parasal sermaye; ikincisi, gittiği ülkede fiziksel yatırım yapan, istihdam ve üretim kapasitesini genişleten dolaysız (doğrudan) yabancı sermaye

Bunlara, ikisinin melezi diye bakılabilecek bir üçüncü boyutu ise, portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kur riski, bilgi riski gibi ek riskleri üstlenerek, sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarını ifade eder (Kaymakçı, 2007: 276).

Uluslararası sermaye hareketi, bir ülkede yerleşik kişi ya da kuruluşların başka bir ülkede yerleşik kişi ya da kuruluşlara fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi şeklinde tanımlanır (Yalçınar, 2008: 83).

2.1.1. Kısa Vadeli Parasal Sermaye (Finansal Kapital)

Dışsal mali serbestleşme (external financial liberalization), a) yurt sakinlerinin dış piyasadan serbestçe borçlanmasını ve yurt sakini olmayanların serbestçe iç mali piyasalarda plasman yapabilmesini, yani içeri doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlamaların, denetimin kalkmasını sağlar; b) yurt sakinleri serbestçe sermaye transfer edip yabancı varlık kalemlerini tutabilir, yurt sakini olmayanlar da aynı şekilde iç mali piyasalardan borçlanabilir; c) yurt içinde sakinler yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemler yapabilirler.

Kısa vadeli sermaye hareketleri vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarıdır. Ticari bonolar, finansman bonoları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat kredileri, prefinansman kredileri gibi araçlar kısa vadeli yatırım araçlarından bir kaçısı olarak sayılabilir. Kısa vadeli sermaye hareketleri aynı zamanda ticari krediler, vadesi bir yıldan kısa ticari banka kredileri ve yerleşik olmayanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanma senetleri gibi çok çeşitli finansal hareketleri içermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri genel olarak kısa vadeli hisse senedi alımları, kısa vadeli borç senetleri, bankalar ve özel firmalar tarafından temin edilen kısa vadeli dış krediler, yurt içi bankalarda kısa vadeli olarak açılan mevduatlar ve banka dışı diğer varlık kalemlerine yapılan yatırımlardan oluşmaktadır (Öztekin ve Erataş, 2009:7).

2.1.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Dünya ekonomisinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki sermaye mevcudiyeti farklılığından kaynaklanan etkin olmayan kaynak dağılımı ile karşı karşıyadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağı olurken, dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile finanse edilmektedir. Yabancı sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve dış ticaret hareketleri üzerindeki sınırlamaların kalkması 1970'li yıllardaki Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasına dayanmaktadır. Bu doğrultuda, ulusal finans piyasalarının entegrasyonu ile birlikte sınır ötesi finansal işlemler ve sermaye akımlarında artış başlamıştır (Emir ve Bank, 2009: 54).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yatırım kararlarında ana ülkedeki ekonomik ve siyasi faktörler önemli bir şekilde etkili olmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları genel olarak, üretim faktörlerinin bol ve ucuz olduğu, iç piyasa talebinin yüksek olduğu, altyapı tesislerinin sağlandığı ve yatırım teşviklerinin uygulandığı ve daha çok getiri sağlayan ülkeleri tercih etmektedir. Ekonomik faktörlerin yanı sıra son dönemlerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ana ülkede siyasi istikrara daha fazla öncelik vermeye başladıkları da göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Ayrıca psikolojik ve ahlaki faktörler de yatırım kararlarında etkileyici unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır (Alagöz vd.,2008: 80).

Ayrıca, bir şirketin üretimini ana merkezinin bulunduğu ülke sınırları dışına yaymak üzere yabancı ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut tesisleri satın alması bir doğrudan (dolaysız) yabancı sermaye yatırımdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları birden çok ülkede yatırımda bulunan ve üretimle ilgili kararlarını bir merkezden alan veya çeşitli yollarla bağlı şirketlerin kararlarını etkileyebilen çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yapılacak ülkedeki yerel firmalar aracılığıyla üretim yapılma alternatiflerine göre neden tercih edildiğini çok uluslu şirketler çerçevesinde incelemek daha açıklayıcı olacaktır. Burada çokuluslu şirketler açısından kısa bilgi verilecektir. Açıklayıcı bilgi daha ileriki bölümlerde olacaktır.

Çokuluslu şirketler; doğrudan yabancı sermaye yatırımları çerçevesinde yabancı ülkedeki fiziki sermayeye sahip olan ve bunu işleten firmalardır. Söz konusu şirketler, tek bir merkezde üretim yaparak ihraç yoluyla uluslararası pazarlara ulaşmak yerine, müşterinin bulunduğu yerde çok fabrikalı bir yapılanmaya doğru yönelmektedir (Emir ve Bank, 2009: 56).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımdır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları portföy yatırımlarından farklı olarak marka, teknoloji, işletmecilik bilgisi yanı sıra yatırımcıya yatırımını kontrol etme yetkisi de sağlamaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları

gelişmekte olan ülkeler için öncelikle yatırımları için ek dış kaynak olmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sermaye birikimini hızlandırması “**kaynak dağılımı etkinliği**”, üretimi artırması “**üretim etkinliği**”, artan üretime bağlı olarak üretim faktörlerinin aldıkları paydaki değişim ise “**dağılım etkisi**” olarak ifade edilmektedir. Yatırımı kontrol etme yetkisinin yabancı da olması nedeniyle, doğrudan yabancı sermaye yatırımının “**bağımsızlık etkisi**” de söz konusu olmaktadır. Ülkenin sahip olduğu ucuz ve kalifiye işgücü, hammadde kaynakları, iç pazarın büyüklüğü, gelişmiş pazarlara yakınlığı ve ulaştırma-haberleşme imkanları doğrudan yabancı sermaye girişlerini etkileyen önemli unsurlar olarak kabul edilmektedir.

Ayrıca, ülkedeki makroekonomik istikrar, yabancı sermaye mevzuatı, ülkenin sağladığı teşvikler, vergi politikası ve vergi oranları ile dış ticaret politikaları yabancı yatırımcıların kararlarını etkileyen temel faktörlerdir. Son yıllarda, ekonomide genel olarak yatırımların ve büyümenin özel olarak ta doğrudan yabancı sermaye girişlerinin artırılabilmesi için yatırım ortamının/ıs ortamının iyileştirilmesi gerektiği öncelikli bir konu olarak öne çıkmış bulunmaktadır. Bu çerçevede, girişimciliğin, ticaret ve yatırımların önündeki engellerin kaldırılması, devlet kontrolünün ağırlığının azaltılması, piyasalarda rekabetçi bir yapı ve işleyişin sağlanması, yargı sisteminin etkinleştirilmesi, mevzuat uygulamalarının yeknesak ve öngörülebilir olması, mal, işgücü ve finans piyasalarında idari engellerin azaltılması yönündeki girişimler ağırlık kazanmaktadır (Yükseler,2005:3-4).

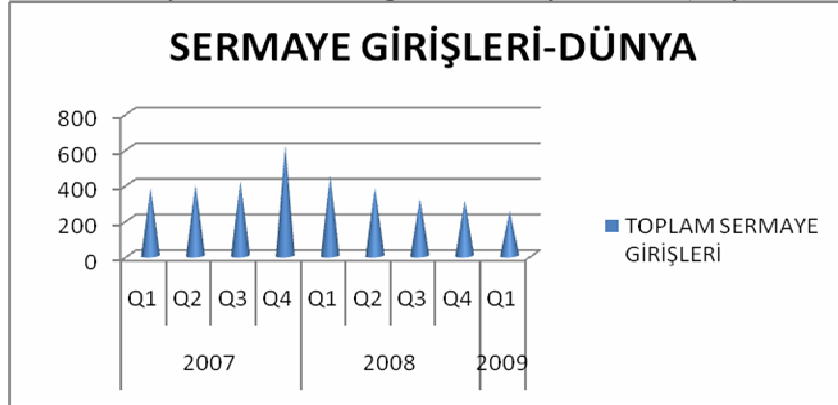
2.1.2.1. Dünyada Doğrudan Yabancı Sermaye Akımları

Dünya üzerinde ülkeler arasında rekabet sonucunda şirketler kendilerini bu rekabet ortamına uyarlamak zorunda kalmışlardır. İşte bu uyarlama sonucunda çokuluslu şirketleşmeler ortaya çıkmıştır. Şirketler sadece kendi ülkelerine yatırım yapmakla yetinmeyip aynı zamanda dünya üzerindeki ülkelere de yatırım yaparak, küreselleşen bu süreçte kendilerine yer edinmeye çaba göstermektedirler. Bunu yaparken daha önce de belirtildiği gibi farklı yatırım şekilleriyle yaparlar.

Dünya üzerinde ülkeler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ve bunların dışında kalan ülkeler olarak sınıflandırılmıştır. Bu sınıflandırmada çeşitli kriterler kullanılmaktadır. Aşağıdaki grafiklerde dünya, gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ile güney-doğu Avrupa ile geçiş ekonomilerinin 2007, 2008 ile 2009 yılının birinci çeyrek doğrudan yabancı sermaye girişleri görülmektedir. Grafiklerden de görüleceği üzere, dünya genelinde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında 2008

yılında yaşanan krizin de etkisi ile büyük bir oranda düşüşler yaşanmıştır. Bu düşüşler, ülke ekonomileri açısından sıkıntılara neden olmuş, bazı ülkelerin ekonomileri çökme noktasına gelmiştir. Özellikle, krizin yaşanmaya başladığı 2008 yılı ilkbahar aylarından itibaren ekonomilerdeki küçülme, doğrudan yatırımları da daraltmıştır.

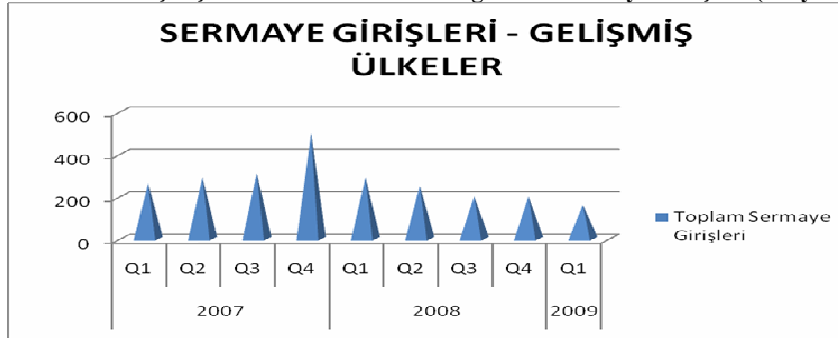
Grafik 1: Dünyada 2007-2009 Doğrudan Sermaye Girişleri (Milyar ABD\$)



Kaynak:www.unctad.org

Yukarıdaki grafikte dünya genelinde sermaye girişlerinde, özellikle 2007 yılı dördüncü çeyreğindeki büyük yükseliş sonraki dönemlerde sağlanamamış, aksine kriz ile birlikte büyük düşüşler yaşanmıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki düşüşler, dünya genelinde büyüme oranlarını etkilemekte, aynı zamanda, istihdam üzerinde de olumsuz etkiler sergilemektedir.

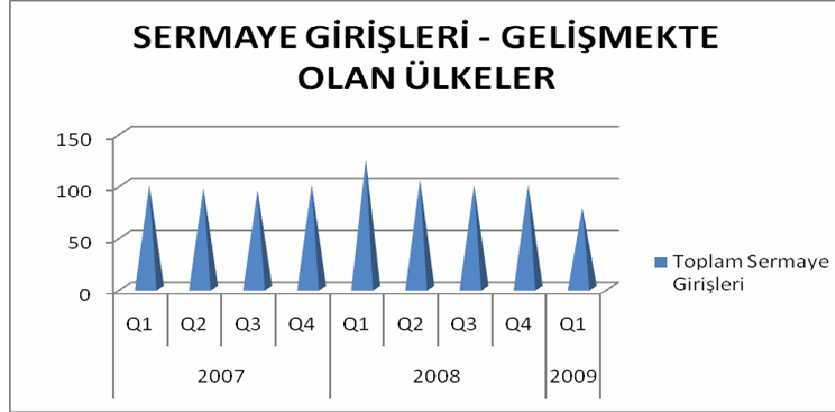
Grafik 2: Gelişmiş Ülkelerde 2007-2009 Doğrudan Sermaye Girişleri (Milyar ABD\$)



Kaynak:www.unctad.com

Geliřmiř ũlkelerde ise, dođrudan yabancı sermaye giriřleri dūřuř sergilemekte ise de 2007 ve 2008 yıllarında yatay bir seyir izlenmekte olup, geliřmiř ũlkelerde kriz dūnya geneline paralel bir seyir izlemiřtir.

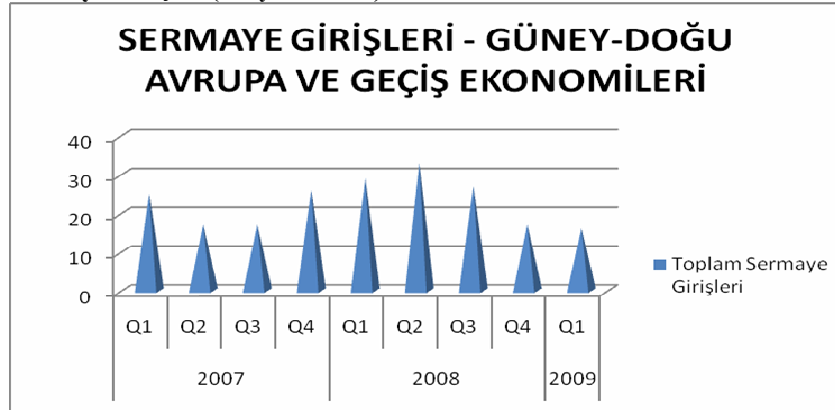
Grafik 3: Gelişmekte Olan ũlkelerde 2007-2009 Doğrudan Sermaye Girişleri(Milyar ABD\$)



Kaynak: www.unctad.org

Geliřmekte olan ekonomilerde ise durum biraz farklıdır. Bu ũlkelerde, doğrudan sermaye girişleri yatay bir seyir izlemekte, krizin yaşandığı 2008 yılı ũçüncü çeyreğinden itibaren bir dūřuř görülmekte, ancak kriz 2008 yılının son çeyreğinde pek etkilememiş, 2009 yılı birinci çeyreğinden itibaren etkisini hissettirmiştir.

Grafik 4: Güney-Doğu, Avrupa ve Geçiş Ekonomileri 2007-2009 Doğrudan Sermaye Girişleri(Milyar ABD\$)



Kaynak: www.unctad.org

Güney-Doğu-Avrupa ve Geçiş Ekonomilerinde ise, doğrudan sermaye girişleri dalgalı bir seyir izlemiş, özellikle 2007 yılı son çeyreği ile, 2008 yılının ikinci çeyreği sonuna kadar artış sergilemiştir. Krizin etkisi ise, yine 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren hissedilmiş ve düşüş gözlenmiştir.

2.1.2.2. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Akımları

Büyük ve gelişen bir yerli piyasaya ve rekabetçi bir işgücüne sahip olması, Avrupa ve Asya kıtaları arasında köprü vazifesi üstlenmesi, gelişmiş altyapısı itibariyle Türkiye çokuluslu şirketlerin doğrudan sermaye yatırımları için cazip bir ülkedir. Ayrıca;

- serbest döviz kuru,
- yerel parasının konvertabil olması,
- sermaye mallarının üzerinde sınırlamaların olmaması,
- Avrupa Birliği ve Gümrük Birliği anlaşmalarının yapılmış olması,
- Yabancı yatırım mevzuatının liberal olması sebebiyle yasal açıdan da yabancı yatırımcılara birçok avantaj sunmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin hazırlanan uluslararası raporlar, ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımları cazibesini ortaya koymaktadır (Emir ve Bank, 2009: 57-58). Ülkemizde doğrudan yabancı sermaye girişleri 2006-2009 yılları itibariyle aşağıdaki gibidir.

Tablo 1: Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri 2006-2009 (Milyon \$)

				2006	2007	2008	2009	2008-2009 Fark (%)
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Toplamı(Net)				19918	21864	18269	7597	-58,40
	Uluslararası Doğrudan Sermaye			16996	18912	15332	5777	-62,30
		Sermaye (Net)		16988	18411	14698	5630	-61,70
			Giriş	17645	19181	14733	5694	-61,40
			Çıkış	657	770	-35	-64	
		Diğer Sermaye		8	501	634	147	-76,80
	Gayrimenkul (Net)			2922	2952	2937	1820	-38,00

Kaynak: www.hazine.gov.tr

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere, Türkiye'ye doğrudan yabancı sermaye girişleri, 2006 yılında 19.918 milyon ABD doları iken bu rakam 2007 yılında 21.864 milyon ABD dolarına çıkmış ve uluslararası krizin çıktığı 2008 yılında ise düşüşe geçmiş ve 2008 yılını 18.269 milyon ABD doları ile kapatmıştır. Bu durum 2009 yılında kendini daha çok hissettirmiştir. Krizin etkisi ile 2009 yılındaki düşüş %58,40 civarında seyrederek 7.597 milyon ABD doları seviyesine inmiştir.

Yine yukarıdaki tablodan görüleceği üzere, 2009 yılında uluslararası doğrudan yabancı sermaye, 5.777 Milyon ABD \$ iken bu rakam, 2007 yılında krizin etkisinin hissedildiği 2009 yılının 3 katından daha fazladır.

Tablo 2'de Türkiye'ye giren doğrudan yabancı sermaye girişlerinin ülkelere göre dağılımı verilmiştir. Tablodan da görüleceği üzere, 2008 yılında toplam içerisinde AB ülkelerinin payı %75 iken bu rakam 2009 yılında %80 olmuştur. Ancak 2008 yılından 2009 yılına AB ülkeleri doğrudan yabancı sermaye girişlerine bakıldığında ise, %60'lık bir düşüş söz konusudur. Bu düşüş genel düşüş oranıyla paralellik göstermektedir.

Tablo 2: Ülkelere Göre Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri (Milyon ABD \$)

ÜLKE	2006	2007	2008	2009
AB ÜLKELERİ	14489	12601	11051	4539
Almanya	357	954	1211	389
Fransa	439	367	679	593
Hollanda	5069	5442	1343	921
İngiltere	628	703	1336	332
İtalya	189	74	249	291
Diğer AB Ülkeleri	7807	5061	6233	2013
ABD	848	4212	863	236
Kanada	121	11	23	35
Asya	1927	1405	2361	561
Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	1910	608	2199	262
Toplam	17645	19181	14733	5694

Kaynak: www.hazine.gov.tr

Türkiye'ye 2008 yılının birinci çeyreği ile 2009 yılının birinci çeyreği doğrudan yabancı sermaye girişleri kıyaslandığında yaklaşık %62'lik bir düşüş sergilemiştir. Bu durum, dünya geneline bakıldığında %50'ler civarında

kalmıştır. Oran dikkatle incelendiğinde görülecektir ki, Türkiye ekonomisi 2008 yılı ilkbahar aylarında ortaya çıkan global krizden daha fazla etkilenmiş, ekonomisinin daha kırılgan olduğu söylenebilmektedir.

Ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ekonomiler incelendiğinde aynı durum söz konusudur. Gelişmekte olan ekonomilerde krizin etkisi dünya genelindeki gelişmeye paralel bir seyir izlemiştir. Buradaki dşfte, yine %52'ler civarında olup, Türkiye'den daha az etkilendiği ortadadır.

2.1.3. Portföy Yatırımları

Bilindiği gibi yabancı yatırım denildiğinde doğrudan yabancı yatırımlar anlaşılmaktadır. Diğer taraftan yine yabancı yatırım kavramına dahil edilen dolaylı veya portföy yatırımları da söz konusudur.

Portföy, çeşitli menkul kıymetlerden meydana gelen, ağırlıklı olarak hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetler ve türev ürünlerden oluşan, belirli bir kişi veya grubun elinde bulunan finansal nitelikteki kıymetlerdir. Portföy, belirli amaçları gerçekleştirmek isteyen yatırımcıların, sahip olduğu, birbirleriyle ilişkisi olan ve kendine öz ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlıktır (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 471).

Portföy Yatırımları, yatırımcıların faiz veya kr payı sağlamak amacıyla bono, tahvil, hisse senedi gibi kıymetli evrakları toplamalarıdır. Devlet tahvillerinin alımı portföy yatırımlarına bir örnektir.

Bir bakış açısına göre, portföy yatırımlarının gelişmekte olan ekonomilere sağladığı yararlar tartışmalı olup; hatta yaratabileceği zararlar daha ağır bastığı için portföy yatırımlarına korumacı yaklaşmak doğru değildir. Bu görüştekiler sıcak para akımlarının fazlasıyla akışkan olup ekonomiye girişleri ne kadar kolay ve hızlı ise bir anda ekonomiyi terk etmesi de o kadar kolay olduğu gerekçesiyle korumacılığa karşıdır. Bilhassa günümüz dünyasının ne kadar küresel bir hale geldiği ve teknolojik imkanlar sayesinde fon transferlerinin elektronik olarak ne kadar hızlı gerçekleştiği dşnldğnde bu görüşe hak verilebilir. Günümüzde bir takım finansal araç ve piyasa mekanizmaları sayesinde sermayenin likiditesi oldukça artmıştır. Öyle ki sermaye; karşılaştırmalı stnlkler veya klasik ticaret teorisinin ya da bir başka ifadeyle, Adam Smith ve David Ricardo'nun öngöremeyeceği ölçüde, mobilite kazanmış durumdadır.

Milyarlarca dolar büyüklüğündeki fonlar saniyeler içerisinde dünyanın bir ucundan diğer ucuna, tehditlerden kaçmak veya fırsatları kazanca

dönüştürmek üzere akabilmektedir. Bunları şletmelerin elektronik ortamlarda gerçekleştirdiğini düşünürsek, ülkeye giriş ve çıkış süresi dakikalarla ifade edilmektedir. Bütün bunlara rağmen portföy yatırımlarına tamamen karşı olmak ve hatta girişini engellemek anlayışının doğru olduğunu savunmak da pek rasyonel değildir. Çünkü dünyada küreselleşmenin ve teknolojik gelişmenin ulaştığı nokta düşünöldüğünde, gerek finansal gerekse yapısal birtakım kontrol mekanizmalarını şleterek portföy yatırımlarını istenildiği gibi ekonomik yararlar sağlayacak biçimde yönetmek ve yönlendirmek belli ölçüde mümkündür (Açıkalin ve Ünal, 2008: 15).

Uluslararası portföy yatırımları, kısa vadede kar amacı üzerine kurulmuş olmaları nedeniyle ve likiditelerinin yüksek olmasının da etkisiyle, buldukları ülkedeki ekonomik ve siyasi gelişmelere çok duyarlıdırlar. Yüksek miktarlarda uluslararası portföy yatırımı alan ülkeler (özellikle gelişmekte olan ülkeler) her an bir mali krize girme riskini almaktadır. Örneğin kamu finansman açığı yaşayan ülkeler hala yüksek reel faiz politikası izleyerek bu açıkları borçlanma yoluyla kapatmayı seçmektedirler. Yüksek reel faizler kısa süreli yabancı fonların ülkeye girişini özendirilmektedir. Yüksek faizlerin çekiciliği ile ülkeye giren fonlar geçici rahatlama sağlarlar. Fakat portföy yatırımları olumsuz beklentiler karşısında kısa sürede ve büyük miktarlarda ülkeyi terk ettikleri için ekonomik dengeleri alt üst edip mali krizlere yol açabilirler. Örneğin, 2001 yılı şubat ayında Türkiye'nin içine girmiş olduğu mali krizin nedeni de "sıcak para" denilen kısa vadeli sermayenin siyasi istikrarsızlık bahanesiyle ülkeyi terk etmesidir (Arıkan, 2006: 7-8).

Yabancı Portföy yatırımlarının ülkeler için negatif etkilerinin olmasının yanında ekonomistler tarafından ileri sürölen ortak görüş, bu yatırımların ülkedeki reel sektöre üç yönde yarar sağlayabileceğidir. **İlk olarak**, portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelere borsuz yabancı yatırım kaynağı sağlayabilir. Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye miktarı azdır. Bu nedenle portföy yatırımlarının gelişi, yatırım oranı değerini arttırmak için yurtiçi tasarrufa eklemeler yapabilir. **İkinci olarak**, ekonomistlerin ortaya sürdüğu ortak görüş, yabancı sermaye girişlerindeki artışın ülkedeki sermaye tahsisi etkinliğini arttıracadırdır. Bu görüşe göre, yabancı portföy yatırımları, yabancı direkt yatırımlar gibi getirisi düşük olan sermayesi bol ülkelere sermaye akışı için para kaynakları teşvik edebilir. Sermayesi az ülkelere yapılan kaynaklar akışı, ülkelerin sermaye maliyetini azaltıcı, yatırımları arttırıcı ve ürün çıktısını

yükseltici bir etki sağlamaktadır. **Üçüncüsü** ve en önemlisi, yabancı portföy yatırımlarının yurtiçi sermaye piyasasından geçerek sahip olduğu farklı bağlantı etkileri aracılığı ile ekonomiyi etkilemesidir. Ortak görüşe göre, portföy yatırımlarının sağladığı en önemli faydalardan biri de, ülkede yer alan yurtiçi hisse senedi piyasası fiyatları için yukarı yönde arttırıcı bir etki yaratmasıdır. Bu durumun firmanın kur-kar oranı üzerinde bir etkisi vardır (Pal, 2006:3).

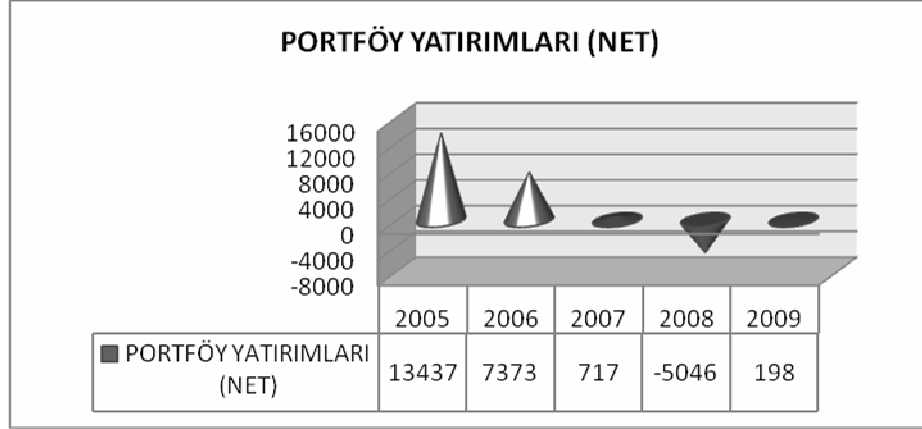
Kur-kar oranı, bir hisse senedinin cari piyasa fiyatının vergiden sonra hisse başına düşen net gelire bölünmesi ile elde edilen oran olarak ifade edilmektedir. Yüksek bir kur-kar oranı düşük bir finansman maliyetini doğurmaktadır. Ülkelerdeki düşük sermaye maliyeti ve canlanan hisse senedi piyasası, yeni hisse senedi ihraçlarını özendirici yönde bir etki yaratabilir. Aynı zamanda, bir ülkedeki yabancı portföy yatırımlarının artması, yurtiçi sermaye piyasalarının likiditesini yükselterek piyasaların etkinliğini arttırmaktadır. Artan piyasa likiditesi beraberinde piyasa derinliği getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlar. Yabancı portföy yatırımları sayesinde ev sahibi ülkedeki sermaye ve kaynakların daha iyi dağılımı, ekonominin daha sağlıklı hale gelmesini kolaylaştırmaktadır (Pazarlıoğlu ve Gülay: 2007).

Tablo 3: Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları

YATIRIM / YILLAR	2005	2006	2007	2008	2009
PORTFÖY YATIRIMLARI (NET)	13437	7373	717	-5046	198
VARLIKLAR	-1233	-4029	-2063	-1276	-2740
YÜKÜMLÜLÜKLER	14670	11402	2780	-3770	2938

Yukarıdaki tablo incelendiğinde, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları, 2005 yılında net 13437 milyon ABD \$ iken, bu oran krizin yaşandığı ve yakından hissedildiği 2008 yılında -5046 milyon ABD \$ olarak görülmüş, yani ülkeden net 5046 milyon ABD \$'ı çıkış yaşamıştır. Türkiye portföy yatırımları açısından değerlendirildiğinde, yabancı yatırımcıların yoğunluğu göze çarpmakta ve yine görüldüğü gibi kriz sonrasında net portföy çıkışlarında yüksek miktarlarda bir çıkış gözlenmektedir. Bu durum aşağıda grafik 5'te de izlenebilir.

Grafik 5: Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları



Kaynak: www.tcmb.gov.tr/odemeler dengesi istatistikleri

3. Sonuç

Görüldüğü gibi, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kriz dönemlerinde hem doğrudan yabancı yatırımlarda hem de portföy yatırımlarında aşırı bir düşüş gözlenmiştir. Bu durum ülke ekonomisi açısından makro ekonomik hedeflere ulaşmada yavaşlamalara neden olmuştur, olacaktır. Dünya ekonomisi açısından kriz sonrası ekonominin durumu incelendiğinde yine görülecektir ki, 2007 yılı son çeyreği ile 2008 son çeyreği ile 2009 yılı ilk çeyreği kıyaslandığında krizin etkisi görülecektir. 2007 yılı son çeyreğinde yaklaşık 600 milyar ABD \$'ı bir yabancı sermaye yatırımı olmuştur. Bu durum 2008 yılında ise, 220 milyar ABD \$'ına kadar düşmüştür.

İlk çeyrekler kıyaslandığında ise 2007 yılı ilk çeyreğinde yabancı sermaye yatırımları, 300 milyar ABD \$'ı iken bu oran henüz krizin görülmediği 2008 yılı ilk çeyreğinde, 400 milyar ABD \$'ına kadar çıkmış ancak, bu oran krizin etkisiyle 2009 yılı ilk çeyreğinde 200 milyar ABD \$'ına kadar gerilemiştir.

Grafik ve tablolara dikkatli bakıldığında, 2007 yılı son çeyreğinden itibaren aslında dünya ekonomisinde bir düşüşün başladığı görülecektir. Krizin etkilerinin verilere bakılarak, gerçekte 2008 yılının son çeyreğinde değil, ilk çeyreğinden itibaren başladığı söylenebilir. Kriz dünya ekonomisinde de yaklaşık %50 civarında bir gerilemeye yol açmıştır.

Kaynakça

- Açıkalm, S., ve S. Ünal. (2008), Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları, Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi, Bursa Ekin Basım, Yayın, Dağıtım
- Alagöz, M., Erdoğan, S. Ve T. Nurgül. (2008), ”Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Deneyimi 1992-2007”, Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7(1), 79-89
- Arıkan, D.(2006), Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Mayıs, Arıkan Yayınları
- Basu, A.K, Chau, N. (2007), “A Risk- Based Rationale For Two-Way Capital Flows: Why Do Capital Flights And; Inward Foreign Direct Investment Co-Exist?”, International Review of Economics And Finance, Vol:16, 37-59
- Durusoy, S. (2009), “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, www.dtm.gov.tr/dtmadmin
- Emir, M. ve Semra B.(2009), “Uluslararası Sermaye Akımları ve Risk İlişkisi”, Mufad, Sayı:41, 53-62
- İnandım, Ş. (2005), ” Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi:Türkiye Örneği”, Uzamanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü
- İşeri M., Aktaş Z. (2005), “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)”, *Yaklaşım*, 151, 371-385
- Kaminsky, G. (2005), “International Capital Flows, Financial Stability And Growth”, DESA Working Paper, No:10
- Kar, M. ve M. A. Kara. (2003), “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, Dış Ticaret Dergisi, Sayı 29, Temmuz, ss. 46-80.
- Kaymakçı, O. (2007), Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Şubat, İstanbul
- Korkmaz, T., A, Ceylan. (2007), Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Gözden Geçirilmiş 4. Baskı Ekin Kitabevi
- Krebs, T. (2005), “Fundamentals Information, And International Capital Flows: A Welfare Analysis”, European Economic Review, Vol:49, 579-598
- Kula, F. (2003), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, C.U. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 4, Sayı :2
- Lothian, J. (2006), “Institutions, Capital FlowsAnd Financial Integration”, Journal of International Money And Finance, Vol:25, 358-369
- Neumann, R. (2006), “The Effect of Capital Controls on International Capital Flows in The Presence of Asymmetric Information”, Journal of International Money And Finance, Vol:25, 1010-1027

- Ormanoğlu, B. (2004), Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Uyuşmazlıkların Çözümünde Uluslararası Tahkim, Devlet Bütçe Uzmanlığı araştırma Raporu, Maliye Bakanlığı, Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Ankara
- Öztekin, D. Ve F, Erataş. (2009), “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması”, Anadolu İnternational Conference in Economics, Eskişehir/Türkiye.
- Pal, P. (2006), Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India, Annual Conference on Development and Change Mission,
- Pazarlıoğlu, M.V., E, Gülay. (2007), “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki:Türkiye Örneği-1992:I-2005:IV”, 8.Türkiye Ekonomi ve İstatistik Kongresi, İnönü Üniversitesi/Malatya
- Yalçiner, K. (2009), Uluslararası Finansman, Ankara , Gazi Kitabevi
- Yükseler, Z. (2005), Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş/Yatırım Ortam İlişkisi, T.C. Merkez Bankası

www.unctad.org

www.hazine.gov.tr

www.tcmb.gov.tr/odemeler dengesi istatistikleri