

**FINANSAL SERBESTLEŞME VE ULUSLARARASI
PORTFÖY YATIRIMLARI**

Dr. Ufuk BAŞOĞLU *

ÖZET

Bretton Woods Sisteminin çöküşünden beri artan küresel sermaye hareketlerine, özellikle gelişmekte olan ülkelerde giderek artan sıklıklarda yaşanan finansal krizler eşlik etmektedir. Finansal serbestleşme, faiz oranlarındaki farklılıklar ve nominal döviz kurlarındaki istikrar, sermaye akımlarını ülkeye çeken ana etmenlerdir. Öte yandan, finansal akımlar, 1990'larda daha çok portföy hareketleri olarak değerlendirilebilir Burada asıl amacımız, gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımlarının oluşturduğu makro ekonomik dengesizlikler üzerinde durmaktır.

Anahtar Kelimeler: Finansal serbestleşme, portföy yatırımları, uluslararası dolaylı yatırım, gelişmekte olan ülkeler.

**FINANCIAL LIBERALISATION AND INTERNATIONAL
PORTFOLIO INVESTMENTS**

ABSTRACT

Since the collapse of the Bretton Woods System increased global capital mobility has been accompanying with an increased frequency of financial crisis especially in developing countries. Financial liberalisation, interest rate differentials and nominal exchange rate stability are the main factors attracting capital inflows. On the other hand, the nature of financial flows are mainly characterized by portfolio flows during 1990's. The main purpose is to state the macro economic imbalances creating by the portfolio investment in developing countries.

Key Words: Financial liberalisation, portfolio investment, international indirect investment, developing countries.

* Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü

Dünya ekonomisinde özellikle 1990'lı yılların başından itibaren ulusal sermaye piyasalarının hızla liberalleşerek uluslararasılaşması süreciyle birlikte mal ve hizmetlerin yanında sermaye faktörünün de global anlamda hareketi gündeme gelmiştir. 1970'li yıllardan beri öncelikle ABD ve İngiltere'de başlayan ulusal finans piyasalarındaki kontrol ve sınırlandırmaların kaldırılması süreci, ardından birçok gelişmekte olan ülkede uygulanan istikrar ve yapısal uyum programlarına bağlı olarak hız kazanmıştır. Söz konusu sürecin ayırt edici özelliği uluslararası özel sermaye akımlarındaki artış olarak karşımıza çıkmaktadır.

1970'li yıllarda uluslararası sermaye piyasalarında en büyük paya sahip olan ticari banka kredileri, 1990'lı yıllara gelindiğinde yerini tahvil ve hisse senetlerine yönelik portföy yatırımlarına bırakmıştır. Uluslararası sermaye piyasalarında portföy yatırımlarının payının artması dünya ekonomisinin işleyiş sürecinde iktisadi krizlerin dinamiklerini de değiştirmiştir. 1990'lı yıllarda Meksika, Türkiye, Brezilya ve Doğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin "finansal" içeriğe sahip olması, genel olarak uluslararası sermaye akımlarının, özel olarak da portföy yatırımlarının etkilerinin tartışılmasına yol açmıştır.

Bu çalışmada, öncelikle uluslararası portföy yatırımlarının nedenleri incelenerek sözkonusu yatırımların uluslararası sermaye hareketleri içerisindeki payı ortaya konulacaktır. Ardından, portföy yatırımlarının özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinden hareketle ulusal iktisat politikası uygulamalarında yaratmış olduğu sorunlara değinilecektir.

1. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Nedenleri

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancıyla faiz ve dividant geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi,

tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarını ifade eder.¹ Burada portföy yatırımcısının farklı faaliyet alanlarını ve ülkeleri, faiz, dividend ve riskler açısından değerlendirdikten sonra tasarruflarını optimum bir dağıtımına tabi tutacağı varsayılmaktadır.

Söz konusu yaklaşım, uluslararası sermaye akımları analizlerine modern portföy teorisinin ilkelerinin uygulanmasına dayanmaktadır. Bunlardan en önemlisi, farklı ülkelerdeki sermaye getiri oranlarının ortalama olarak eşitlenmesidir. Servet sahipleri farklı ülkelerdeki aktif kazançları daha yüksek olduğu zaman portföylerini uluslararası olarak farklılaştırıp refah düzeylerini artırabilmektedirler.²

Finansal sektörü dışı açılan bir ekonomide o ülkenin finansal araçlarından elde edilen gelirin diğer ülkenin finansal araçlarından sağlanacak getiri, reel kur ayarlaması, beklenen enflasyon oranı ve risk faktörü toplamına eşit olduğu zaman iç ve dış faiz arbitrajı yapabileceği ortaya çıkmaktadır.³

$$\dot{I}_d = i_f + r_f + Ap_t + R$$

\dot{I}_d : Söz konusu ülkenin finansal araç geliri

i_f : Diğer ülkelerin finansal araç geliri

r_f : Reel kur ayarlaması

Ap_t : Beklenen enflasyon oranı

R : Risk faktörü

Yukarıdaki eşitliğin bozulması halinde ulusal iktisat politikası uygulayıcıları, ulusal faiz oranları ve döviz kurunu kullanmak suretiyle ülkeye sermaye hareketleri aracılığıyla kaynak giriş ve çıkışı sağlayabilmektedirler. Bu tarz bir politika uygulanabilmesi ise, finansal piyasaların serbestleştirilmesini gerektirmektedir.

¹ İMKB. (1994), Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye. İstanbul, Araştırma Yayın No: 3, s. 18.

² Nurdan Aslan. (1995), Uluslararası Özel Sermaye Akımları. İstanbul, Evrim Yayınları, s.51

³ Gazi Erçel. (1990) "Türkiye'de İç ve Dış Faiz İlişkilerindeki Gelişmeler". Maliye Yazıları. Sayı: 22, Ocak-Şubat, ss. 14-15.

Gelişmekte olan ülkelerde özellikle 1980 li yılların ilk yarısından itibaren uygulanan finansal serbestleşme programlarının temelinde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerinde etkisi olduğu yaklaşımı yatmaktadır. Buna göre, finansal serbestleşmeyle faizlerin artması sonucu tasarruflar üretken olmayan aktiflerden bankacılık sektörüne yönelecek, bu fonların verimli yatırımlarda kullanılmasıyla hızlı ekonomik büyüme sağlanacaktır. Finansal serbestleşme dahilinde reel mevduat ve kredi faiz oranları serbest bırakılacak, yeni finansal kurum ve araçlar oluşturulacaktır. Ödemeler bilançosunun sermaye hesabının libere edilmesi ise finansal serbestleşmenin uluslararası ayağı oluşturacaktır.⁴ Nitekim finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan ampirik çalışmalarda gerek banka gerek hisse senedi piyasalarının genişlemesinin reel iktisadi büyümeye katkıda bulunduğu ortaya konulmuştur.⁵

Bu çerçevede iç ve dış borç baskısı altında olan birçok gelişmekte olan ülke, finansman ihtiyaçlarını ticaret ve kambiyo rejimlerini serbestleştirerek uluslararası sermaye piyasalarından sağlamaya başlamışlardır. Söz konusu ülkelerde reel faizlerin yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması kısa vadeli sermaye hareketlerinin ilgili ülkelere doğru yönelmesine yol açmıştır.⁶

Gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı finansal serbestleşme programlarının etkisiyle söz konusu ülkelere yönelen kısa vadeli sermayenin artmasında gelişmiş ülkelerde izlenen gevşek para politikaları ve bunun sonucunda uluslararası faiz oranlarının düşmesi gösterilmektedir.⁷ Yine, gelişmiş ülkelerde geleneksel üretim yöntemlerini kullanarak kitle tüketimine giden malları üretmenin

⁴ Oğuz Esen. (1998), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", iktisat, İşletme ve Finans. Sayı: 145, Nisan, ss.24-26.

⁵ R. King and R. Levine. (1993), 'Finance Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence', Journal of Monetary Economics. 108 (3), p. 522.

⁶ Robert A. Blecker. (1998), 'International Capital Mobility, Macroeconomic Imbalances and the Risk of Global Contraction', CEPA Working Paper Series No: 5, June, pp. 13-15

⁷ G. A. Calvo, L. Leiderman, C. M. Reinhart, (1993), 'Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors', IMF Staff Papers. 40 (1), p. 108

artık kârlı olmaktan çıkması ve reel ekonomiden kaçan sermayenin yatırım fonları şeklinde getirişi yüksek-riski düşük faaliyet alanlarına yönelmesi de finansal hareketleri hızlandıran bir faktör olmuştur.⁸

Bu çerçevede uluslararası portföy yatırımlarındaki artışın nedenleri olarak, gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesi itici faktör, gelişmekte olan ülkelere uygulanan finansal serbestleşme programları ise çekici faktör şeklinde gösterilebilmektedir. Kuşkusuz bu gelişmeleri dünya ölçeğinde uygulanan deregülasyon faaliyetlerinden soyutlamak mümkün değildir.

2. Portföy Yatırımlarının Uluslararası Sermaye Hareketleri İçindeki Yeri

1980'li yılların başında yaşanan borç krizinden sonra, 1990'lı yılların başından itibaren tüm uluslararası finansal göstergeler özellikle gelişmekte olan ülkelere artan oranlarda bir fon akışının başladığını göstermektedir. Bu arada, Euro piyasalarda, finansal serbestleşme ve menkul kıymetlerin daha yoğun kullanılmaya başlanması sonucunda kurumsal yatırımcıların giderek daha fazla portföy yatırımlarına yöneldiği gözlenebilir. Bu da, bankalardan sağlanan finansmandan süreç içerisinde uzaklaşmasını beraberinde getirmiştir.⁹ Bir diğer deyişle, dönemin en belirgin dinamiği, 1970'li yılların aksine, uluslararası sermaye hareketleri içinde ticari banka kredilerinin payının azalmasıdır. Bu çerçevede artan doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımları ticari bankalardan banka dışı aktörlere kaymıştır.¹⁰

1970'li yılların başında yaşanan Petrol Kriziyle 1982 yılında yaşanan Borç Krizine kadar geçen sürede gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımları 165 milyar dolar, bir diğer deyişle sözkonusu ülkelerin toplam GSYH larının % 1 i

⁸ Uğur Eser. (1995), 'Küreselleşme: Tehdit mi Yoksa Fırsat mı ?' **Ekonomik Yaklaşım**. Cilt 6, Yaz, s. 13

⁹ İlker Parasız. (1997), **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**. VI. Baskı. Bursa, Ezgi Yayınları, s. 545.

¹⁰ Stijin Claessens and S. Gooptu. (1994), "Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing in?" **Finans and Development**. September, p.63

olarak gerçekleşmiştir. Aynı rakamlar, 1990 - 1996 periyodu için 1.04 trilyon dolar, bir diğer deyişle, ilgili ülkelerin toplam GSYH larının % 3 dür. "

TABLO 1: Net Sermaye Akımları (Milyar \$)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999(*)
Net Özel Sermaye Akımları	160.5	192.0	240.8	173.7	122.0	196.4
Net Doğrudan Yatırım	84.3	96.0	114.9	138.2	119.6	119.7
Net Portföy Yatırımları	87.8	23.5	49.7	42.9	18.0	34.4
Gelişen Ülkeler						
Net Özel Sermaye Akımları	136.6	156.1	207.9	154.7	99.5	168.6
Net Doğrudan Yatırım	75.4	84.3	105.0	119.4	99.1	99.1
Net Portföy Yatırımları	85.0	20.6	42.9	40.6	19.4	32.2
Asya ülkeleri						
Net Özel Sermaye Akımları	63.1	91.8	102.2	38.5	15	58.8
Net Doğrudan Yatırım	43.4	49.7	58.5	55.4	40.6	43.7
Net Portföy Yatırımları	11.3	10.8	10.2	-2.2	-7.0	5.3

Kaynak: Finance and Development, (1998), "The Asian Crisis", s. 19'dan tarafımızca düzenlenmiştir.

(*) Tahmin

Net sermaye akımlarının son beş yıllık bileşimine bakıldığında (Tablo 1) gelişmekte olan ülkelerin gerek doğrudan yatırım gerekse portföy yatırımlarından artan bir biçimde pay aldıkları görülmektedir. Öte yandan, 1997 yılında yaşanan Asya Krizinin ardından sözkonusu ülkelere yönelik portföy yatırımlarında bir azalışın gerçekleştiği, bir diğer deyişle, portföy yatırımlarına yönelik özel yabancı sermayenin yurtdışına çıktığı tespit edilebilir.

¹¹ D.J.Matthieson, A.Richards and Sanil Sharma. (1998), "Financial Crisis in Emerging Markets". Finance and Development. December, p.28.

TABLO 2: GOÜ'lere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyar \$)

	1989	1990	1991	1992	1993	1989-1998
Tahvil, Ticari Kâğıt, Mevduat Sertifikası	4.0	5.5	12.7	23.7	42.6	88.5
Hisse Senedi	3.5	3.8	7.6	13.0	13.2	41.1
Yeni Ülke Fonları	2.2	2.9	1.2	1.3	2.7	10.3
ADR'sveGDR's	0.0	0.1	4.9	5.9	7.3	18.2
Doğrudan Yabancılar Arz	1.3	0.8	1.5	5.8	3.2	12.6

Kaynak: Oğuz Esen, "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", Ekonomik Yaklaşım. Cilt 9, Sonbahar 1998 s.19

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının bileşimine bakıldığında tahvil ve hisse senedi yatırımlarında büyük artışlar görülmektedir. Bu ise yatırımların önemli ölçüde ulusal sermaye piyasalarına yapıldığını göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kamu finansmanında yaşadığı sıkıntılar tahvillere yönelik portföy yatırımlarında artışlar sağlarken ilgili ülkelerde özelleştirme çalışmalarının hız kazanması ve sermaye piyasalarının getiri oranlarının yüksekliği portföy yatırımları içerisinde hisse senetlerini ön plana çıkarmıştır. Bu konuda gelişen piyasaların performans yüzdeleri ile ilgili olarak Tablo 3 daha iyi bir fikir verebilir.

TABLO 3:Gelişen Piyasaların Performans Yüzdeleri (Dolar Bazında)

ÜLKE	1993
Polonya	717.9
Türkiye	213.7
Filipinler	133.2
Zimbabve	122.3
Endonezya	109.1
Malezya	99.3
Tayland	97.0
Brezilya	91.3
Tayvan	86.9
Arjantin	67.3

Kaynak: İMKB, (1994), **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**. İstanbul, Araştırma Yayın No: 3, s.93

TABLO 2: GOÜ'lere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyar \$)

	1989	1990	1991	1992	1993	1989-1998
Tahvil, Ticari Kâğıt, Mevduat Sertifikası	4.0	5.5	12.7	23.7	42.6	88.5
Hisse Senedi	3.5	3.8	7.6	13.0	13.2	41.1
Yeni Ülke Fonları	2.2	2.9	1.2	1.3	2.7	10.3
ADR's ve GDR's	0.0	0.1	4.9	5.9	7.3	18.2
Doğrudan Yabancılara Arz	1.3	0.8	1.5	5.8	3.2	12.6

Kaynak: Oğuz Esen, "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", Ekonomik Yaklaşım. Cilt 9, Sonbahar 1998 s. 19

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının bileşimine bakıldığında tahvil ve hisse senedi yatırımlarında büyük artışlar görülmektedir. Bu ise yatırımların önemli ölçüde ulusal sermaye piyasalarına yapıldığını göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kamu finansmanında yaşadığı sıkıntılar tahvillere yönelik portföy yatırımlarında artışlar sağlarken ilgili ülkelerde özelleştirme çalışmalarının hız kazanması ve sermaye piyasalarının getiri oranlarının yüksekliği portföy yatırımları içerisinde hisse senetlerini ön plana çıkarmıştır. Bu konuda gelişen piyasaların performans yüzdeleri ile ilgili olarak Tablo 3 daha iyi bir fikir verebilir.

TABLO 3:Gelişen Piyasaların Performans Yüzdeleri (Dolar Bazında)

ÜLKE	1993
Polonya	717.9
Türkiye	213.7
Filipinler	133.2
Zimbabve	122.3
Endonezya	109.1
Malezya	99.3
Tayland	97.0
Brezilya	91.3
Tayvan	86.9
Arjantin	67.3

Kaynak: İMKB, (1994), **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**. İstanbul, Araştırma Yayın No: 3, s.93

Portföy yatırımlarının kaynakları bu tarz sermaye hareketlerinin sürekliliği açısından önem taşımaktadır. Portföy yatırımları ev sahibi ülke borsasında alımlar, ADR's ve GDR's gibi yatırım mevduatları aracılığıyla ülke fonlarına yatırım yaparak ya da doğrudan yabancılara arz biçiminde olabilir. Bu haliyle gelişmekte olan ülkeler açısından, uzun dönemli ve yüksek getirili yatırımlara yönelmeleri nedeniyle kurumsal yatırımcılar az riskli, kısa vadeli getiri beklentileri ile hareket eden özel yabancı yatırımcılar ve ülke fonları ise daha risklidirler. Tablo 2'den hareketle özellikle 1990'lı yıllarda portföy yatırımlarının tahvil ve hazine bonosuna yönelik kısa vadeli getiri beklentisi içindeki spekülasyon kaynaklarından yönlendirildiğini söylemek mümkündür.¹²

3. Portföy Yatırımlarının Makro Ekonomik Etkileri

Finansal serbestleşme sonucunda artan uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin ulusal tasarruf açıklarını kapatma, ödemeler dengesine katkıda bulunma ve yurtiçinde kaynak dağılımını olumlu etkileme gibi yararlarından söz edilmektedir. Nitekim birçok gelişmekte olan ülkenin ulusal mali piyasalarında yapmış oldukları düzenlemelere ülkeye yabancı sermayeyi çekebilmek ve ulusal tasarruf açıklarını kapatmak amacıyla gittikleri görülmektedir.

Portföy akımlarında görülen hızlı artışlar, özellikle birçok gelişmekte olan ülke için son on yıllık borç krizinden sonra uluslararası finansal piyasalara geri dönüşün bir göstergesidir.¹³ Bu tür sermaye girişleri uluslararası yatırımcıların uygulanan politikalara duydukları güvenin ve desteğin bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Bunun yanında gelişmekte olan ülkeler doğrudan yatırım, ticari kredi vb. sermaye akımlarının aksine, yurtiçi tasarruf açıklarını portföy hareketleriyle kapama şansına sahip olmaktadır.¹⁴ Yine borçlanmanın getireceği faiz yükünün üstlenilemeyecek

¹² Reisen, H., (1993), "Financial Opening and Capital Flows" . Cepal Review No:51, den akt. ESEN (Sonbahar 1998), s. 19

¹³ Aslan, s.45.

¹⁴ Oğuz Esen.(Sonbahar 1998), s. 62.

seviyelere ulaşması nedeniyle, portföy yatırımlarıyla sağlanan fonlar, ödemeler dengesine katkı yapmaktadır.¹⁵

Portföy akımlardaki hızlı artışlar, beraberinde birçok sorunu gündeme getirmektedir. Sözkonusu akımların makro ekonomik istikrara ve büyümeye katkı sağlayıp sağlamadığı ve ulusal iktisat politikaları üzerindeki etkileri çerçevesinde portföy akımlarının yaratmış olduğu sorunlar ele alınmaktadır.

Finansal serbestleşme sonucunda artan portföy hareketlerinin ulusal tasarrufları artırma ve kaynak tahsislerini iyileştirme yoluyla makro ekonomik istikrara ve büyümeye katkı sağlayıp sağlamadığı konusu tartışmalıdır. Ticaretin serbestleştirilmesi ve finans sektörünün büyümesinin, kendi işleyişine bırakılan piyasalarda kaynak tahsisini bozan, büyümeyi yavaşlatan ve gelir dağılımını daha eşitsiz hale getiren sonuçlara yol açtığı görülmektedir.¹⁶

Yüksek enflasyon ve bütçe açığının hüküm sürdüğü ekonomilerde, sermayenin dışarıdan gelebilmesi için ulusal faizin en az dış reel faiz + risk primi ve devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde olması gerekir. Bu durumda, yüksek reel faizler ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunda dış ticarete konu olan mallarda nispi fiyat yapısı olumsuz etkilenecek dış ticaret dengesi bozulmaktadır. Bu koşullarda faiz ve kur politikaları geleneksel işlevlerini yitirmekte ve sermaye hareketlerine tabi hale gelmektedirler.¹⁷

Faizlerin reel ölçülerde yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması ekonominin rekabet gücünü zayıflattığından, bu gücü tekrar geri kazanmanın tek seçeneği ücretleri düşürmek olmaktadır. Yüksek faizlerin yatırımları caydırdığı bir durumda, ekonominin krize sürüklenmemesi, ancak ücretlerin baskı altında tutulmasıyla mümkün olmakta; bu ise gelirin zaten eşitsiz dağıldığı bir ülkede, ulusal gelir bölüşümünün emeğiyle geçinenler aleyhine bozulmasıyla sonuçlanmaktadır.¹⁸

¹⁵ İMKB, s.58.

¹⁶ Eser, s. 14.

¹⁷ Korkut Boratav, (1993), "External Financial Liberalisation in Developing Countries: Some Adverse Consequences". METU Studies in Development. 20(1-2), s.37.

¹⁸ Eser, s.16.

Ulusal faiz oranı ve döviz kurunun sermaye hareketlerine teslim olması sonucunda ulusal iktisat politikalarının iktisadi ve sosyal amaçlar dahilinde kullanılabilmesi de mümkün olmamaktadır. Aşırı değerlendirilmiş ulusal para politikası ile cari açıklarının büyümesi sürecine girilirken, faiz oranlarının yüksekliği sonucunda kamu açığını kapatmanın maliyeti yükselmekte, bu ise yatırım ve üretimi azaltarak ekonominin reel üretim ekonomisinden finansal işlemlerin ağırlıklı olduğu bir yapıya evrilmesine yol açmaktadır. Bu haliyle ulusal iktisat politikaları yüksek faiz-düşük kur ikilemine teslim edilmektedir.¹⁹

Öte yandan piyasa mekanizmasının tam olarak işlemediği ülkelerde uygulanan liberalizasyon programları; özelleştirme faaliyetleri, gelişmemiş finansal alt yapı, hukuksal sınırlamalar, piyasa kültürünün oluşmaması gibi çeşitli sınırlamalar ile de karşı karşıya bulunmaktadır. Bu sınırlamaların sermaye akımlarında görülen süreklilik farklılıklarına da etkide bulunduğu gözardı edilmemelidir.²⁰

Değınilen çerçevede ulusal finans piyasalarının kontrolsüz bir biçimde serbestleşmesinin makro ekonomik istikrar ve büyümeyi sağlayıp sağlamadığı tartışmaları bir yana, ulusal iktisat politikalarını sadece sermaye akımlarını kontrol eden bir kimliğe büründürerek ülkenin üretim ve istihdam kapasitesini artırıcı ve refaha yönelik uygulamalardan alıkoymaktadır.

EPILOG

Dünya ekonomisinin işleyişinde mal ve hizmetlerin yamsıra sermaye hareketlerinin de serbestleşmesi ulusal mali piyasaları birbirine bağlarken sözkonusu piyasalarda tahvil ve hisse senetlerine yönelik portföy yatırımlarının hacminde ciddi artışlar gerçekleşmiştir. Buna bağlı olarak finansal serbestleşirle sonucunda artan

¹⁹ Korkut Boratav. (1994) "İktisadi Kriz ve Değışim Dinamikleri", İktisat Dergisi. Sayı: 351. Ağustos, ss. 17-18

²⁰ Aslan, s. 13

uluslararası portföy yatırımlarının, ulusal iktisat politikaları üzerindeki etkilerinin özellikle yaşanan finansal krizler sonrasında ele alındığı görülmektedir.

Uluslararası portföy yatırımları ulusal faiz ve döviz kuru üzerindeki etkileri kalıcı bir makro ekonomik istikrarın sağlanmadığı ve fiyat mekanizmasının iyi işlemediği ekonomilerde büyüme, üretim ve istihdama yönelik iktisat politikalarını sınırlayıcı bir şekilde karşımıza çıkmaktadır. Öte yandan istikrarlı bir makro ekonomik ortam ve kalıcı bir iktisadi büyüme gerek doğrudan yatırım gerekse portföy yatırımlarının uzun vadeli olarak ulusal ekonomiye gelmesi için gerekli olmaktadır. Bu çerçevede ulusal ekonomilerin kontrolsüz bir finansal serbestleşmeye gitmeden önce mutlaka makro ekonomik istikrarı ve kalıcı büyümeyi gerçekleştirmeleri gerektiğini söylemek mümkündür.

KAYNAKLAR

- Aslan, Nurdan. (1995), **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul, Evrim Yayınları.
- Blecker, Robert A. (1998), "International Capital Mobility, Macroeconomic Imbalances and the Risk of Global Contraction", **CEPA Working Paper Series**, No: 5, June.
- Boratav, Korkut. (1993). "External Financial Liberalisation in Developing Countries: Some Adverse Consequences", **METU Studies in Development**, 20(1-2).
- Boratav, Korkut. (1994), "İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri", **İktisat Dergisi**, Sayı: 351. Ağustos.
- G. A. Calvo, L. Leiderman, C. M. Reinhart, (1993), "Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", **IMF Staff Papers**, 40(1).
- Stijin Claessense and S. Gooptu. (1994), "Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing in?" **Finance and Development**, September.
- Erçel, Gazi. (1990), "Türkiye'de İç ve Dış Faiz İlişkilerindeki Gelişmeler". **Maliye Yazıları**, Sayı: 22, Ocak-Şubat.
- Esen, Oğuz. (1998), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım",. **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı: 145, Nisan.

- Esen, Oğuz. (1998), "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 9, Sonbahar.
- Eser, Uğur. (1995), 'Küreselleşme: Tehdit mi Yoksa Fırsat mı?', **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 6.
- Finance and Development, (1998),"The Asian Crisis". June.
- İMKB. (1994), **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, Araştırma Yayın No: 3.
- R. King and R. Levine. (1993), "Finance Enterpreneurs and Growth: Theory and Evidence", **Journal of Monetary Economics**, 108 (3).
- Masood, Ahmed and Sudarshan, Gooptu. (1993), "Portfolio Investment Flows to Developing Countries" **Finance and Development**, March.
- DJ.Matthieson, A.Richards and Sanil Sharma. "Financial Crisis in Emerging Markets". **Finance and Development**, December.
- İlker Parasız. (1997), **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, VI. Baskı. Bursa, Ezgi Yayınları.