

**SERMAYE AKIMLARININ YÖNETİMİ:  
TÜRKİYE'YE İLİŞKİN BİR DEĞERLENDİRME**

Didem BABAÖĞLU

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Piyasalar Genel Müdürlüğü  
Ankara, Kasım 2005

**SERMAYE AKIMLARININ YÖNETİMİ:  
TÜRKİYE'YE İLİŞKİN BİR DEĞERLENDİRME**

Didem BABAÖĞLU

Danışman  
Yrd. Doç. Dr. Selin SAYEK BÖKE

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Piyasalar Genel Müdürlüğü  
Ankara, Kasım 2005

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
İÇİNDEKİLER .....	i
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ .....	v
ŞEKİL LİSTESİ .....	vi
KISALTMA LİSTESİ.....	vii
SEMBOL LİSTESİ.....	viii
EK LİSTESİ.....	ix
ÖZET .....	x
ABSTRACT.....	xii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

<b>ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARINDA YAKIN DÖNEM GELİŞMELERİ</b> .....	3
1.1. Uluslararası Sermaye Akımlarında Yakın Dönem Gelişmeleri .....	3

### İKİNCİ BÖLÜM

<b>SERMAYE HESABININ SERBESTLEŞTİRİLMESİNİN FAYDA VE MALİYET ANALİZİ</b> .....	8
2.1. Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesinin Potansiyel Faydaları .....	8
2.1.1. Tüketim Dalgalanmalarının Giderilmesi .....	9
2.1.2. Yurtiçi Yatırımlar ve Büyüme.....	10
2.1.3. Yurtiçi Yatırımlar ve Büyüme – Ampirik Çalışmalar.....	12
2.1.4. Farklı Sermaye Türlerinin Ekonomi Üzerindeki Olumlu ve Olumsuz Etkileri .....	14
2.1.5. Artan Makroekonomik Disiplin.....	15
2.1.6. Finansal Sistem Etkinliğindeki ve Finansal İstikrardaki İyileşme.....	16
2.2. Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesinin Potansiyel Maliyetleri.....	17
2.2.1. Sermaye Hesabının Etkin Olmayan Yurtiçi Dağılımı .....	18
2.2.2. Makroekonomik İstikrar Kaybı.....	18

2.2.3. Sürü Psikolojisi, Bulaşıcılık ve Sermaye Akımlarının Oynaklığı.....	23
2.2.4. Yabancı Banka Girişlerinin Yarattığı Riskler .....	25

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE GERÇEKLEŞTİRİLEN SERMAYE AKIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER .....</b>	<b>27</b>
3.1. Çekme Faktörleri.....	28
3.2. İtme Faktörleri .....	30

### DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>SERMAYE AKIMLARININ OLASI MAKROEKONOMİK ETKİLERİ VE SERMAYE AKIMLARI KARŞISINDA UYGULANACAK POLİTİKALAR .....</b>	<b>32</b>
4.1. Farklı Akımlara Karşı Farklı Politikalar .....	36
4.1.1. Sermaye Akımlarının Potansiyel Arzdaki Değişimlerden Kaynaklanması .....	38
4.1.2. Sermaye Akımlarının Aşırı Talepten Kaynaklanması .....	41
4.1.3. Sermaye Akımlarının Dış Etkenlerden Kaynaklanması.....	42
4.1.4. Tutarlı Olmayan Makroekonomik Politikalar İzleyen Ekonomilerde Durum (Spekülatif Akımlar).....	43
4.2. Finansal Göstergelerdeki Gelişmelerin Sermaye Akımlarının Nedenlerine Işık Tutması .....	44
4.3. Sermaye Akımları Karşısında Uygulanacak Politikalar .....	47
4.3.1. Daha Esnek Döviz Kuru Sistemleri .....	47
4.3.2. Sterilizasyon.....	53
4.3.2.1. Sterilizasyon Teknikleri.....	59
4.3.2.2. Açık Piyasa İşlemleri .....	59
4.3.2.3. Reeskont Politikası.....	62
4.3.2.4. Zorunlu Karşılıklar .....	63
4.3.2.5. Döviz Swap'ı .....	64
4.3.2.6. Vadeli Döviz Kuru Piyasasında Müdahale.....	65
4.3.3. Maliye Politikası .....	66
4.3.4. Sermaye Kontrolleri .....	68
4.3.4.1. Şili'de Sermaye Kontrolleri.....	71
4.3.4.2. Malezya'da Sermaye Kontrolleri .....	74
4.4. Sermaye Kaçışları Karşısında Sıkı Para Politikası.....	76

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

<b>TÜRKİYE’DE SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ</b> .....	78
5.1. Türkiye’de Sermaye Akımlarının Gelişimi .....	78
5.2. Sermaye Akımlarının Türkiye İçin Önemi.....	88

## **ALTINCI BÖLÜM**

<b>TÜRKİYE’DE SERMAYE AKIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLERİN VE AKIMLARIN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ</b> .....	90
6.1. Türkiye’de Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler .....	90
6.2. Sermaye Akımlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri.....	103
6.2.1. Etki-Tepki Analizi.....	105

## **YEDİNCİ BÖLÜM**

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER</b> .....	114
<b>KAYNAKÇA</b> .....	118
<b>EKLER</b> .....	126

## TABLO LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Tablo 1.1. Ödemeler Dengesi Gelişmeleri.....	6
Tablo 1.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Reel Büyüme Oranları .....	7
Tablo 4.1. Sermaye Akımlarının Yönetiminde Kullanılan Enstrümanların Etkinliği.....	43
Tablo 4.2. Finansal Göstergelerdeki Gelişmelerin Sermaye Girişlerinin Nedenlerine İlişkin İştik Tutması.....	45
Tablo 4.3. Sterilizasyon Maliyeti.....	58
Tablo 4.4. Türkiye’de Sterilizasyon Maliyeti.....	59
Tablo 5.1. Türkiye’de Sermaye ve Finans Hesaplarının Gelişimi.....	82
Tablo 5.2. Çeşitli Ülkelerde Sermaye Akımları / M2 Oranı.....	89
Tablo 6.1. Veri Seti.....	93
Tablo 6.2. Genişletilmiş Dickey – Fuller Birim Kök Testi Sonuçları.....	94
Tablo 6.3. Toplam Sermaye, SEK Sonuçları (1).....	95
Tablo 6.4. Toplam Sermaye, SEK Sonuçları (2).....	96
Tablo 6.5. Toplam Sermaye, SEK Sonuçları (3).....	99
Tablo 6.6. Portföy Yatırımları, SEK Sonuçları .....	99
Tablo 6.7. Doğrudan Yabancı Yatırımlar, SEK Sonuçları .....	100
Tablo 6.8. Diğer Yatırımlar, SEK Sonuçları .....	101
Tablo 6.9. VAR Modeli Değişkenleri.....	104
Tablo 6.10. Genişletilmiş Dickey – Fuller Birim Kök Testi Sonuçları .....	105
Tablo 6.11. Eşbütünleme Test Sonuçları.....	105

## GRAFİK LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Grafik 1.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Gerçekleştirilen Özel Sermaye Akımları.....	3
Grafik 1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	4
Grafik 1.3. Portföy Yatırımları.....	5
Grafik 4.1. Merkez Bankası Net Dış Varlıkları / M2 Para Arzı.....	56
Grafik 5.1. Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Göstergeler.....	79
Grafik 5.2. Yurtdışı Yerleşiklerce Türkiye'ye Giriş Yapan Sermayenin Dağılımı.....	80
Grafik 5.3. Farklı Sermaye Türlerinin Toplam Sermaye İçerisindeki Payı.....	80
Grafik 5.4. Sermaye ve Finans Hesabı ve Reel Efektif Döviz Kuru.....	81
Grafik 5.5. Sermaye ve Finans Hesabı, Döviz rezervleri ve Gecelik Faiz Oranı.....	83
Grafik 5.6. Türkiye'de Çeşitli Sermaye Akımları / GSYİH Oranı.....	87
Grafik 5.7. Türkiye'de Sermaye Akımları / M2 Oranı.....	88
Grafik 6.1. EMBI + ve VIX Endeksleri.....	98

## ŞEKİL LİSTESİ

### Sayfa No

Şekil 4.1. Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler ve Politika Seçenekleri.....	38
Şekil 6.1. Etki – Tepki Analizi Sonuçları.....	107



## KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
BPP	: Bankalararası Para Piyasası
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIBOR	: London Interbank Offered Rate (Londra Bankalararası Para Piyasası Ödünç Alma Oranı)
NZK	: Nemalandırılmayan Zorunlu Karşılıklar
SEK	: Sıradan En Küçük Kareler
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
UNCTAD	: United Nations Conference on Trade And Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)
VAR	: Vector Autoregression (Vektör Otoregresyon)

## SEMBOL LİSTESİ

C	: Tüketim
CA	: Cari Açık
GNP	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
NKI	: Net Sermaye Girişi
I	: Yatırımlar
$\Delta R$	: Uluslararası Rezervlerdeki Değişim
S	: Tasarruflar

## EK LİSTESİ

### Sayfa No

Ek 1: VAR Sonuçları .....126

## ÖZET

Uluslararası finansal bütünleşmenin ardından sermaye akımlarında ortaya çıkan artışların gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde yarattığı olumlu ve olumsuz etkiler, ekonomi dünyasının ana gündemine oturmuş bulunmaktadır.

Finansal küreselleşmenin, global makroekonomik politikalarda iyileşmeye yol açacağı, tüketim dalgalanmalarının giderilmesi ile kişisel refahı artıracacağı, tüketim ve yatırımları destekleyerek büyüme performansını iyileştireceği, yurtdışından ithal edilen teknoloji ve iş bilgisi ile sermayenin üretkenliğine katkıda bulunacağı öngörülmektedir.

Diğer yandan büyük çaplı ve oynak sermaye akımları, hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskılar, reel döviz kurunda değerlenme ve büyüyen cari işlemler hesabı açıklarına yol açarak, ülkelerde makroekonomik istikrarsızlığı beslemekte ve finansal krizlere yol açabilmektedir.

Küreselleşme sonucunda yurtiçi finansal piyasalar uluslararası piyasalar ile bütünleşmekte, bu da bir ülke ekonomisinde ortaya çıkan bozukluklar ve politika kararlarının diğer ülkeleri de etkilemesine yol açmaktadır. Tüm bu değerlendirmeler, politika yapıcıların sermaye akımlarını sınırlamak, büyük çaplı sermaye girişlerinin ve ani geri çıkışların olası etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla sermaye akımlarının aktif yönetimini de ayrıca ele almalarını gerektirmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de sermaye akımlarının analizi ve sermaye akımları karşısında uygulanacak optimal makroekonomik politikaların tartışılmasıdır. Doğru politika tercihi yalnızca sermaye akımlarının nedenini bilmekten geçmemekte, aynı zamanda akımların ekonomi üzerindeki etkilerinin de iyi analiz edilmesini gerektirmektedir.

Bu çalışmada yapılan analizler, Türkiye’ye gerçekleştirilen yabancı sermaye yatırımlarında, içsel (yurtiçi) faktörler kadar dışsal (yurtdışı) faktörlerin de etkili olduğunu ve akımların ölçeğinin finansal piyasaların

derinliği ile kıyaslandığında oldukça büyük olduğunu göstermektedir. Bu bulgu önemli sonuçlar doğurmakta ve dışsal değişkenlerde yaşanacak olası bir tersine dönüşün sermaye çıkışları ile sonuçlanabileceğine ve Türkiye ekonomisinin makroekonomik kırılganlığını artırabileceğine işaret etmektedir. Dışsal faktörlere duyarlılık sermaye akımları karşısında uygulanacak politika seçeneklerini de sınırlamakta ve tutarlı makroekonomik politikaların yanı sıra akımlar karşısında dolaylı ve telafi edici politikaların da uygulanmasını zorunlu kılmaktadır.

Bu bulguya ek olarak, yapılan analizler sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından net sermaye akımlarının Türkiye’de ekonomik büyümeyi desteklediğine işaret etmektedir. Net sermaye akımları faiz oranlarını düşürmekte, reel kurda değerlenmeye ve para arzında genişlemeye yol açmaktadır. Çalışmada tüm bu sonuçlardan yola çıkılarak Türkiye için olası politika seçenekleri tartışılmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Bütünleşme, Sermaye Akımlarının Yönetimi, Vektör Otoregresyon.

## **ABSTRACT**

In the aftermath of international financial integration, the positive and/or negative affects of increasing capital flows on the developing economies have become the focal point in economic agenda.

Financial globalization is assumed to let it possible to improve the global macroeconomic policies, increase private wealth by means of consumption smoothing, improve the growth performance by supporting consumption and investment, and contribute to capital productivity by importing technology and know-how from abroad.

On the other hand, extensive and fluctuating capital flows may foster macroeconomic instability and cause financial crises in countries by leading to accelerated monetary growth, inflationary pressures, appreciation in real exchange rate, and growing current account deficits.

As the domestic financial markets are being integrated into international markets with the globalization, the break of economic conditions and the consequent political decisions in one country can easily influence other countries.

These interpretations directed policy makers to consider the active management of capital flows in the political decision process in order to control capital flows as well as to take preventive measures for huge capital inflows and sudden reversals.

This study aims to analyze the capital flows and to discuss appropriate optimal macroeconomic policies in response to them in Turkey. The right policy decision depends not only on the source of the capital flows but also requires a good analysis of the impact of the flows on the economy.

The empirical findings show that the foreign investments in Turkey are affected both by the internal and external factors, and the amount of the flows are quite large when compared with the deepness of the financial markets.

This finding gives important results, by stressing that a possible reversal in external factors may result in capital outflow that may increase the macroeconomic vulnerability of the Turkish economy. As the sensitiveness to external factors limits the policy options in response to capital flows, it necessitates consistent macroeconomic policies as well as indirect and compensating policies to be implemented in response to capital flows.

Moreover, following the liberalization of capital flows, net capital flows seem to be supporting economic growth in Turkey. Net capital flows not only decreases the interest rates but also appreciates the Turkish lira, and leads to monetary expansion. Considering these results, possible policy options for Turkey is discussed eventually.

**Key Words:** Financial Integration, Managing Capital Flows, Vector Auto Regression.

## GİRİŞ

1990'lı yıllardan bu yana gelişmekte olan ülkelerin gündeminde iki temel konu bulunmaktadır. Bunlar, finansal küreselleşmenin<sup>1</sup> bir sonucu olarak ortaya çıkan ve önceki yıllarla kıyaslandığında büyük ölçüde artış kaydeden oynak sermaye akımları ve ödemeler dengesi krizleridir. Uluslararası finansal bütünleşmenin ardından sermaye akımlarında ortaya çıkan artış, pek çok gelişmekte olan ülke ekonomisi ve geçiş ekonomilerinde büyümenin desteklenmesinde büyük rol oynamışsa da, sermaye akımlarındaki dalgalanma, merkez bankalarının para politikalarında hedefledikleri parasal büyüme, döviz kuru ve enflasyon gibi değişkenlerde oynaklığa yol açmıştır. Bu dönemde, kalkınma süreçlerinde uluslararası sermaye akımlarını çekmeye öncelik veren bazı gelişmekte olan ülkeler, ne yazık ki her zaman aradığını bulamamış ve sermaye girişlerinde yaşanan ani tersine dönüşler, krizler ve derin ekonomik küçülmeye sonuçlanmıştır (Calvo, 1998).

1990 sonrası yaşanan ülke tecrübelerinin ardından gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye akımlarını belirleyen faktörler, akımların olası makroekonomik etkileri ve akımlar karşısında uygulanacak politikalara ilişkin tartışmalar hız kazanmıştır. Bu konuda ekonomistler ve politika yapıcılar içinde farklı varsayımlar içeren iki görüş mevcuttur. İlk görüş sermaye akımlarının genellikle yurtiçi değişkenlerde yaşanan değişimlere bir tepki olarak ortaya çıktığını kabul eden ve bu nedenle politika yapıcıların, özellikle yurtiçi politikaları iyileştirmeye konsantre olmaları gerektiğini savunan görüştür. İkinci görüş yanlıları ise sermaye akımlarının, iç etkenlerin yanı sıra dış etkenlerden de büyük ölçüde etkilendiği öngörüsünden yola çıkarak, akımların zaman zaman yurtiçi ekonomik istikrarı bozucu etkiler

---

<sup>1</sup> Prasad ve diğerleri (2003), çalışmalarında finansal küreselleşme ve finansal bütünleşmenin farklı kavramlar olduğuna dikkat çekmektedir. Artan uluslararası finansal akımlarla birlikte güçlenen global bağlantıların tümü finansal küreselleşme olarak yorumlanırken, finansal bütünleşme tek bir ülkenin bu zincire, yani uluslararası sermaye piyasalarına bağlanması olarak tanımlanır. Ancak bu iki kavram, birbirine çok yakın olması nedeniyle pek çok çalışmada eşanlamlı olarak kullanılmaktadır.



yaratabileceğini, bu nedenle ekonomik otoritelerin sermaye akımlarının yurtiçi makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini azaltmayı hedefleyen politikalar gütmesi gerekliliğini ileri sürmektedirler. Agosin (2005), çalışmasında ilk görüşü "Wall Street" görüşü olarak değerlendirmekte, ikinci görüşte ise "Neoyapısal Yaklaşımı" tanımlamaktadır.

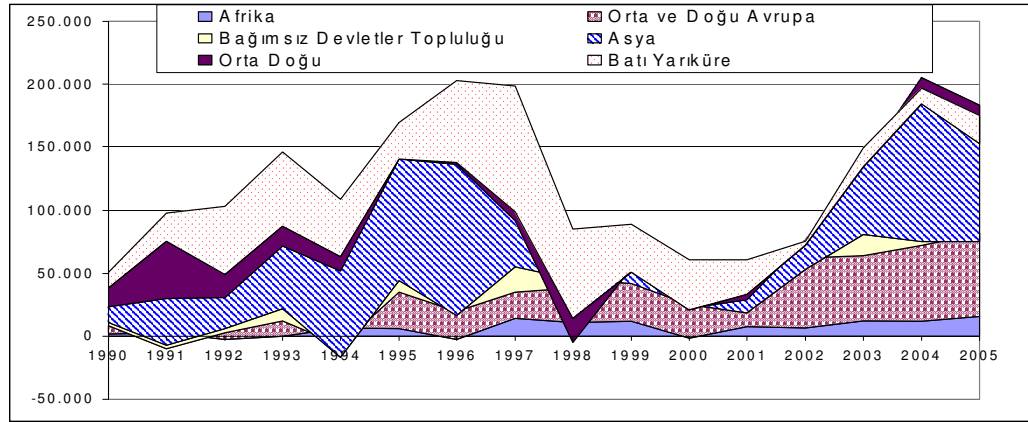
Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de sermaye akımlarının analizi ile birlikte sermaye akımları karşısında uygulanacak optimal makroekonomik politikaların tartışılmasıdır. Doğru politika tercihi yalnızca sermaye akımlarının nedenini bilmekten geçmemekte, aynı zamanda akımların ekonomi üzerindeki etkilerinin de iyi analiz edilmesini gerektirmektedir.

Çalışmanın ilk bölümünde uluslararası sermaye akımlarında yakın dönem gelişmelerine değinilmesinin ardından, ikinci bölümde finansal bütünleşme sonucunda ortaya çıkan sermaye serbestisinin ekonomik fayda ve zararları tartışılmakta, üçüncü bölümde ise uluslararası sermaye akımlarını belirleyen faktörler incelenmektedir. Dördüncü bölümde akımların makroekonomik etkileri değerlendirilmekte ve sermaye akımları karşısında uygulanacak politikalar tartışılmaktadır. Çalışmanın beşinci bölümünde Türkiye'nin finansal bütünleşme sürecinin özetlenmesinin ardından, altıncı bölümde Türkiye'de sermaye akımlarını belirleyen faktörler ve akımların makroekonomik etkileri ekonometrik analiz çerçevesinde incelenmekte ve Türkiye için olası politika karşılıkları tartışılmaktadır. Yedinci ve son bölümde ise sonuç ve önerilere yer verilmektedir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARINDA YAKIN DÖNEM GELİŞMELERİ

1980'ler boyunca gelişmekte olan ülke ekonomilerinin karşı karşıya kaldığı temel sorun, yüksek borç yükü ve beraberinde gelen sermaye kaçışları idi. Bu dönemde söz konusu ülkelerin genelinde uygulanan makroekonomik politikaların ana hedefi, yeniden uluslararası piyasalara ulaşmak olmuştur (Montiel, 1999). 1990'lı yılların başında yaşanan ülke bazındaki ve global gelişmeler, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişini sağlarken, ülkeler bu kez de yoğun sermaye girişlerinin yarattığı problemlerle karşı karşıya kalmıştır<sup>2</sup>. 1990 yılında gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye yatırımlarının tutarı 50.6 milyar dolar seviyesindedir (Grafik 1.1).



**Grafik 1.1: Gelişmekte Olan Ükelere Gerçekleştirilen Özel Sermaye Akımları, Net (Milyon ABD Doları)**

Kaynak: World Economic Outlook Veritabanı, IMF, Nisan 2005.

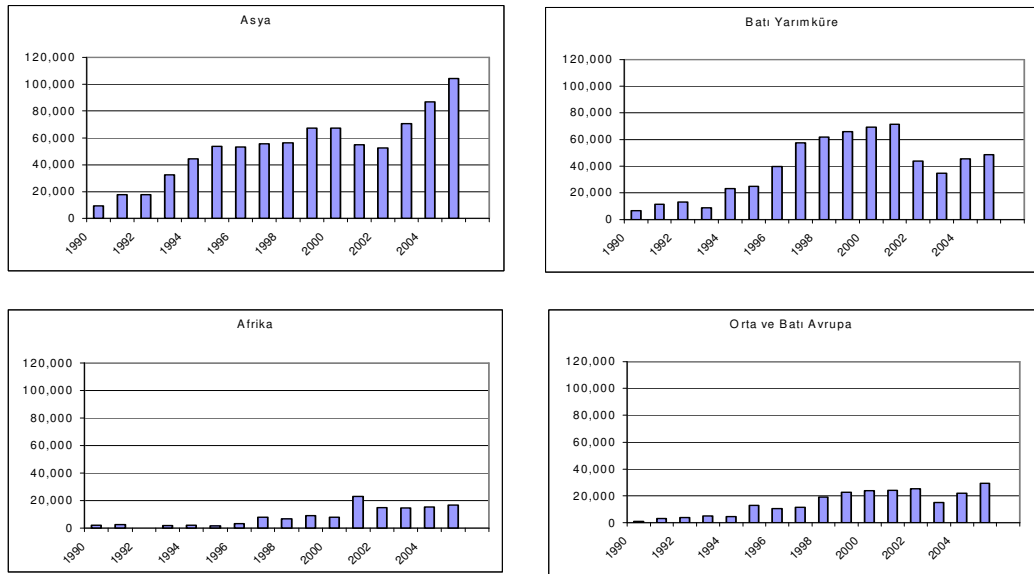
1994 yılında Meksika'da yaşanan krizin sermaye akımları üzerindeki etkisi sınırlı kalırken, gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen yabancı yatırımlarının tutarı 1996 yılında 202.6 milyar dolar ile rekor seviyelere ulaşmıştır. Diğer yandan 1997'deki Asya krizi tüm bunları değiştiren bir

<sup>2</sup> Bu dönemde gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye akımlarını belirleyen faktörler gelecek bölümde detaylı olarak incelenmektedir.

gelişme olmuştur. Bu krizle birlikte sermaye geri çıkışları oldukça büyük çapta olmakla birlikte, krizin çıkış noktası olan Tayland dışına da hızla yayılmıştır. Yaşanan kriz döneminin ardından sermaye akımları nihayet 2004 yılında yeniden toparlanarak 196.6 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. (World Economic Outlook Veritabanı, IMF, Nisan 2005).

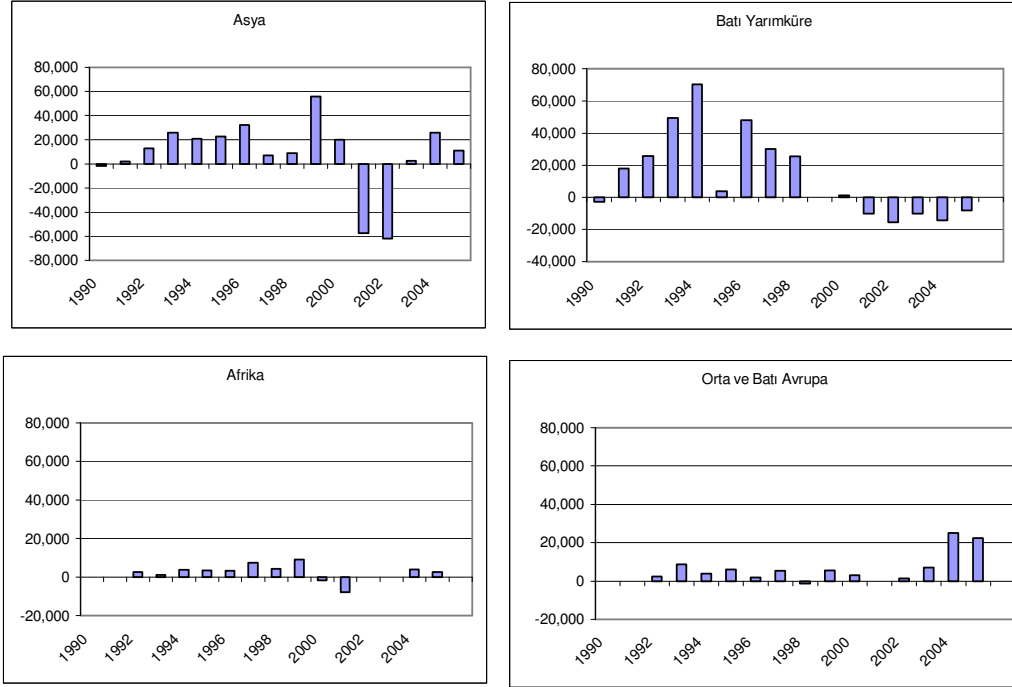
1990 sonrasında gözlenen, sermaye akımlarının hacmindeki bu oynaklığın yanı sıra göze çarpan bir diğer husus da yabancı yatırımların bileşenleri arasında doğrudan yatırımların payının, portföy yatırımlarına göre daha hızlı bir biçimde artış kaydetmiş olduğudur. Son dönemde özellikle Doğu Asya ülkeleri gibi uluslararası yatırımcıların gözbebeği konumundaki ülkeler, doğrudan yatırımları çekmekte başarılı olmuştur (Grafik 1.2-1.3).

Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY), otoriteler tarafından hızlı ve güçlü sanayileşme için vazgeçilmez ve istikrarlı bir kalkınma motoru olarak kabul edilmekte iken (Lim, 2001), pek çok ekonomist (Calvo,1998; Radelet ve Sachs, 1999), portföy yatırımlarını Meksika, Brezilya, Rusya, Doğu Asya ülkeleri, Arjantin ve Türkiye gibi ülkelerde görüldüğü gibi finansal krizlere yol açmış bulunan, ani durma ve geri çıkış olasılığı yüksek bir yatırım türü olarak görmektedir.



**Grafik 1. 2: Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Net (Milyon ABD Doları)**

Kaynak: World Economic Outlook Veritabanı, IMF, Nisan 2005.



**Grafik 1.3: Portföy Yatırımları, Net (Milyon ABD Doları)**

Kaynak: World Economic Outlook Veritabanı, IMF, Nisan 2005.

Yakın dönemdeki gelişmeler, sermaye akımlarının en yoğun olduğu dönemlerde bile uluslararası yatırımcıların sınırlı sayıda ülkeye yönelme eğiliminde olduğuna işaret etmektedir. Örneğin 2004 yılında toplamda 155.3 milyar dolara ulaşan gelişmekte olan ülkelere<sup>3</sup> gerçekleştirilen net özel sermaye akımlarının % 96'sı (148.4 milyar dolar) Asya ülkelerine gerçekleştirilen yatırımlardır (Tablo 1.1).

2004 yılında gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik temellerinde görülen olumlu gelişmeler pek çok ülkenin uluslararası görünümünde iyileşmeye neden olmuştur. Böylece, global likidite fazlasındaki artış ile birlikte, yükselen piyasalara gerçekleştirilen özel sermaye girişleri hızlanmıştır .

Uluslararası sermaye yatırımlarından en büyük payı almayı başaran Çin ekonomisi bu yıl içinde % 9.5 büyümüştür (Tablo 1.2). BIS tarafından yayınlanan 2004 yıllık raporuna göre bu dönemde Çin para birimi yuan'da olası bir revalüasyon beklentisinin sermaye girişlerindeki artışta önemli bir rol

<sup>3</sup> BIS tanımına göre

aldığı düşünülmektedir. Söz konusu rapora göre aynı yıl içerisinde uluslararası sermayeden aldığı payı artırmayı başaran Türkiye ekonomisi de % 8.9 büyüme oranı ile gelişmekte olan ülke sıralamasında üçüncü sırada yer almıştır. Bu dönemde Türkiye, 18 milyar ABD doları net sermaye yatırımına ev sahipliği yaparak Orta Avrupa ortalamasını yakalamıştır.

**TABLO 1.1. ÖDEMELER DENGESİ GELİŞMELERİ (MİLYAR ABD DOLARI)**

	CARİ DENGE			NET ÖZEL SERMAYE AKIMLARI <sup>1</sup>			REZERVLERDE DEĞİŞİM <sup>2</sup>		
	1990-96 ORTA LAMA	2000-03 ORTA LAMA	2004	1990-96 ORTALA MA	2000-03 ORTA LAMA	2004	1990-96 ORTA LAMA	2000-03 ORTA LAMA	2004
<b>Asya</b>	-10.3	120.7	184.9	47.1	2.9	148.4	43.8	141.6	363.4
Çin	5.1	29.8	68.7	20.8	30.5	110.7	12.6	62.1	206.7
Hindistan	-4.4	1.9	-3.9	5.6	14.7	24.7	2.4	16.4	27.5
Kore	-7.1	9.4	27.6	11.4	10.2	13.8	2.6	20.2	43.7
Diğer Asya <sup>3</sup>	-3.9	79.6	92.5	12.8	-52.5	-0.8	26.2	42.8	85.5
<b>Latin Amerika<sup>4</sup></b>	-28.6	-21.5	20.8	50.2	24.9	-5.1	16.3	9.2	21.1
Brezilya	-6.0	-12.7	11.7	18.2	15.0	-3.6	7.3	3.6	3.6
Meksika	-14.8	-14.9	-8.6	20.3	21.5	12.9	1.9	6.7	5.0
<b>Orta Avrupa<sup>5</sup></b>	-6.1	-15.0	-18.0	3.2	18.0	18.4	7.8	5.1	7.7
<b>Rusya</b>	8.6	36.3	60.1	8.8	-9.8	-3.4	5.2	16.2	47.6
<b>Türkiye</b>	-1.7	-4.1	-15.5	3.5	1.1	18.0	1.7	2.7	1.7
<b>Güney Afrika</b>	0.5	-0.5	-7.0	1.1	2.0	9.9	-0.0	0.0	6.6
<b>Toplam<sup>6</sup></b>	-72.7	130.8	277.3	116.1	24.8	155.3	89.3	176.1	454.6

Kaynak: BIS

1 Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler, parasal otorite ve hükümet yatırımları hariç diğer yatırımlar.

2 Pozitif değerler artışı ifade eder.

3 Hong Kong, Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland.

4 Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Venezuela.

5 Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya.

6 İsrail ve Suudi Arabistan hariç yukarıda sayılan ülkelerin tümü.

Hindistan ve Kore'ye gerçekleştirilen doğrudan yatırımlarda artış kaydedilmiş, Hindistan, büyük ölçüde portföy yatırımına da ev sahipliği yaparak aynı zamanda % 7.1 gibi yüksek bir büyüme oranını yakalamayı da başarmıştır. Güneydoğu Asya'ya giriş yapan net sermaye turarında da 2004 yılında toparlanma görülmüş ancak akımların hacmi 1997-98 krizi öncesi

seviyelerin oldukça altında kalmıştır. Latin Amerika'da bazı ülkelerin dış borç geri ödemeleri ve yüksek faizli borçlanmalarını yeniden daha düşük faizle yenilemeleri sonucunda bölgeye gerçekleştirilen net sermaye girişlerinde düşüş görülmekle birlikte sermayenin ülke dağılımında farklılıklar gözlenmektedir. Orta Avrupa'ya gerçekleştirilen sermaye akımları mevcut seviyelerini korumuş, Güney Afrika da uluslararası sermayeden aldığı payı artırmayı başarmıştır.

Rakamlar, yüksek büyüme hızının sermaye girişleri ile eşleştiğini göstermektedir<sup>4</sup>. Diğer yandan 1990 sonrası yaşanan ödemeler dengesi krizleri, gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye akımlarının büyüme ve diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ve akımlar karşısında uygulanacak politikalara ilişkin tartışmaların hız kazanmasına neden olmuştur.

**TABLO 1. 2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER REEL BÜYÜME ORANLARI (YILLIK, %)**

	1995-2003 ORTALAMA	2004	2005 (TAHMİN)
<b>Asya<sup>1</sup></b>	6.6	7.8	7.2
Çin	8.5	9.5	8.9
Hindistan	5.9	7.1	7.1
Kore	5.1	4.6	4.0
Diğer asya <sup>1,2</sup>	3.6	6.0	4.8
<b>Latin Amerika<sup>1,3</sup></b>	2.0	5.9	4.3
Arjantin	0.4	9.1	6.8
Brezilya	2.1	5.2	3.6
Meksika	2.5	4.4	3.9
<b>Orta Avrupa<sup>1,4</sup></b>	3.7	4.8	4.0
<b>Rusya</b>	2.4	7.1	5.8
<b>Türkiye</b>	3.7	8.9	5.7
<b>Afrika</b>	3.7	5.1	5.0
<b>Orta Doğu</b>	4.1	5.5	5.0
<b>Toplam<sup>1,5</sup></b>	5.2	7.2	6.3

Kaynak: BIS

1 Sayılan ülkelerin 2000 yılı GSYİH ve üretici fiyatları üzerinden hesaplanan reel büyüme rakamlarının ağırlıklı ortalaması.

2 Hong Kong SAR, Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland.

3 Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Venezuela.

4 Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya.

5 Afrika ve Orta Doğu hariç yukarıda sayılan ülkelerin tümü.

<sup>4</sup> Ancak bu noktada çift yönlü nedensellik ilişkisine dikkat edilmelidir. Sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki etkisi olumlu olabileceği gibi, yabancı sermaye, yüksek büyüme performansına sahip ülkelere gidiyor da olabilir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE HESABININ SERBESTLEŞTİRİLMESİNİN FAYDA VE MALİYET ANALİZİ

Sermaye hesaplarının serbestleştirilmesi ile birlikte yatırımcıların gelecek dönem getiri beklentileri, sermayenin sınırlararası hareketinde belirleyici olacak ve bu beklentiler de çok hızlı bir biçimde değişebilecektir. Ülke tecrübeleri, finansal sermaye akımlarının, merkez bankalarının para politikalarında ara ya da ana hedef olarak kullanılan; enflasyon, döviz kuru, döviz rezervleri ve parasal büyüme gibi değişkenlerde oynaklığa yol açabildiğini göstermektedir.

Politika yapıcılar, finansal sermaye akımlarının ekonomik performansı belirleyen bazı değişkenler üzerinde yaratacağı etkilerle yakından ilgilenmektedirler. Bunlar,

- Yurtiçi yatırımlar,
- Yurtiçi tasarruflar,
- Döviz kuru,
- Cari denge,
- Üretimdeki artış ve istihdam,
- Enflasyon ve varlık fiyatlarıdır.

Finansal sermaye akımları bu değişkenlerde artış ya da azalışa yol açabilmektedir.

Bu akımların reel ekonomi üzerindeki etkileri, ülke ekonomisine giriş sebeplerine ve girdiği ekonomide kullanım şekline göre değişim gösterecektir.

#### 2.1. Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesinin Potansiyel Faydaları

Agenor (2001)'a göre, finansal açıklık ya da diğer bir deyişle sermaye hesabının serbestleştirilmesi lehine görüşler genelde 4 ana madde çevresinde yoğunlaşmaktadır:

- a) Tüketim dalgalanmalarının giderilmesi,
- b) Sermaye akımlarının yurtiçi yatırımlar ve büyüme üzerindeki pozitif etkisi,
- c) Artan makroekonomik disiplin,
- d) Yabancı bankaların girişiyle birlikte yurtiçi finansal sistemin istikrar ve verimliliğinde gözlenen artış.

Bu görüşleri ana hatları ile aşağıdaki şekilde açıklayabiliriz:

### 2.1.1. Tüketim Dalgalanmalarının Giderilmesi

Dünya sermaye piyasalarına ulaşım serbestisi ile birlikte bir ülke, ekonomisinin kötü olduğu zamanlarda (örneğin ekonomik daralma ya da ülkenin dış ticaret haddindeki ani kötüleşme durumlarında) dışarıdan borçlanarak ve iyi zamanlar da da (ekonomik genişleme ya da dış ticaret haddinde iyileşme olduğu zamanlarda) dışarıya borç vererek, tüketim dalgalanmalarını giderebilir. Böylece sermaye akımları, hanehalkının tüketimlerini zaman içinde istikrara kavuşturarak ekonomik refahı artırır. Dünya sermaye piyasalarının bu “döngü-karşıtı” özelliği uluslararası risk paylaşımına olanak sağlayarak şokların geçici olmaları durumunda tam olarak pozitif bir etki yaratabilir.

Ödemeler dengesi eşitliği der ki: eğer bir ülke yurtdışına sattığı mal ve hizmetlerden daha fazlasını yine yurtdışından alıyorsa ortaya çıkan cari açık aşağıdaki yollardan biriyle kapatılacaktır:

- Yurtdışından borçlanarak (net sermaye girişi NKI),
- Yerli ya da yabancı varlıkların yurtdışı yerleşiklere satışı yoluyla (yine net sermaye girişi NKI),
- Döviz rezervlerinin bir kısmının satışı yolu ile ( $\Delta R$ ),

$$CA \equiv NKI - \Delta R \text{ ödemeler dengesi eşitliği} \quad (2.1)$$

ulusal gelir eşitliğine göre cari açık (CA), bir ülkenin yatırımlar (I) ve tüketim harcamalarının (C) ulusal gelirinden daha fazla olduğuna işaret etmektedir.

$$CA \equiv I + C - GNP \text{ milli gelir eşitliği} \quad (2.2)$$



2.1. ve 2.2 no'lu eşitliği birleştirdiğimizde net sermaye girişi, yurtiçi tüketim artı yatırımların, ulusal geliri aşan kısmına ve/veya net uluslararası rezervlerdeki birikime eşit olacaktır ( $\Delta R$ ).

$$NKI \equiv (I + C) - GNP + \Delta R \quad (2.3)$$

Bunun yanı sıra , yurtiçi toplam tasarruflar (S), üretimin, harcamaları aşan kısmı olarak ifade edilebilir.

$$GNP - C \equiv S \quad (2.4)$$

2.3 ve 2.4 no'lu eşitlikten yola çıkılarak

$$NKI \equiv I - S + \Delta R \quad (2.5)$$

eşitliği sağlanır.

Dolayısıyla net sermaye girişleri ya rezervlerde bir artışa yol açacak ya da tasarrufların üzerinde gerçekleşen yatırımların finansmanında kullanılacaktır. Tablo 1.1. incelendiğinde 2000 yılı sonrasında gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye yatırımlarının ülkelerin yalnızca bazılarında cari açıklarla eşleştiği (Türkiye, Orta Avrupa, Güney Afrika, Meksika gibi), diğer ülkelerde cari fazla, dolayısıyla da rezerv artışları ile sonuçlandığı görülmektedir. Kimi ülkelerde rezervlerdeki sıçrama çok büyük ölçekli olmuştur. Çin Halk Cumhuriyetinde 2004 yılında rezervlerde görülen artış miktarı 2000-2003 ortalamasına göre yaklaşık 3 kat artarken, Asya'nın geneli için bu oran 2.5 kata yaklaşmaktadır. Rezervlerdeki artış, merkez bankalarının döviz kurundaki değerlenmeye kısmen de olsa karşı çıktığını göstermektedir.

### **2.1.2. Yurtiçi Yatırımlar ve Büyüme**

Prasad ve diğerlerine (2003) göre, gelişmekte olan ülkelerde finansal küreselleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkileri çeşitli kanallar yoluyla ortaya çıkmaktadır. Bu kanallardan bazıları büyümeyi doğrudan etkilemektedir. Örneğin; yurtiçi tasarruflardaki artış yoluyla, sermayenin maliyetini düşürerek, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere teknoloji transferi yoluyla ve yurtiçi finansal sektörün gelişimi ile. Kanallardan bazıları ise dolaylı olarak büyümeyi hızlandırmaktadır. Dolaylı yollar arasında daha iyi risk yönetimi nedeniyle üretimde artan uzmanlık, globalizmin yarattığı disiplin

ve rekabet etkisiyle makroekonomik politikalarda ve kurumsal yapıda iyileşmeyi sayabiliriz.

Finansal açıklığın yardımı ile uluslararası kaynaklardan faydalanabilme yeteneği, yurtiçi yatırımları olumlu etkileyecektir. Düşük gelir seviyeleri nedeniyle çoğunlukla düşük yurtiçi tasarruflarla karşı karşıya kalan gelişmekte olan ülkeler, bu araçla yurtdışı tasarruflardan faydalanabilirler. Yurtiçi yatırımların marjinal getirisi, sermayenin maliyetine eşit ya da büyük olduğu sürece net yabancı kaynak girişleri yurtiçi tasarruflara ek kaynak olarak ortaya çıkabilir, çalışan başına fiziki sermaye miktarını artırır, böylece sermayenin giriş yaptığı ülkenin ekonomik büyüme oranını artırmasına ve yaşam standardını yükseltmesine yardımcı olur. Bu Neoklasik teorinin altında yatan görüştür. Neoklasik teoriye göre sermaye, marjinal verimliliğin düşük olduğu zengin ülkelere, marjinal verimliliğin yüksek olduğu yoksul ülkelere akmalıdır. Ancak Lucas (1990), bu konuda artık bir klasik olarak kabul edilen çalışmasında 1988 yılında ABD ve Hindistan'ı inceleyerek, neoklasik modelin doğru olduğu bir durumda Hindistan'da sermayenin verimliliğinin ABD'ye kıyasla 58 kat daha büyük olması gerektiğini ve bu durumda tüm sermayenin ABD'den Hindistan'a akması gerektiğini ancak bunun doğru olmadığını vurgulamıştır. Lucas, sermayenin zengin ülkelere yoksul olanlara akmamasının nedeni olarak ekonomilerin üretim yapılarındaki temel farklılıkları (hükümet politikaları, kurumsal yapı, yetenekli işgücü gibi) ve uluslararası sermaye piyasalarındaki eksiklikleri (ülke riski, asimetrik bilgi gibi) öne sürmektedir.

Teorideki tüm faydalarına rağmen finansal sermaye akımları kimi gelişmekte olan ülkelere yüksek büyüme oranları ile eşleşirken kimilerinde azalan büyüme oranları ve finansal krizlerle sonuçlanmıştır. Tüm bu gelişmeler finansal bütünleşme konusunun, hem akademik çevreler hem de politikacılarca derinden incelenmesine neden olmuş, ampirik çalışmalar ve tartışmaların çelişen sonuçlar ürettiği gözlenmiştir.

### 2.1.3. Yurtiçi Yatırımlar ve Büyüme – Ampirik Çalışmalar

Uluslararası finansal bütünleşmenin, yurtiçi yatırımlar ve büyüme üzerindeki etkilerini ölçen çalışmaların bir bölümü sermaye hesabının serbestleştirilmesinin etkilerinin anlaşılması amacıyla, sermaye akımları üzerindeki nitel kısıtlamaların makroekonomik etkilerini ölçmeyi hedeflerken<sup>5</sup>, diğer bir bölümü de sermaye akımlarının gerçek seviyesini dışa açıklığın bir ölçütü olarak kabul ederek<sup>6</sup>, akımların makroekonomik etkilerini ölçmeyi yeğlemişlerdir. Sermaye hesabı üzerindeki resmi kısıtlamalar incelendiğinde, Latin Amerika'nın pek çok ülkesi finansal akımlara kapalı olarak kabul edilmelidir. Ancak gerçekte bu ülkelerin sınırları üzerinden geçen sermaye akımları pek çok gelişmekte olan ülkeye yapılan sermaye yatırımlarından daha yüksektir. Bu nedenle pek çok ekonomist, ülkeye göre farklılık gösteren oldukça karmaşık yapıdaki kanuni sınırlamaları kıyaslamamanın zorluğu nedeniyle, asıl olan gerçek sermaye akımlarıdır diyerek, gerçek sermaye akımlarını baz alan ölçümleri kullanmanın doğruluğunu savunmaktadırlar. Nitekim pek çok Afrika ülkesinde sermaye üzerindeki resmi sınırlamanın çok düşük olmasına rağmen bu ülkelerin sınırlarından geçen sermaye yok denecek kadar azdır (Prasad v.d., 2003).

Artera, Eichengreen ve Wyplosz (2001), diğer pek çok çalışmada olduğu gibi sermaye hesabının açıklık derecesini ölçmede IMF tarafından yayınlanan açıklık endeksini kullanmıştır<sup>7</sup>. Yazarlar çalışmalarında halihazırda ticari serbestleşmeyi sağlamış olan ve makroekonomik istikrarsızlığın düşük olduğu ülkelerde sermaye hesabı açıklık endeksi ile büyüme arasında pozitif

---

<sup>5</sup> Bu ölçüm şekli "resmi" ölçümler olarak nitelendirilmektedir. Resmi anlamda bütünleşme, sermaye hesabının serbestleştirilmesine ilişkin politikalarla bakılarak ölçülmektedir. Uluslararası sermaye akımları üzerindeki hükümet kontrollerine ilişkin gösterge ölçümler literatürde yoğun olarak kullanılmaktadır.

<sup>6</sup> "Gözlenen" ölçümler olarak nitelendirilir.

<sup>7</sup> Finansal bütünleşme ile ilgili çalışmalarda karşılaşılan en büyük sorun, ülkelerin açık ya da kapalı olarak değerlendirilmesindeki ya da açıklık derecesinin hesaplanmasındaki güçlüklerdir. Sermaye hesabının serbestleştirilmesinin etkilerini ölçmeyi amaçlayan ampirik çalışmalarda ülkelerin dışa açıklık seviyesinin belirlenmesinde en çok kullanılan, IMF tarafından yayınlanan "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions" da yer alan bilgilerdir. Bu bilgilerden en çok tercih edileni de sermaye işlemlerine konulan kanuni ve açık kontrollerin varlığını ölçen ve ülkeleri "serbest" ya da "sınırlı" olarak değerlendiren bir endekstir. Ancak bu endeks, kontrollerin şiddetini ölçememekte ve bunu yanı sıra bazı ülkelerde çok büyük boyutlara ulaşan yer altı ekonomisi aktivitelerinin ölçülememesini de göz ardı edilmektedir. Bu nedenle uluslararası sermaye akımlarının ölçümleri ve bunların makroekonomik etkilerinin hesaplanmasında da yanlışlar olduğu bazı ekonomistler tarafından öne sürülmektedir.

bir ilişki bulmuştur. Bu sonuç, reformların sıralamasının belirlenmesi açısından önemlidir.

Diğer yandan Edison, Levine, Ricci ve Slok (2002), 1980-2000 döneminin verilerini kullanarak 57 ülke için yaptıkları analizde, sermaye hesabının serbestleştirilmesinin büyüme üzerinde etkili olmadığı sonucunu elde etmiştir.

Bu konuda geniş bir literatür taraması yapan Prasad ve diğerleri (2003)'ne göre de ampirik çalışma sonuçları, yatırım yapılan ülkenin finansal kuruluşlarının mali yapısının sağlamlığının, yatırım çekebilme yeteneği ve finansal serbestleşmenin makroekonomik etkileri üzerinde belirleyici olduğuna işaret etmektedir. Yazarlara göre finansal düzenlemelere ilişkin güçlü hukuki yapının ve denetimin, yolsuzluk derecesinin düşük olmasının, şeffaflık ve iyi kurumsal yönetişimin, finansal bütünleşmenin olumlu etkilerini güçlendirdiği gözlenmektedir.

Sermaye hareketlerinin gerçek seviyesinin finansal açıklığın iyi bir göstergesi olduğu varsayımından yola çıkan yakın dönem analizlerden bir tanesi Bosworth ve Collins (2000)'in çalışmalarıdır. Bosworth ve Collins (2000), 58 adet gelişmekte olan ülke için uyguladıkları panel regresyon tekniği ile 1978-1995 yılları arasında sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisini incelemiş ve DYY'nin yatırımlar üzerindeki etkisinin pozitif olduğu, portföy yatırımlarının ise güçlü bir etkisinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Benzer bir yaklaşımla Alfaro, Chanda, Kalemli-Özcan ve Sayek (2004), bir çok ülkeyi kapsayan ve 1975-1995 dönemini inceledikleri çalışmalarında DYY'nin tek başına ekonomik büyümeye katkısının belirsiz olduğunu, ancak finansal piyasaları gelişmiş ülkelerin, DYY'den faydalanmada daha başarılı olduklarını ortaya koymuşlardır.

Sermaye akımlarının büyüme ve yatırımlar üzerindeki etkilerini inceleyen bir diğer çalışmada, Eichengreen (2001) konuya mikroekonomik açıdan yaklaşmış ve özellikle göreceli olarak yetenekli işgücüne sahip ve

fiziki altyapısı gelişmiş ülkelerde özel sermaye akımlarının verimliliği artırdığını vurgulamıştır.

Diğer yandan Edwards (2001), 62 ülke için uyguladığı modelde özellikle az gelişmiş ülkelerde finansal liberalleşme ile büyüme arasında belirgin bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Sonuç olarak ampirik çalışmalar, finansal bütünleşmenin büyüme üzerindeki etkilerine ilişkin çelişkili sonuçlar üretmekte ve büyüme üzerindeki olumlu etkilerin ancak belli kapasitelerin varlığı durumunda geçerli olduğunu göstermektedir.

#### **2.1.4. Farklı Sermaye Türlerinin Ekonomi Üzerindeki Olumlu ve Olumsuz Etkileri**

IMF'nin yayınladığı ödemeler dengesi el kitabına göre sermaye türleri üç ana başlık altında incelenebilir:

Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY): Yurtdışı yerleşiklerin, yurtdışında yerleşik bir işletmenin en az % 10'luk hissesini satın alması veya yönetimde aynı oranda söz sahibi olması ile ortaya çıkar.

Portföy yatırımları: Tahvil ve hisse senedi alımları ve ticarete konu olan finansal türevlerin alımını içerir.

Diğer yatırımlar kalemi ise dış ticarete konu olan krediler, nakit krediler ve mevduat kalemlerini içermektedir.

Diğer sermaye kalemlerinden farklı olarak DYY, büyümeye doğrudan katkının yanı sıra dolaylı uzun dönem etkilere de yol açabilir. Berthelemy ve Demuger (2000) ile Borensztein, De Gregorio ve Lee (1998) tarafından belirtildiği üzere DYY, yönetim teknikleri ve teknolojiye ilişkin bilginin – özellikle yeni sermaye girdileri biçiminde- ülkelerarası transferini hızlandırarak, yerli iş gücünün yaparak öğrenme ve eğitime olan yatırımlar yoluyla yeteneklerini geliştirmesine katkıda bulunmaktadır. Buna ilaveten Markusen ve Venables (1999)'ın, çalışmalarında önerildiği gibi, DYY yoluyla ürün ve faktör piyasalarında artan rekabet, yerli firma karlarını azaltıcı etki

yaratacak olsa bile , tedarikçi firma bağlantıları yoluyla ortaya çıkan yayılma etkisi, girdi maliyetlerini azaltarak kar marjlarını artırabilir ve yurtiçi yatırımları destekleyebilir.

Ancak Hoggarth ve Sterne (1997), DYY'nin ülkenin sermaye stoğuna katkısının daha yüksek olacağı değerlendirilmesini yaparken dikkatli olunması gerektiğini vurgulamaktadır. Yazarlara göre:

- DYY bazı durumlarda normalde lokal olarak finanse edilecek yatırımı ikame ederek yalnızca yurtiçi tasarrufların yerine geçmiş olacaktır.
- DYY, gayrimenkul alımını da içermekte ve bu yönüyle ekonomik aktiviteyi canlandırmaktan çok, yurtiçi gayrimenkul fiyatlarında artışa yol açabilmektedir.
- DYY mevcut bir işletmenin ele geçirilmesiyle de ortaya çıkabilmekte (özelleştirmeler) ve dolayısıyla yakın dönemde yeni bir sermaye oluşumuyla sonuçlanmayabilmektedir.

Diğer yandan finansal bütünleşmenin faktör verimliliği üzerinde yarattığı olumlu etki, portföy yatırımları için de geçerlidir. Levine (2000), uluslararası portföy yatırımlarının yurtiçi hisse senedi piyasalarının gelişimini hızlandırarak faktör verimliliğini artırdığını ve dolayısıyla da ekonomik büyümeyi hızlandığını ileri sürmektedir.

Tüm bunlara ek olarak, yatırımların finansmanında kullanılan sermaye akımlarının etkilerinin, harcamaların finansmanında kullanılanlarınkine göre daha olumlu ya da olumsuz olduğu konusunda net bir görüş olmamakla birlikte pek çok ekonomist, Doğu Asya ekonomilerinin geçtiğimiz 30 yıllık dönemdeki performansından yola çıkarak, yatırımların GSYİH'daki payında gözlenen artışla eşleşen net sermaye akımlarının uzun vadede ekonomiye daha faydalı olduğu görüşünü savunmaktadırlar.

### **2.1.5. Artan Makroekonomik Disiplin**

Serbest sermaye akımlarına ilişkin pek çok ekonomist tarafından ileri sürülen bir diğer görüş de, iyi politikaların getirisini artırdığı ve kötü politikaların da sonuçlarını kötüleştirdiği için finansal serbestinin, politika

yapıcıları daha disiplinli makroekonomik politikalar uygulama konusunda teşvik ettiği olgusudur (World Economic Outlook, IMF, 2005). Büyüme literatüründe belirtildiği üzere daha disiplinli politikaların güçlü ekonomik istikrarla sonuçlandığı durumlarda sermaye akımları daha yüksek büyüme oranları ile eşleşebilir. Buna yakın bir diğer görüş de finansal dışa açılımın, hükümetlerin daha sağlam makroekonomik politika uygulama yönündeki taahhüdü olarak algılanabileceği yönündedir. Bu açıdan bakıldığında sermaye hesabının serbestleştirilmesi makroekonomik ve finansal istikrarı güçlendirerek, kaynakların daha etkin kullanımını ve dolayısıyla daha yüksek büyüme oranlarını beraberinde getirecektir.

### **2.1.6. Finansal Sistem Etkinliğindeki ve Finansal İstikrardaki İyileşme**

Son dönemde finansal bütünleşme lehine artarak savunulagelen görüşlerden birisi de monopolistik özellikler taşıyan piyasalarda ortaya çıkan aşırı karlılığı ortadan kaldırarak, kaynak dağılımını iyileştirdiği ve yatırım maliyetini düşürdüğü için yurtiçi finansal piyasaların derinliği ve finansal aracılık sürecinin etkinlik derecesini artırdığı görüşüdür.

Bu bağlamda Levine (1996) yabancı banka girişlerinin aşağıdaki pozitif sonuçları doğuracağı görüşündedir:

Bankalararası rekabeti artırarak ve yeni bankacılık tekniklerinin transferi yoluyla yurtiçi piyasalardaki finansal servislerin kalitesini ve çeşidini artırır.

- Eğer yabancı bankalar, asıl sahipleri olan ana bankalarla konsolide bir biçimde denetleniyorlarsa, yurtiçi bankacılık gözetim mekanizmasını ve kanuni çerçeveyi geliştirmede faydalı olacaktırlar.

- Ana bankalar yolu ile doğrudan ya da dolaylı olarak ülkenin uluslararası sermayeye ulaşımı kolaylaşacaktır.

- Finansal istikrarsızlık dönemlerinde, eğer mevduat sahipleri yatırımlarını ülke dışına çıkarmak yerine yurtiçindeki yabancı bankalara

yönlendirmeyi yeterli görüyorlarsa bu, sermaye akımlarının oynaklığını azaltarak yurtiçi finansal sistemin istikrarını olumlu etkileyecektir.

- Yabancı bankalar, kredilerin kullanılacağı kurumlar konusunda hükümetten gelebilecek baskılardan daha uzak olacağından, toplam kredi portföylerinin kalitesinde de bir artışa yol açabilirler. Öyle ki, etkin bir finansal sistemde yerli tasarruf sahipleri uluslararası arenada rekabetçi olabilecek getiri oranları elde ederken, yatırımcılar da borçlanmanın maliyeti açısından uluslararası rekabetçi baskılara maruz kalacaktır. Dolayısıyla, yurtiçi borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki fark da daralacaktır. Sonuç olarak sermaye hesaplarını tamamen kısıtlamalardan arındıran ülkeler, daha yüksek sermaye girişleri yakalarken, daha düşük faiz farklarına sahip olmaktadır.

## **2.2. Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesinin Potansiyel Maliyetleri**

Geçtiğimiz 20 yıllık süreçte yaşanan gelişmeler, ekonomistlerin ve politika yapıcıların, sermayenin serbestleştirilmesinin faydalarının yanı sıra maliyetlerinin de olduğu konusunda ikna olmalarına yol açmıştır. Bu maliyetler,

1. Sermaye girişlerinin ülke içindeki etkin dağılımının sağlanamamasını, dolayısıyla da ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin sınırlı kalmasını ve ekonomide mevcut bulunan çarpıklıkları daha da büyütmesini,

2. Ortaya çıkan makroekonomik istikrar kaybını,

3. Kısa vadeli sermaye akımlarının döngüsel özelliğini ve ani yön değiştirme riskini, ve sermaye akımlarının yüksek oynaklık derecesini

4. Yabancı banka girişleri ile ortaya çıkan riskleri,

içermektedir.



### **2.2.1. Sermaye Akımlarının Etkin Olmayan Yurtiçi Dağılımı**

Her ne kadar tam sermaye serbestisi yurtiçi yatırımları artırıyorsa da, eğer sermaye girişleri spekülâtif ve düşük kaliteli yurtiçi yatırımların finansmanında kullanılıyor ise, uzun dönem büyümesi üzerindeki etkisi sınırlı olacaktır (örneğin gayrimenkul piyasaları gibi). Verimliliği düşük ve ticarete konu olmayan sektörlere yapılan yatırımlar, zamanla ekonominin ihracat kapasitesini düşürerek, dışsal dengesizliklerin büyümesine neden olacaktır. Nitekim Lopez-Mejia (1999), bu tür yatırımların yarattığı kırılganlığın 1997 Asya krizinde etkili olduğuna işaret etmektedir.

Sermayenin etkin olmayan dağılımı, ekonomide zaten mevcut olan bozukluklardan kaynaklanıyor olabilir. Agenor'a (2001) göre bankacılık sistemi ve finansal sistemin gözetimi açısından zayıf ülkelerde, büyük çaplı fonlara doğrudan ya da dolaylı olarak aracılık edilmesi, hükümetin verdiği mevduat garantisiyle ortaya çıkan "ahlak sorunu" problemini daha da büyütebilir. Yani kredi verenler daha riskli ve spekülâtif borç verme işlemlerine girişebilirler.

World Bank tarafından yayınlanan ve gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye akımlarının incelendiği kitapta (1997), yoğun sermaye girişlerinin, bankacılık sisteminin portföy kalitesini zayıflatabileceğine işaret edilmektedir. Bunun nedeni, para birimi uyumsuzlukları (sermaye girişleri sonrasında bankaların döviz cinsinden yükümlülükleri artarken, kullandıkları krediler yerli para cinsinden olabilir), ve vade uyumsuzluklarıdır (sermaye girişleri kısa vadeli iken kullanılan krediler uzun vadeli olabilir). Böylesi bir ortamda yaşanan dışsal bir şok, belli bankalarda yaşanan finansal sorunların tüm sisteme yayılmasını önlemek amacıyla merkez bankasının sisteme müdahalesi ile bazı bankaların kurtarılmasını gerekli kılabilir.

### **2.2.2. Makroekonomik İstikrar Kaybı**

Finansal liberalizasyona karşı öne sürülen en önemli tezlerden biri de bu süreçte ortaya çıkan büyük çaplı sermaye akımlarının toplam talepte aşırı büyüme, hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskılar (sermaye

akımlarının yurtiçi harcamalar üzerinde yarattığı artış sebebiyle), reel döviz kurunda değerlenme ve büyüyen cari işlemler hesabı açıklarına yol açarak ülkelerde makroekonomik istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığı, aksine istikrarsızlığı besleyerek finansal krizlere yol açtığı görüşüdür (Akyüz, 1995; Akyüz ve Cornford, 1999) .

Bu görüşlerle tutarlı olarak Calvo, Leiderman ve Reinhart (1998) çalışmalarında 1990'lı yılların başında büyük çapta sermaye girişine ev sahipliği yapan Asya ve Latin Amerika ülkelerinin pek çok çoğunun, hızlı likidite artışı, enflasyonist baskılar, reel döviz kuru değerlenmesi ve büyüyen dış açıklar gibi potansiyel problemlerin tümü ile ya da bunların bir kısmı ile karşı karşıya kaldığını ortaya koymaktadır. Özellikle bazı Latin Amerika ülkelerinde bu olumsuzluklar daha belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. Sabit döviz kuru rejimi uygulayan bu ülkelerde kötüleşen rekabet gücü, döviz kuru rejiminin kredibilitelerini zayıflatmış ve sürdürülebilirliklerine ilişkin endişeler doğurmuştur.

Genel olarak 1990'lı yılların ülke deneyimleri göstermektedir ki, bazı politika karşılıkları büyük ölçekli sermaye girişlerinin olumsuz makroekonomik etkilerini hafifletmekte kısa bir dönem için başarılı olmuş, ancak uzun vadede süregelen sermaye akımları, özellikle sabit döviz kuru rejimlerinde zayıf bankacılık sisteminin de etkisiyle büyük makroekonomik ve finansal dengesizliklere yol açmıştır.

Montiel (1999), 1990'lı yılları başında Meksika ve Tayland'da açık sermaye hesabı ile esnek olmayan döviz kuru politikalarının uygulandığı bir ortamda, artan sermaye akımlarının ekonomide yarattığı aşırı ısınmanın maliye politikalarının yerine para politikaları ile giderilmeye çalışılmasının, finansal sektördeki zayıflıkların da etkisiyle, krizlere yol açmış olduğuna dikkat çekmektedir.

Sermaye akımlarının bir diğer etkisi de, reel döviz kurunda aşırı değerlenmeye yol açmasıdır. Yeldan'a (1996) göre, ulusal paranın aşırı değerlenmesi bir yandan ticarete açık sektörlerin gerilemesine , bir yandan da aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralmasına yol açarak,

ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek istikrarsız ve çarpık büyüme trendine yol açabilmektedir.

Lopez-Mejia'ya (1999) göre , 1990-1995 yılları arasında Arjantin, Peru, Polonya, Meksika ve Kolombiya başta olmak üzere yüksek sermaye akımları ile karşı karşıya kalan gelişmekte olan ülkelerin hemen hemen tamamı reel kurda değerlenme ile karşı karşıya kalmıştır. Ancak Lopez-Mejia bu sonucun yorumlanmasında dikkatli olunması gerektiğini söz konusu ülkelerde reel kurda gözlenen değerlenmenin nedeninin, sermaye akımlarının ekonomide yarattığı aşırı ısınma olmayabileceğini, döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıyor olmasının da bu gelişmeye katkıda bulunmuş olduğunu vurgulamaktadır.

Yazara göre, 1990'lı yılların başında artış kaydeden sermaye akımları ile birlikte Venezuela ve Macaristan'da daha şiddetli yaşanmakla birlikte Meksika, Kore ve Kolombiya dahil olmak üzere pek çok gelişmekte olan ülke, yüksek cari açıklarla karşı karşıya kalmıştır. Cari açıklardaki kötüleşmenin, artan tüketim ve yatırımların bir sonucu olduğu vurgulanmaktadır.

Serbest döviz kuru rejimi altında büyüyen dış açıklar, döviz kurunda değer kaybına yol açar bu da görece fiyatların yeniden düzenlenmesi ile birlikte ticaret akımlarında kendi kendini düzelten hareketlere neden olur.

Sabit döviz kuru rejiminde ise rekabet gücü kayıpları ve büyüyen dış dengesizlikler rejimin sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizlik ve endişeleri artırarak, döviz krizlerine yol açabilir.

Bunlara ek olarak, World Bank'in 1997 yılında yayınlamış olduğu kitaba göre, sermaye akımlarındaki hızlı büyümenin pek çok gelişmekte olan ülkede kredi patlamalarına ve yurtiçi likiditede genişlemeye yol açtığı bildirilmektedir. Türkiye ve Hindistan'da 1990'lı yılların başında yaşanan gelişmeler buna örnek teşkil etmektedir. Bu gelişmenin nedeni, sermaye akımlarının büyük çoğunluğuna bankacılık sisteminin aracılık ediyor olmasıdır. Yabancı sermayenin ülkeye bankacılık sistemi dışında bir kanal aracılığı ile giriyor olduğu durumlarda bile bankacılık sisteminin kredi açma

kapasitesinde bir artış görülebilir. Örneğin, yabancı yatırımcı yurtiçi hisse senedi alımına karar vermişse gerekli alım karşısında ödeyeceği yerli parayı elde etmek amacıyla döviz cinsinden mevduatlarını, yerli para cinsinden mevduat ile değiştirmek durumunda kalacaktır. Bu da, bankaların döviz cinsi mevduatlarında artışa yol açarak karşılığında kredi açmalarına olanak sağlayacaktır.

Politika yapıcıları ilgilendiren bir diğer konu da sermaye girişlerinin enflasyon üzerindeki etkisidir.

Sermaye akımlarının enflasyonist olup olmayacağı ülkede uygulanan döviz kuru ve sermaye girişleri karşısında uygulanan politikalara bağlı olarak değişmektedir. Esnek döviz kuru rejimi altında sermaye girişleri (kaynağı ne olursa olsun) nominal döviz kurunda değerlenmeye neden olacak, aynı zamanda da ithal edilen mal fiyatlarında düşüşe yol açarak ticarete konu olmayan mal talebinde düşüşe ve bu malların fiyatlarında gerilemeye neden olacaktır. Tüm bu gelişmeler enflasyonist baskıları azaltacaktır. Dolayısıyla döviz kuru sistemi ne kadar esnekse sermaye akımlarının enflasyonist olma olasılığı o kadar düşüktür.

Sabit döviz kuru rejimi altında ise akımların ne kadar enflasyonist olacağı, akımların nedenlerine bağlıdır. Akımlar eğer yurtiçi para talebindeki bir artıştan kaynaklanıyor ise (ki bu da enflasyon beklentilerindeki gerilemenin bir sonucu olabilir) enflasyonist bir etki yaratmayacaktır. Diğer etkenlerden kaynaklanan sermaye akımları ise enflasyonist olacaktır.

Enflasyonun ana hedef olduğu bir ortamda sermaye akımları karşısında uygulanacak optimal politika, nominal döviz kurunda değerlenmeye izin vermektir. Uzun vadede nominal döviz kurundaki değişimin enflasyon üzerindeki etkisi, reel kurdaki değerlenmenin ekonomideki kaynak dağılımının ticaret konu olan mallardan olmayan mallara doğru kaymasına yol açıp açmadığına ve ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki değişime bağlı olarak değişecektir. Ticarete konu olmayan malların arzındaki bir artış, fiyatlarda düşüşe neden olacak ve enflasyonist

baskıları hafifletecektir. Kısa vadede ise nominal kurdaki değerenme 3 ayrı kanal yoluyla enflasyonu etkileyebilir (World Bank, 1997):

Fiyat etkisi: bu etki, kurdaki hareketin ticarete konu malların fiyatlarında yarattığı doğrudan etki (ithal tüketim ve ara malları) ve ticarete konu olmayan mal fiyatları üzerindeki dolaylı fiyat etkisinin toplamına eşittir. Genellikle nominal kurdaki değerenmenin yurtiçi fiyatlarda ne kadar gerilemeye yol açacağı ticarete konu malların toplam harcamalardaki payına bağlı olarak değışecektir. Enflasyondaki değışim ticarete konu olmayan malların arz ve talep esnekliklerinden de etkilenecektir. Ayrıca ekonomide mevcut bulunan ücret endeksleme mekanizması ve fiyatlandırma mekanizmaları da enflasyon üzerinde belirleyici olacaktır.

Varlık etkisi: nominal kurdaki değerenme fiyatlar genel seviyesinde düşüşe yol açacaktır. Kişisel reel gelirdeki artış toplam talepte artışa yol açacak ve kısa vadede mal arzının görel olarak inelastik yapısı nedeniyle, enflasyonist baskıları artıracaktır. Bu da enflasyonda başlangıçta ortaya çıkan gerilemeyi bir parça da olsa telafi edecektir.

Beklenti etkisi: Bu etki, politika tercihlerine ilişkin algılamalara ve ekonomik birimlerin döviz kurundaki değer kazanımına ne kadar kredibilite yüklediklerine bağlı olarak değışecektir. Nominal döviz kurundaki değerenmenin yol açtığı reel değerenme, devalüasyon ve enflasyon beklentilerini azaltabilir. Bu da faiz oranlarında düşüşe ve para talebinde artışa yol açacaktır. Faiz oranlarındaki düşüş toplam talebi körükleyerek, enflasyonist baskılara yol açabilir.

Reel kurdaki değerenmenin iyi ve kötü yönleri vardır. Reel kurdaki değerenme enflasyonda gerilemeye yol açarken cari açıkta genişlemeye yol açabilir. Reel kurdaki değerenmenin ihracat üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin büyüklüğü belli başlı 2 faktöre bağlıdır:

1) Kurdaki nominal değerenmenin reel kurda ne kadar değerenme ile sonuçlanacağı önem kazanmaktadır; nominal kurdaki değerenme fiyatlar genel seviyesinde gerilemeye yol açacağından, reel kurdaki artış nominal kura kıyasla daha düşük olacaktır.

2) Reel kurdaki değerenmenin ihracat arzı üzerindeki etkisi de önemlidir. Bu etki de ihracatın kısa ve uzun vadeli fiyat esnekliklerine bağlı olacaktır.

Eęer kısa vadeli fiyat esnekliği dūşükse ve reel kurdaki değerenme geçici olarak kabul ediliyorsa, ihracat üzerindeki etki sınırlı olacaktır. Ülke örnekleri genellikle uzun vadeli fiyat esnekliklerinin 1' in altında olduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle ihracatta büyük değişiklikler, ancak görelî fiyatlardaki büyük değişimler sonucunda ortaya çıkmaktadır.

### **2.2.3. Sürü Psikolojisi, Bulaşıcılık ve Sermaye Akımlarının Oynaklığı**

Kısa vadeli sermaye akımlarında yerli paraya yönelik spekülâtif baskılarla ortaya çıkabilecek ani durma ve geri çıkış tehlikesi, borç alan ülkelerin maliyetli nakit kaçışları ile karşı karşıya kalabileceğine işaret etmektedir (Calvo 1998). Sermaye akımlarında yaşanan geri çıkışlar, Türkiye (1994-2001), Venezuela (1987), Meksika (1994), Asya (1997) ve Rusya'da (1998) krizlere yol açmıştır. Yaşanan geri çıkışların ortak nedeni genellikle yurtiçi politikalara olan güven kaybıdır. Ancak Stiglitz (2000)'e göre, krizlerin doğu Asya'dan, Rusya'ya daha sonra da Latin Amerika'ya yayılması, istikrarlı ekonomik politikalar izleyen ve görelî olarak güçlü finansal kuruluşlara sahip ülkelerin dahi, krizlerden büyük ölçüde etkilendiğini göstermektedir. Chang ve Velasco (2000)'ya göre, borç alan ülkenin kısa vadeli borçlarının uluslararası rezervlere oranı ne kadar yüksek ise, bu tür ani sermaye çıkışlarının olasılığı o kadar yüksek olacaktır.

Radelet ve Sachs (1999) da çalışmalarında, Asya ülkelerinde yaşanan krizin ana kaynağını ani sermaye geri çıkışları olarak değerlendirirken, akımların kısa vadeli yapısının geri çıkışları hızlandırdığını vurgulamakta ve hemen hemen krizden etkilenen tüm ülkelerde kısa vadeli borç/resmi rezerv oranının düşüklüğüne dikkat çekmektedir.

Krugman (1998) da daha erken çalışmalarında, Asya ekonomilerinde mevcut bulunan zayıflıkların yolsuzluk ve ahlak sorunu problemleri ile birleşerek aşırı yatırıma yol açtığına ve piyasa oyuncularının

beklentilerindeki kötüleşme ile birlikte krizle sonuçlandığına vurgu yaparken, daha sonraki çalışmalarında (1999) bu tür zayıflıkların, krizlerin büyüklüğü ve bulaşıcılığını açıklayamadığını ve asıl suçlunun finansal panik ve aşırı serbest uluslararası finansal piyasalar olduğunu ileri sürmüştür.

Glick ve Rose (1998), ticaret bağlantılarının krizlerin bulaşıcılığında temel rol oynadığına ilişkin kanıtlar sunarken, Hernandez ve Valdes (2001) de dolaylı finansal bağların da krizlerin yayılmasına neden olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Yazarlara göre, aynı finansal merkezdeki bankalardan borçlanan ülkelerin diğer ülkelere kıyasla krizlerden daha çok etkilendiği gözlenmektedir.

Genellikle sermaye akımlarının oynaklık derecesi global faiz oranlarındaki değişim gibi dış faktörlerle ilişkili olduğu kadar, yurtiçi ekonomik temellerdeki gerçek ve algılanan değişimle de yakından ilişkilidir. Yatırımcıların ülke ekonomisine ilişkin algılamalarının sürekli olarak yeni gelen bilgilere bağlı olarak değişim kaydettiği gerçeği, piyasaların finansal krizlere yol açabilecek kadar büyük ve ani tepkiler verebileceği olasılığını da ortaya çıkarmaktadır. Özellikle kısa vadeli sermaye akımları, sürü psikolojisine oldukça açık ve bulaşıcılığı yüksek akımlardır. Pek çok ekonomist ve politika yapıcı da kısa vadeli sermaye akımlarının uzun vadeli akımlara nazaran daha istikrarsız olduğu ve dolayısıyla krizlere karşı ekonominin kırılganlığını artırdığı konusunda hem fikirdir.

Fernandez-Arias ve Hausmann (2000) da çalışmalarında, DYY'nin diğer yatırım türlerine göre daha güvenli olduğu ve bu sonucun farklı risk faktörlerine sahip ülkeler için geçerli olduğu sonucuna ulaşırken, DYY harici yatırımların, ülkelerin kendi para cinslerinden borçlanamamasının yarattığı<sup>8</sup> döviz ve vade uyumsuzlukları nedeniyle, ekonominin krizlere karşı kırılganlığını artırdığını, DYY için ise bu olgunun geçerli olmadığını ileri sürmektedirler.

Kaminsky ve Reinhart (1996), 1990'lı yıllar boyunca Latin Amerika'ya gerçekleştirilen sermaye akımlarının, Asya ülkelerinkine kıyasla

---

<sup>8</sup> Bu olgu "başlangıçta var olan günah" olarak nitelendirilmektedir.

daha oynak olduğuna dikkat çekmekte ve her iki bölgede de kısa vadeli yatırımların oynaklık derecesinin daha yüksek olduğunu vurgulamaktadır.

Lopez-Mejia (1999)'da Asya krizinin kısa vadeli akımların yüksek oynaklık derecesinin bir göstergesi olduğunu ve 1990'lı yıllarla birlikte türev enstrümanlarda yaşanan gelişmelere rağmen, riskten korunmamış döviz ve faiz riskinin hem Asya hem de Meksika krizinde belirleyici olduğunu ifade etmektedir.

Bu konudaki diğer ampirik çalışmaları incelediğimizde, ilk çalışmaların örneğın Claessens, Dooley ve Warner (1995) gibi, kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye girişlerinin ve DYY ve portföy yatırımlarının oynaklık yapısının birbirinden farklı olmadığı sonucuna ulaştığını, ancak yakın zamanda yapılan çalışmaların bir çoğunun portföy yatırımlarının daha uzun vadeli kabul edilen DYY'ye kıyasla daha oynak olduğu görüşünde birleştiğini görmekteyiz. Brewer ve Nollen (2000), geçtiğimiz 20 yılda en yüksek miktarda DYY'ye ev sahipliğı yapmış 17 gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmada 11 ülkenin portföy yatırımlarının oynaklığının DYY'ye nazaran daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Diğer yandan Calvo (1998), çalışmasında cari açığın tamamının doğrudan yatırımla finanse edilmesi durumunda dahi, ülkelerin finansal krizlerle ya da ödemeler dengesi krizleri ile karşı karşıya kalabileceğini ortaya koymaktadır.

#### **2.2.4. Yabancı Banka Girişlerinin Yarattığı Riskler**

Agenor (2001), yabancı bankaların finansal sisteme girişinin yarattığı riskleri aşağıdaki gibi sıralamaktadır.

1. Yabancı bankalar küçük firmalara (daha çok ticarete konu olmayan mal üreten) ve tüketicilere nazaran büyük ve güvenilirliği yüksek firmalara (ticarete konu mallar üreten) kredi kullandırmayı tercih ederek ekonomik çıktı, istihdam ve gelir dağılımı üzerinde olumsuz bir etki yaratabilir.



2. Genellikle düşük operasyonel maliyete sahip yabancı bankaların piyasaya girişi karşısında, yerli bankalar üzerindeki rekabet baskısı artacak ve onları birleşmeye zorlayarak piyasada “batmayacak kadar büyük bankaların ortaya çıkmasına yol açacaktır.

3. Yabancı bankaların piyasaya girişi tek başına bankacılık sisteminin istikrarını sağlamaya yetmeyecek, bankacılık krizlerinin ortaya çıkması durumunda çok büyük iflasların ortaya çıkmasına yol açacaktır.

Sonuç olarak ekonomik teori, sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin pozitif ve negatif yönleri olduğunu ortaya koymaktadır. Ampirik çalışmalar ve ülke tecrübeleri de bu teoriyi desteklemektedir. Ülkelerin dış ticarete açıklığı konusunda yapılan pek çok çalışma gümrük kısıtlarının kaldırılmasının büyümeyi büyük ölçüde olumlu etkilediğine işaret ederken, finansal açıklık konusunda bu sonuca ulaşamaması bu konudaki tartışmaları daha da derinleştirmektedir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE GERÇEKLEŞTİRİLEN SERMAYE AKIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Sermaye akımlarına yol açan faktörlerin belirlenmesi hem sermaye akımlarının gelecekteki hareketinin doğru tahmin edilmesi, hem de akımlar karşısında uygulanacak politika enstrümanlarının seçimi ve etkin politikaların belirlenmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Eğer akımlara yol açan faktörler tamamen dışsal (dış kaynaklı) ise, akımlar karşısında ancak dolaylı ve telafi edici politikalar güdülebilir. Diğer yandan akımların nedeni yurtiçi ekonomik gelişmelerdeki değişiklik ise, bu durumda akımlar karşısında doğrudan politikalar uygulanabilecektir.<sup>9</sup> Ancak doğru politika tercihi yalnızca sermaye akımlarının nedenini bilmekten geçmemekte, aynı zamanda ekonomi üzerindeki etkilerinin iyi analiz edilmesini gerektirmektedir.

Uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelmelerine yol açan temel etken, daha yüksek getiri arayışları ve farklı enstrümanlara yatırım yaparak riskin dağıtılmasıdır. Diğer yandan bu temel amaçla birlikte 1990'lardan bu yana özel sermayenin gelişmekte olan ülkelerdeki yatırım olanaklarına olan ilgisinin artmasına yol açan pekçok içsel (yurtiçi) ve dışsal (yurtdışı) faktör mevcuttur. Calvo v.d.'nin (1996) sırasıyla "çekme" ve "itme" faktörleri olarak nitelendirdikleri bu içsel ve dışsal faktörlerin sermaye akımlarının belirlenmesinde oynadığı rol, ülkelere göre farklılık göstermektedir. Buna ek olarak, finansal piyasalardaki derinleşme ve bilgi ve iletişim teknolojilerindeki iyileşme gibi global faktörler de sermayenin sınırlararası dolanımının hız kazanmasına katkıda bulunmuştur. Albuquerque v.d. (2003) de çalışmalarında artan piyasa bütünleşmesi ile birlikte global faktörlerin (global büyüme oranı, global hisse senedi piyasaları getiri oranı, G3 ortalama tahvil getirisi gibi) DYY üzerindeki etkisinin artış kaydettiği bulgusuna ulaşmışlardır.

---

<sup>9</sup> Montiel ve Arias (1996).

### 3.1. Çekme Faktörleri

Çekme faktörleri diğer bir deyişle içsel faktörler, daha geniş tanım ile gelişmekte olan ülke politikalarında meydana gelen değişiklikler ve diğer dışa açılımla ilgili gelişmeler sonucunda bu ülkelerin, risk-getiri karakteristiklerinde meydana gelen iyileşmeyi ifade etmektedir. Bu faktörlerin bir bölümü ülke kredibilitesinde değişikliğe yol açarken, bazıları da söz konusu ülkelere getiri ve verimlilik artışlarına yol açarak, sermayenin gelişmekte olan ülkelere çekilmesini sağlayan unsurlardır. Çekme faktörleri Fernandez-Arias ve Montiel (1996)'in çalışmasında şu şekilde özetlenmektedir:

- Sermayenin beklenen uzun dönem getirisinde artışa yol açan geniş çaplı yapısal ve kurumsal reformlar ve makroekonomik politikalarda iyileşme (örneğin başarılı olduğu düşünülen enflasyon düşürme ve istikrar programları),
- Kısa vadeli makroekonomik politikalar (örneğin sıkı para politikası yurtiçi finansal enstrümanların beklenen getirisini artırarak sermaye girişlerine yol açar),
- Sermaye kontrollerinin ya da doğrudan yatırımlara uygulanan kısıtlamaların kaldırılması gibi yurtiçi finansal piyasaların dışa açıklığını artıran politikalar,
- Borç-hisse senedi swapları, sürdürülebilir borçlanma ve borç stoğunda azalışa yol açan anlaşmalar,
- Kaynak dağılımının etkinliğini artıran stabilizasyon programları ve yapısal reformlar,
- Yurtiçi ekonominin sindirme kapasitesinin gelire kıyasla artmasını sağlayan politikalar,
- Uluslararası ticaret haddinde meydana gelen değişiklikler nedeniyle milli gelirden görülen değişimler.

Bunlara ek olarak siyasi riskler, coğrafi konum ve doğal kaynak gibi faktörler de çekme faktörleri arasında sayılmaktadır.

Obstfeld (1986), yurtiçi sermaye piyasalarının liberalizasyonunun ve kurumsal reformların yabancı sermayeyi çekmede etkili olduğunu ileri sürerken, Corbo ve Hernandez (1998), gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllarda gerçekleştirilen yapısal reformlar, emek ve finans piyasalarının serbestleştirilmesi ve ticaret üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasının, ülke kredibilitesini iyileştirerek sermaye girişlerini hızlandırdığına işaret etmektedir. Liberalizasyon politikaları ve istikrar programları ekonomik etkinliğin artırılmasını hedeflemekte ve makroekonomik politikalara olan güveni artırmaktadır.

Calvo v.d. (1996), 1980'li yılların sonlarında Bolivya, Şili ve Meksika'nın uyguladığı ve 1990'lı yıllarda Arjantin, Brezilya, Ekvator ve Peru'da gerçekleştirilen dezenflasyon programlarının, söz konusu ülkelere ilişkin makroekonomik riskleri azaltarak, bu ülkelere gerçekleştirilen sermaye akımlarını destekleyen faktörler arasında yer aldığını ifade etmektedir. Düzelen mali dengeler, enflasyon beklentilerini düşürerek politika yapıcıların makroekonomik istikrarı sağlama konusunda istekli oldukları yönünde bir sinyal olarak yorumlanmaktadır.

Diğer yandan Agenor (2001) ile Agenor v.d. (1997), Brezilya ve Türkiye gibi yüksek bütçe açıklarına sahip olmakla birlikte görece olarak sıkı para politikası uygulayan ülkelerin de geniş çaplı kısa vadeli sermaye girişine ev sahipliği yaptıklarına dikkat çekmektedir.

Lopez-Mejia (1999), Romanya'da 1980 ortalarında, Bulgaristan ve Polonya'da 1990'lı yıllarda gerçekleştirilen borcun yeniden yapılandırılması programlarının, ülkelerin kredibilitesini iyileştirerek sermaye girişlerine yol açtığını belirtmektedir. Lopez-Mejia ayrıca Arjantin, Meksika, Venezuela gibi borç yükü yüksek Latin Amerika ülkelerinde "Brady-tahvilleri" gibi resmi anlaşmalarla borcun yeniden yapılandırılmasının söz konusu ülkelerin çekiciliğini artırdığına dikkat çekmektedir.

Son dönemde araştırmacılar dikkatlerini sermaye akımlarını - özellikle doğrudan yatırımları- belirleyen politik faktörlere yöneltmişlerdir. Sonuçlar göstermektedir ki, politik ve ekonomik risk derecelendirmelerindeki kötüleşme (Lehman, 1999), veya yolsuzluk (Wei ve Wu,1990) doğrudan yabancı yatırımları, diğeri yabancı fonlara nazaran daha olumsuz etkilemekte dolayısıyla ekonomik kriz riskini artırmaktadır. Alfaro, Kalemli ve Volosovych (2004)'in bulgularına göre kurumsal kalitenin yanı sıra tutarlı iç politikalar da farklı sermaye akımlarının başlıca belirleyicileri arasındadır.

### **3.2. İtme Faktörleri**

Gelişmekte olan ülkeler, sanayileşmiş ülkelerdeki gelişmelerden ve/veya yatırımcıların bölgesel risk algılamalarındaki değişikliklerden, yurtiçi ekonomik gelişmelerden bağımsız olarak etkilenmektedirler. Bu da sermaye akımlarında yaşanan tersine dönüşleri daha da tahmin edilmesi zor hale getirmektedir. İtme faktörleri ya da dışsal faktörleri kısaca sıralamak gerekirse:

- Yurtdışı faiz oranları ve iş çevirimi koşulları (sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk gibi).
- Borç veren ülkelerde sermaye piyasalarına ulaşım maliyetini azaltan gelişmeler (ulaşım ve haberleşme teknolojisindeki olumlu gelişmeler gibi).
- Uluslararası sermaye piyasalarındaki bulaşıcılık etkisi (spekülatif akımlar) sayılabilir.

Pek çok ekonometrik çalışma 1990'lar başında ABD ve diğeri sanayileşmiş ülkelerde mevcut bulunan düşük faiz ortamının, yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelmelerinde büyük rol oynadığına işaret etmektedir (World Bank, 1997).

Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993), sanayileşmiş ülkelerdeki iş çevirimi koşullarının, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin ana kaynağı olduğuna işaret ederken, 1990'lar başındaki düşük faiz ortamının, sermaye akımları üzerindeki etkisinin iki kanaldan ortaya çıktığına dikkat

çekmektedir. İlk olarak, bu dönemde ABD, Japonya ve bazı Avrupa ülkelerinde yaşanan durgunlukla beraber ortaya çıkan düşük faiz ortamı, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek kar olanaklarını daha cazip hale getirmiştir. İkinci olarak da, düşük faiz ortamı gelişmekte olan ülkelerde borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri hafifleterek ülke kredibilitelerinde iyileşmeye neden olmuştur.

Benzer olarak Fernandez-Arias (1996), 1989-1993 dönem için yaptığı analizde, borç yükü yüksek gelişmekte olan ülkelerin kredibilitesindeki iyileşmenin yurtiçi makroekonomik gelişmelerden değil, büyük ölçüde global faiz oranlarındaki gerilemeden kaynaklandığına dikkat çekmekte ve bu dönemde gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye yatırımlarının ana kaynağının içsel faktörler değil, dışsal faktörler olduğunu ileri sürmektedir.

Lopez-Mejia (1999), 1994 yılında global faiz oranlarının yeniden yükselişe geçmesi ve Meksika'da yaşanan krize rağmen, gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişinin devam etmesini diğer bazı yurtdışı yapısal faktörlere bağlamaktadır. Lopez-Mejia'ya göre, bu dönemde sermaye ihraç eden ülkelerde gözlenen haberleşme maliyetlerindeki düşüş, uluslararası rekabetteki artış ve yurtiçi maliyetlerdeki yükseliş, sanayileşmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin, karlılık ve etkinliği artırmak amacıyla gelişmekte olan ülkelere yönelmelerine yol açmıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen yabancı sermaye yatırımlarını destekleyen bir diğer yapısal faktör de sanayileşmiş ülkelerin finansal yapısı içerisinde kurumsal yatırımcıların öneminin artması olmuştur. Bu kurumsal yatırımcılar daha yüksek uzun vadeli beklenen getiri ve risk çeşitlendirmesi amacıyla gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelerek, bu piyasalarda daha aktif rol almıştır. Pek çok ülke için global fonların küçük bir bölümünün yer değiştirmesi, ülke ekonomisinin büyüklüğü ile kıyaslandığında oldukça büyük sermaye akımlarına yol açabilecektir. Global tasarrufların belirli kurumsal yatırımcıların elinde toplanmış olması sermaye akımlarının tetikleyici olaylara karşı hassasiyetini artırmaktadır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### SERMAYE AKIMLARININ OLASI MAKROEKONOMİK ETKİLERİ VE SERMAYE AKIMLARI KARŞISINDA UYGULANACAK POLİTİKALAR

1990 sonrası yaşanan ülke tecrübeleri ve krizlerin ardından, gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen sermaye akımlarının olası makroekonomik etkileri ve akımlar karşısında uygulanacak politikalara ilişkin tartışmalar hız kazanmıştır. Montiel (1999), sermaye hesabının bağımlı bir değişken olduğuna dikkat çekerken, aslında sermaye akımlarının kendi başına politika sorunları yaratmadığını, ancak sermaye akımlarına yol açan şokların bir politika gereksinimi oluşturduğunu vurgulamaktadır. Bu nedenle sermaye girişleri karşısında uygulanacak politikaların belirlenmesi amacıyla bu şokların doğru tespit edilmesi önem kazanmaktadır.

Bu konuda ekonomistler ve politika yapıcılar içinde farklı varsayımlar içeren iki görüş mevcuttur. İlk görüş sermaye akımlarındaki aksaklıkların genellikle yurtiçi değişkenlerde yaşanan değişimlere bir tepki olarak ortaya çıktığını kabul eden ve bu nedenle politika yapıcıların yalnızca yurtiçi politikaları iyileştirmeye konsantre olmaları gerektiğini ve özel olarak sermaye akımlarına odaklanmanın gereksizliğini savunan görüştür. İkinci görüş yanlıları ise sermaye akımlarının iç etkenlerin yanı sıra dış etkenlerden de büyük ölçüde etkilendiği öngörüsünden yola çıkarak, akımların zaman zaman yurtiçi ekonomik istikrarı bozucu etkiler yaratabileceğini, bu nedenle ekonomik otoritelerin, sermaye akımlarının yurtiçi makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini azaltmayı hedefleyen politikalar gütmeleri gerekliliğini ileri sürmektedirler.

Agosin (2005), çalışmasında ilk görüşü “Wall Street” görüşü olarak değerlendirmekte, ikinci görüşte ise “Neoyapısal Yaklaşımı” tanımlamaktadır. İki görüş arasındaki temel fark, ekonominin işleyiş mekanizmasını nasıl gördüklerine ilişkindir. Wall Street görüşü, ekonomiyi etkin piyasalar, hızla

ayarlanan fiyatlar ve klasik “dichotomy” (parasal değişkenler uzun vadede reel değişkenler üzerinde etkili değildir) yaklaşımı ile yorumlarken, Neoyapısal görüşü savunanlar ise, ekonominin işleyiş mekanizmasını eksik piyasalar (özellikle finans sektöründe), yavaş ve eksik dengeye ulaşım mekanizması ve parasal değişkenlerin geciktirilmiş reel etkilerine (özellikle nominal döviz kuru) dayandırarak yorumlamaktadırlar.

Montiel (1999) de Agosin’in “Wall Street” ve “Neoyapısal” görüş olarak nitelendirdiği iki farklı yaklaşımı aşağıdaki şekliyle yorumlamaktadır:

“tam bilgiye sahip ve faydayı maksimize eden ajanların tam rekabetçi bir ortamda faaliyet gösterdiği bir ekonomide ulaşılan genel denge “Pareto Optimum” olacaktır. Bu durumda sermaye akımlarına neden olan pek çok şok, ekonomik ajanlar üzerinde büyük etkiler yaratabilecek, ancak bu sonuçların uygulanacak politikalarla iyileştirilmesi mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla sermaye akımları karşısında politikalara ihtiyaç duyulması için ekonomide bir takım bozuklukların mevcut bulunması gereklidir. Böylesi bir ortamda ihtiyaç duyulan politika karşılığı, hem akıma yol açan şokun hem de ekonomide mevcut bulunan bozukluğun yapısına bağlı olarak değişecektir.”

Agosin’in (2005) belirttiği üzere, Wall Street görüşe göre sermaye akımları iyi huyludur. Akımlarda ortaya çıkan herhangi bir aksaklık ya da tersine dönüş, kötü yurtiçi politikaların ürünüdür. Gerçekten de finansal krizler neredeyse her zaman kronik mali açıklara bağlanmıştır (Mussa 2002). Böylesi bir durumda politika önerisi açıkların kapatılmasıdır. Bu sağlanırsa sermaye yeniden ülkeye dönecektir. Sermaye kaçıışı ile karşı karşıya olan hükümetlere çözüm önerisi olarak faiz oranlarının artırımları ve yerli parayı devalüe etmeleri tavsiye edilmektedir. Böylece sermaye çıkışı duracaktır.

Montiel, sermaye akımları karşısında uygulanacak politikalara ancak ekonomik işleyişde eksiklikler bulunması durumunda ihtiyaç olacağına dikkat çekerken, pratikte politika yapıcıların iki tip bozukluktan endişelendiklerine dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki, piyasadaki nominal katılık sonucunda sermaye giriş/çıkışları sonrasında toplam talepte ve üretimde ortaya çıkan oynaklıklardır. Bu durumda politika yapıcıların hedefi toplam talepteki dalgalanmaların giderilmesini amaçlayan yurtiçi istikrar politikaları uygulamak olacaktır. İkinci bozukluk ise yurtiçi finansal sistemin eksik işleyişidir. Bu bozukluk ekonomik faydayı çeşitli yollardan olumsuz etkilemektedir. İlk olarak bu tür bir bozukluk yabancı yatırımların dağılımında bir bozukluğa yol açarak



toplam geliri düşürecek ve aynı zamanda gelir seviyesinde dalgalanmaya yol açacaktır. Buna ilaveten eksik işleyiş, uygulanacak politikalar üzerinde kısıtlamaya yol açacak bu da diğer bir maliyet olarak karşımıza çıkacaktır. Bu durumda uygulanması gereken karşı politika yine istikrarın sağlanması olabileceği gibi, aynı zamanda finansal sistemde yapısal değişikliklerin yapılmasını da kapsayacaktır.

Montiel'in bu görüşleri Neoyapısal savla uyuşmaktadır. Neoyapısal görüşe göre sermaye girişi dışsaldır ve bir çok durumda sermayenin hacmi sığ ve iyi regüle edilmeyen yurtiçi sermaye piyasalarına göre çok yüksektir. En iyi şartlar altında dahi ellerinde bulunan enstrümanlarla büyük çapta sermaye karşısında sermaye akımlarını yönetmek gelişmekte olan ülke otoriteleri için oldukça zordur. Tecrübeler sermaye akımlarının parasal etkilerinin sterilizasyonunun ve reel döviz kurundaki hızlı değerlenmenin önlenmesinin oldukça zor olduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak aslında tüm yaklaşımlar piyasa mekanizmasının işleyişinde eksikliklerin bulunduğu ve finansal sistemin sığ ve denetimsiz olduğu ekonomilerde sermaye akımlarının olası etkilerinin hafifletilmesi amacıyla çeşitli politika uygulamalarına ihtiyaç duyulacağı konusunda hem fikirdir. Ne yazık ki bu tür eksiklikler hemen hemen tüm gelişmekte olan ülke ekonomilerinde mevcuttur. Bu tür ekonomilerde sermaye girişleri başlangıçta ticarete konu olan ve olmayan mal ve hizmetlerin yurtiçi tüketiminde artışa yol açacak, büyümeyi artırıp, işsizliği düşürecektir. Ancak sermaye girişleri finansal sistemin ve ekonominin büyüklüğü ile kıyaslandığında oldukça yüksek hacimli ve sterilize edilmesi zor ise parasal büyüklüklerde ve varlık fiyatlarında artışa yol açacaktır. Müdahale edilmemesi durumunda reel döviz kuru değerlenecek hatta sıçrayacaktır. Cari açık büyüyecektir. Döviz kurundaki oynaklık eğer politik kredibilite sabit döviz kurunun sürdürülebilirliğine bağlı ise çok daha kötü etkiler yaratabilir. Örneğin Kaminsky (1997) reel döviz kurundaki değerlenmenin gelecek döviz krizlerinin en iyi göstergesi olduğunu ileri sürmektedir.

Bu noktada yatırımcılar, cari açığın sürdürülemez olduğuna karar verebilir ve cari açığı finanse etmek daha da zorlaşabilir. Rezervler düşmeye

başlar. Ülke görünümü kötüleşir. Kredi kanalları kapanır. Agosin'e göre tecrübeler söz konusu gelişmelerin doğru kamu maliyesi politikalarının uygulandığı dolayısıyla cari açıkların muhatabının özel sektör olduğu ülkelerde bile geçerli olduğunu göstermektedir (örneğin, Kore ve Şili). Krizlerin gerek dış ticaret yoluyla gerekse sürü psikolojisi yoluyla bulaşma mekanizması, ki bu da sermaye akımlarının aslında dışsal olduğunun bir göstergesidir, krizlerin bir ülkeden diğerine yayılmasına neden olmaktadır. Diğer yandan tüm bu olumsuz senaryoların yaşanmadığı durumlarda dahi, geçici akımlar ekonomide temel değişimlere yol açmasa da parasal ara hedefleri ve yurtiçi harcamalarda dalgalanmaya neden olabilir.

Tüm bu değerlendirmeler politika yapıcıların sermaye akımlarını sınırlamak, büyük çaplı sermaye girişlerinin ve ani tersine dönüşlerin olası etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla bazı yönlendirici politikalara başvurmalarına yol açmıştır.

Bu amaçla kullanılan standart politikalar 5 ana başlıkta sıralanabilir. Bunlar sırasıyla:

1. Sermaye akımlarının sterilizasyonu
2. Daha esnek döviz kuru uygulaması
3. Sermaye kontrolleri
4. Sıkı maliye politikaları
5. Sermaye kaçışları karşısında para politikasının sıkılaştırılmasıdır.

Sermaye akımları karşısında uygulanacak doğru politika karşılıklarının belirlenmesinde sermaye akımlarına yol açan faktörlerle birlikte uygulanan ülkeye has olmak üzere mevcut politikaların ve yurtiçi kurumsal yapının elverdiği esneklik derecesinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Yukarıda sıralanan politikalar dışında "Bankacılık Sisteminin Güçlendirilmesi" de sermaye girişleri karşısında uygulanması zorunlu bir politika karşılığı olarak ortaya çıkmaktadır. Güneydoğu Asya'da (1997-98) ve Türkiye'de (2001) yaşanan krizler, özellikle finansal sistemleri zayıf olan

Ülkelerin krizden diğer ülkelere oranla daha fazla etkilendiğini göstermiştir<sup>10</sup>. Bankacılık sisteminin sorunları finansal istikrarsızlığı artırıcı en önemli unsurlardan birisidir. Dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması amacıyla yapılması gereken ilk iş, başta bankalar olmak üzere diğer finansal kuruluşların da glendirilmesi ile sıkı bir şekilde denetim ve gözetimlerinin sağlanmasıdır. Bu politikaya ilişkin yapılacak bir değerlendirme finansal sistemin yapısı, işleyişi ve denetimine ilişkin detaylı incelenmeyi gerektirdiğinden söz konusu politika bu çalışmanın konusu dışında bırakılmıştır.

#### **4.1. Farklı Akımlara Karşı Farklı Politikalar**

Daha nceki bölümlerde de belirtildiği üzere sermaye akımları içsel ya da dışsal değişkenlere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Buna ek olarak içsel faktörleri de iki ana başlık altında toplamak mümkündür.

- A) Yurtiçi potansiyel arzda (retim olanaklarında) artış.
- B) Toplam talepte artış.

Gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar öncelikli olarak ekonomik etkinliğin ve performansın, diğer bir deyişle yurtiçi arz potansiyelinin glendirilmesini hedeflemektedir. Arz potansiyelinde büyüme, sermayenin yurtiçi verimliliğinde artış anlamına gelmektedir. İşgücü piyasasına ilişkin reformlar ve fiyat serbestisi, ekonomik etkinliği artırarak üretim potansiyelini glendirecektir. Fiziki sermayenin ve yabancı iş bilgisinin ithali de kendi başına sermayenin yurtiçi verimliliğini artırabilir. Son olarak ülkenin dış ticaret haddindeki bir iyileşme de ekonominin arz potansiyelini artırabilir.

Buna ek olarak finansal liberalizasyon, finansal açıdan kısıtlı olan işletmenin ya da tüketicinin aksi takdirde yapamayacağı yatırım ya da harcamaları gerçekleştirmesine olanak sağlarayarak, iç talebi artıracaktır. Aynı zamanda gelecek dönem gelir ve harcama beklentilerinde artışa da yol açabilir. Mali durumdaki değişiklikler de kısa vadede iç talebi etkileyecektir.

---

<sup>10</sup> Türkiye'ye ilişkin detaylı bir inceleme için bkz. zatay ve Sak (2003).

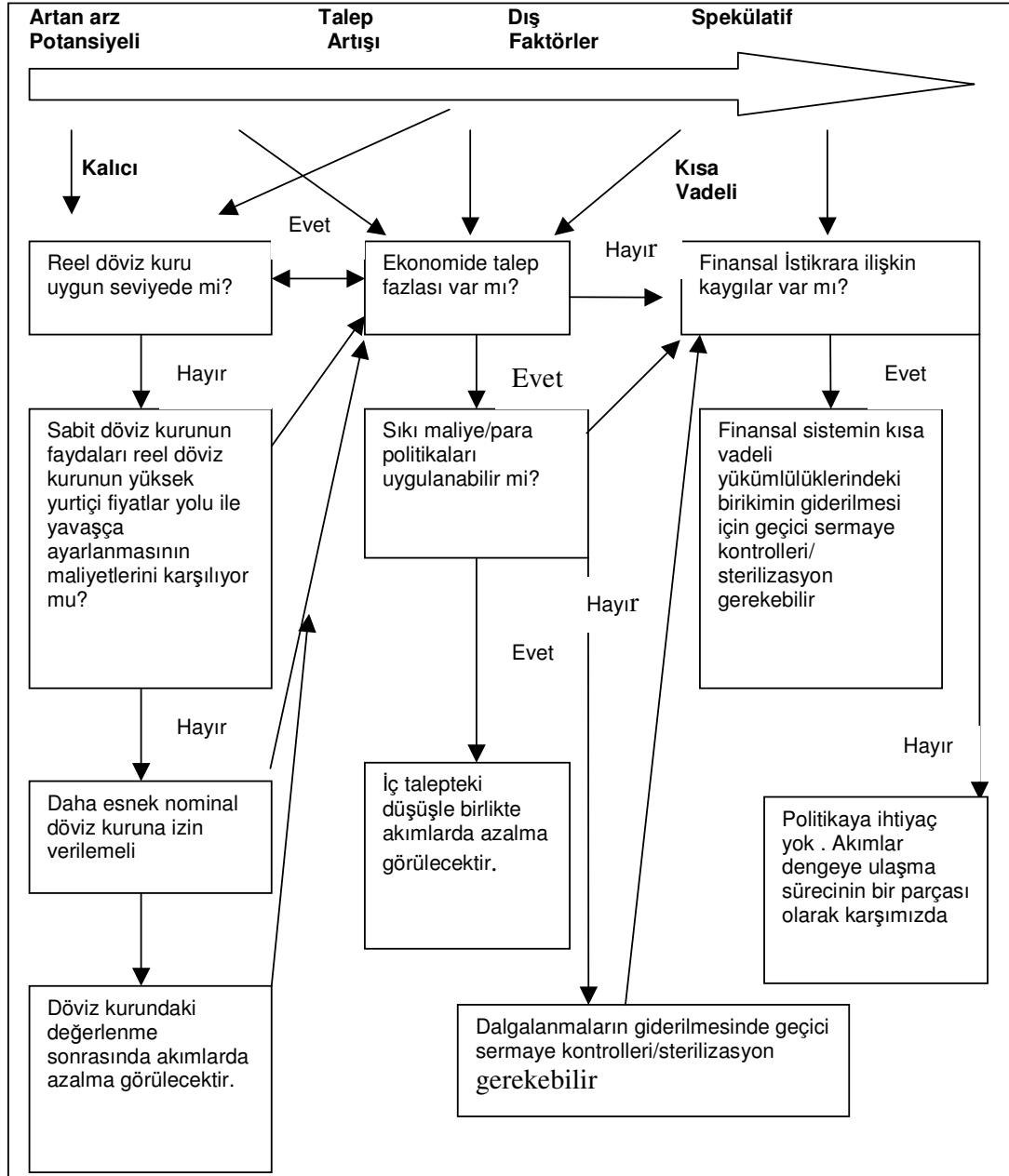
İç talepteki büyüme para talebini artıracak ve faiz oranları ve döviz kuru üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturacaktır (Hoggarth ve Sterne (1997)).

Dolayısıyla sermaye akımlarını belirleyen faktörleri 4 ana başlıkta toplayabiliriz.

- 1) Potansiyel arzda büyüme,
- 2) Artan iç talep,
- 3) Dış etkenler,
- 4) Spekülatif.

Potansiyel arz, talep ve dış koşullarda değişim durumunda sermaye akımları ekonominin yeni iç ve dış dengeye ulaşma sürecinin bir parçası olacaktır. Böylesi bir durumda politika yapıcılar için, çözümlenmesi gereken yeni dengeye ulaşmada kullanılacak optimal döviz kuru, faiz ve maliye politikaları karışımının belirlenmesidir.

Şekil 4.1. ekonominin iç ve dış dengelere ulaşma sürecinde döviz kuru, arz-talep dengesi ve finansal istikrarın nasıl bir arada göz önünde bulundurulması gerektiğini göstermektedir.



**Şekil 4.1: Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler ve Politika Seçenekleri**

Kaynak: Hoggarth ve Sterne (1997)

#### **4.1.1. Sermaye Akımlarının Sermayenin Yurtiçi Verimliliğindeki Artıştan Kaynaklanması**

Politika yapıcılar sermaye girişlerinin kalıcı ya da geçici olmalarına bağlı olarak farklı politika karşılıkları belirlemek zorundadırlar (World Bank,

1997). Potansiyel arzdaki ya da bir diğer deyişle yurtiçi sermayenin üretkenliğindeki artıştan kaynaklanan sermaye girişleri, genellikle kalıcı akımlar olarak karşımıza çıkmaktadır (Hoggarth ve Sterne,1997). Bu tür büyük çaplı sermaye girişleri karşısında politika yapıcının yapması gereken ilk iş sermaye girişleri sonrasında denge reel kurun<sup>11</sup> değişip değişmediğinin ve eğer varsa değişimin (değerlenmenin) nasıl sağlandığının belirlenmesidir. Verilecek ilk karar ise döviz kurundaki nominal değerlenmeye izin verip vermemek olacaktır. Sermayenin yurtiçi verimliliğindeki artışlar denge döviz kurunda değişikliğe yol açma olasılığı en yüksek olan değişimlerdir. Denge döviz kuru ayrıca iç ve dış talepteki kalıcı değişimler ya da yurtdışı faiz oranlarındaki değişimden de etkilenebilir.

Eğer reel kur başlangıçta olması gereken değer altında ise, ya da arz potansiyelinde bir artış söz konusu ise reel döviz kurunda değerlenme kaçınılmazdır. Arzdaki artışlar yurtiçi reel ücretlerin dışarıya kıyasla artmasına yol açacaktır. Mal, faktör ve varlık fiyatlarındaki ayarlamalar uygulanan döviz rejimine bakılmaksızın eninde sonunda yerli parada reel değerlenmeye yol açacaktır ve uygulanacak politika bu değerlenmeyi engellememelidir. Reel döviz kuru değerlenmesi yurtiçi fiyatların yurtdışına kıyasla artmasına yol açacaktır. Bu ya nominal döviz kurundaki değerlenme ya da daha yüksek yurtiçi fiyatlarla gerçekleşebilir (yani geçici olarak daha yüksek enflasyon). Seçilen yolun sermaye akımları ve uyum süreci üzerinde farklı etkileri olacaktır.

Serbest döviz kuru rejimi uygulayan ekonomilerde reel döviz kurundaki yükseliş, dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki artıştan değil, nominal döviz kurundaki değerlenmeden kaynaklanacaktır. Nominal döviz kuru ayarlaması öncelikle dış ticarete konu olan sektörleri etkileyecektir. Arz fazlası başlangıçta yerli mallara olan talepte düşüş ve yabancı mallara olan iç talepteki artışın ardından ortadan kalkacaktır. Döviz kuru üzerinden gerçekleşen ayarlama oldukça hızlıdır. Getiri fazlalıkları hızlı bir şekilde ortadan kalkar ve sermaye girişlerini caydırabilir. Ancak döviz kuru

---

<sup>11</sup> Burada kur makroekonomik teoride kabul edildiği üzere yabancı para/yerli para olarak, reel döviz kuru  $e = \text{nominal kur} \times \text{yurtiçi fiyat seviyesi}(pd) / \text{yurtdışı fiyat seviyesi}(pf)$  olarak kullanılmaktadır. Bu tanıma göre reel kurda artış ülkenin dış piyasada rekabet gücünün azalmasına yol açmaktadır.

yeni denge seviyesine ulaşırken ani ve gereğinden fazla sıçrama gösterebilir (overshoot), bu da oynaklığa yol açacaktır. Orta vadede yurtiçi sindirme kapasitesinde artışı, reel efektif döviz kurundaki aşırı değerlenmeyi ve dış ticaret açıklarını kontrol altında tutmak amacıyla sterilizasyon politikasına ya da sıkı maliye politikalarına ihtiyaç duyulabilir. Özellikle eğer sermaye girişlerinin boyutu ile kıyaslandığında ekonominin sindirme kapasitesi kısıtlı ise sıkı maliye politikaları gerekli olabilir.

Sabit döviz kuru rejimi altında ise reel kurda ayarlama, artan yerli malı fiyatlarıyla yani enflasyon ile ortaya çıkacaktır. Doğası gereği bu göreceli olarak daha yavaş bir süreçtir. Yurtiçi fiyatlar ve ücretler döviz kuruna kıyasla daha yavaş uyum sağlayacaklardır. Diğer yandan özellikle Türkiye gibi uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşamak zorunda kalmış ve dezenflasyon mücadelesi veren ülkelerde fiyatlardaki artış yoluyla sağlanacak bir ayarlama yani reel değerlenme, parasal otoritenin kredibilitesine zarar vermesi nedeniyle istenmeyecektir.

Bazı ülkeler de yerli parada değerlenmeye nominal döviz kuru hedefleri nedeniyle karşı koymaktadırlar. Hoggarth ve Sterne'e göre, Orta ve Doğu Avrupa'daki pek çok ülke geçiş süreçlerinde bu tür dış hedeflerle belirgin bir kredibilite kazanmışlardır. Politika yapıcılar, geçiş mekanizmasına ilişkin bilgi biriktirmeleri açısından iç hedefleri kullanarak, dış hedeflere nazaran daha kolay bir şekilde kredibilitelerini artırmaktadırlar.

Tüm bu nedenlerden dolayı ülkenin arz potansiyelindeki artıştan kaynaklanan büyük çaplı ve kalıcı sermaye girişleri ile karşı karşıya kalan ülkelerde, özellikle de akımların boyutu ekonominin sindirme kapasitesinin çok üzerinde olduğunda ve sabit döviz kuru uygulandığında, sıkı maliye politikaları en doğru çözüm olabilir.

Burada unutulmaması gereken yurtiçi sermayenin verimliliğindeki artışın teşvik ettiği sermaye girişlerinin, para talebi üzerindeki net etkisi, talebin faiz ve gelir esnekliğine bağlı olacaktır. Para talebindeki etki önemlidir çünkü eğer para talebinde bir artış varsa akımlar enflasyonist olmayacaktır. Ancak para talebinde bir kayma olmadığı durumda gözlenen rezerv artışları

parasal tabanda genişlemeye yol açacak bu da enflasyonist baskıları güçlendirerek dış pozisyonda kötüleşmeye neden olacaktır.

#### **4.1.2. Sermaye Akımlarının Aşırı Talepten Kaynaklanması**

İç talepteki büyüme para talebini artıracak ve faiz oranları ve döviz kuru üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturacaktır. Artan talep aynı zamanda emek piyasası koşullarını da etkileyerek, fiyatlarda artışa yol açacaktır. Sermaye girişleri artan talebi tatmin etmeye yardımcı olarak faiz oranlarındaki yukarı yönlü baskıyı kısmen de olsa hafifletecektir.

Eğer döviz kuru rejimi esnek ise, ya da otoriteler yerli paranın değerlenmesine izin verecek olursa bu yabancı malları göreceli olarak ucuzlatacak ve tüketicilerin bu mallara olan talebini (yurtiçi mallara kıyasla) artırmaya yol açacaktır. Döviz kurundaki değerlenme böylece yerli mallar ve emek piyasasındaki baskıyı hafifletebilecek ve fiyatların -ve geçici olarak enflasyonun- sermaye akımlarının olmadığı duruma göre daha düşük gerçekleşmesine yol açacaktır. Dolayısıyla eğer sermaye girişleri aşırı iç talepten ve para talebi fonksiyonunda yukarı yönlü bir kaymadan kaynaklanıyor ise (ki bu finansal deregülasyonun ya da ülkenin kredi riskindeki düşüşün bir sonucu olabilir) herhangi bir politika ile karşılık vermek gerekmemektedir. Çünkü bu durumda parasal tabandaki genişleme enflasyonist olmayacaktır. Ancak merkez bankası, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalarının giderilmesi amacıyla göreceli olarak sıkı para ve döviz piyasalarına müdahale etmek zorunda kalabilir. Bu durumda olası bir endişe kaynağı, parasal büyüklüklerdeki artışla birlikte banka kredilerinde yaşanacak artıştır. Bankacılık sisteminin zayıf olduğu ve gözetim mekanizmasının yetersiz olduğu durumlarda özel banka rezervlerindeki artış, kredi kullandırmalarında aşırı risk alınmasına yol açabilir ve bankaların aracılık faaliyetlerine sınırlama getirilmesini gerekli kılabilir.

Sabit döviz kuru rejimi altında ve sermaye serbestisinin en azından eksik olduğu durumda yükselen faiz oranları sermaye girişlerini cesaretlendirecektir. Bu pozitif eğimli rezerv para arz eğrisi üzerinde bir kaymayı temsil etmektedir. Eğer bu girişler sterilize edilmez ise, para



talebindeki artış para arzındaki artışla kısmen de olsa karşılanacaktır. Yerli ve yabancı para cinsinden varlıklar ne kadar birbirine yakın ve ikame edilebilir ise, para talebindeki artış o ölçüde karşılanacak, faiz oranları başlangıçtaki seviyelerine gerileyecektir. Dolayısıyla, sermaye girişleri karşısında herhangi bir politika uygulamak gerekmeyecektir. Sermaye piyasalarının tam rekabetçi olmadığı durumlarda ise para talebi kısmen karşılanacak ve faiz oranları başlangıç seviyelerinin üzerine çıkacaktır. Yerli ve yabancı varlıkların tam ikame edilebilir olduğu uç durumlarda, yurtiçi faiz oranlarındaki herhangi bir değişim, çok yüksek sermaye hareketlerine yol açacaktır. Bu durumda faiz oranları dış koşullara bağlı olarak belirlenecek ve bağımsız bir faiz politikası gütmek imkansızlaşacaktır.

Sonuç olarak, sermaye akımlarının aşırı talepten kaynaklanıyor olduğu durumlarda herhangi bir politika karşılığı gerekli olmayacak, ancak sterilizasyon politikası döviz kuru ve faiz oranlarındaki oynaklığın giderilmesi amacıyla kullanılabilir.

#### **4.1.3. Sermaye Akımlarının Dış Etkenlerden Kaynaklanması**

Dış etkenlerden kaynaklanan sermaye girişlerindeki artış göreceli olarak kısa süreli olabilir. Eğer söz konusu sermaye girişlerinin geçici olduğu düşünülüyor ise, sterilizasyon politikası (eğer uygulanabiliyor ise) dış rekabet gücündeki kayıpları sınırlaması ya da tamamen önlemesi nedeniyle en doğru politika olabilir. Bu durumda döviz kurunda sınırlı bir miktarda değerlenme de uygun olacaktır. Ancak eğer yerli ve yabancı varlıkların ikame edilebilme derecesi yüksek ise ve döviz kuru sabit ise, akımların sterilize edilebilme kabiliyeti sınırlı ve kısa süreli olabilir. Bu konu bir sonraki bölümde daha detaylı tartışılacaktır. Sterilizasyon üzerindeki kısıtlar çok ciddi boyutta ise ve ekonominin rekabet gücü zayıf ise maliye politikasında ayarlama gerekli olabilir. Ancak bu koşulların geçerli olduğu durumlarda bile maliye politikası, uzun yasama dönemlerini gerekli kıldığından ve vergi yapısında ve hükümet harcamalarında sık yapılan değişiklikler ekonomide yüksek uyum maliyetlerine yol açacağından, doğru bir seçim olmayabilir.

#### 4.1.4. Tutarlı Olmayan Makroekonomik Politikalar İzleyen Ekonomilerde Durum (Spekülatif Akımlar)

Tutarlı olmayan finansal politikalar uygulayan ülkelerde, kısa vadeli sermaye girişleri öncelikle yurtiçi faiz oranlarında ve döviz kurunda beklenen değişimlerden etkilenecektir. Genellikle sermaye akımlarına yol açan yüksek yurtiçi faiz oranları, gevşek mali ve sıkı para politikalarının karışımından kaynaklandığından, sermaye akımları karşısında uygulanacak optimal politikalar da maliye ve para politikası karışımını içermelidir. Diğer yandan faiz oranlarını düşürmek spekülatif sermaye girişlerini caydırıcı olmakla birlikte yurtiçi talebi güçlendirerek, ekonomide aşırı ısınmaya yol açabilir. Bu durumda uygulanacak politika, geçici dış şoklar karşısında uygulanacak politikalara yakın olacaktır. Yani kısmi döviz kuru değerlenmesi ile birlikte gerçekleştirilen sterilize edilmiş müdahaleler. Ancak bu önlemler özellikle eğer yüksek faiz oranları yüksek kamu borcundan kaynaklanıyor ise yapısal reformlar en kısa zamanda uygulanmadığı sürece etkin olmayacaktır. Sermaye akımlarının kaynağına bağlı olarak uygulanan politikaların etkinliği Tablo 4.1 de özetlenmektedir.

**TABLO 4.1. SERMAYE AKIMLARININ YÖNETİMİNDE KULLANILAN ENSTRÜMANLARIN ETKİNLİĞİ**

	Yurtiçi Para Talebi Egrisinde Yukarı Yönlü Kayma	Yerli Sermayenin Verimliliğinde Artış (istikrarlı sermaye girişleri)	Dış Faktörlerin Örneğin Global Faiz Oranlarında Düşüş (geçici sermaye akımları)
Sterilizasyon	Dalganmaların giderilmesinde kullanılabilir	Dalganmaların giderilmesinde kullanılabilir	Uygun politika
Döviz kurunda değerlenme	Denge reel döviz kuru değişmez	Denge reel döviz kurundaki değerlenme kısmen nominal döviz kurunda değerlenme ile kısmen de dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki artış yoluyla sağlanır.	Denge reel efektif döviz kuru değişmek zorunda değildir. Nominal döviz kurunda geçici değerlenme eğer sterilizasyonda kısıtlar varsa gerçekleşebilir.
Maliye Politikaları	Politika karşılığı gerekli değildir.	Eğer sermaye girişlerin boyutu ile kıyaslandığında ekonominin sindirme kapasitesi sınırlı ise sıkı maliye politikaları genellikle gereklidir.	Sterilizasyon üzerindeki kısıtlar çok ağır ise ve ülkenin dış pozisyonu zayıf ise sıkı maliye politikaları gerekli olabilir.

Kaynak: World Bank, Finance & Development, March 1997.

## 4.2. Finansal Göstergelerdeki Gelişmelerin Sermaye Akımlarının Nedenlerine Işık Tutması

Ekonomik teori, sermaye akımlarının kaynağının belirlenmesinin, sermaye akımları karşısında uygulanacak politikalar açısından önemli olduğunu göstermektedir. Politika yapımcıların içsel faktörlerden kaynaklanan sermaye akımları ile dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye akımlarını ayırt etmelerini ve bu bağlamda politika belirlemelerini sağlayacak finansal göstergeler mevcuttur. Bunlar, World Bank (Finance & Development, 1997) yayınında aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Varlık fiyatları,
- Para ve kredi büyüklükleri,
- Ödemeler dengesi verileri,
- Temel uluslararası veriler (faiz oranları gibi),

Sermaye akımlarını belirleyen faktörlere göre akımların finansal göstergelerde yol açtığı etkiler Tablo 4.2. de özetlenmektedir.

İç ve dış varlık fiyatları günlük, hatta anlık takip edilebilmesi nedeniyle para kredi büyüklüklerine ve ödemeler dengesi verilerine nazaran bu kapsamda tercih edilen göstergelerdir. Tabii ki farklı yurtiçi finansal göstergelerin fayda derecesi o ülke ekonomisinin veri toplama ve yayınlama sisteminin ne kadar gelişmiş olduğuna bağlıdır.

Finansal piyasaların derin olduğu ülkelerde, göreceli varlık fiyat hareketleri sermaye hareketlerinin nedenlerinin belirlenmesinde özellikle faydalı olabilir. Tabii ki ülkeler arasında sermaye hareketliliğinin ve yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıklar arasındaki ikame edilebilirliğinin mükemmel olmadığı varsayıldığında.

Sermaye akımları eğer iç talepteki bir artıştan kaynaklanıyor ise, para talebinde yukarı doğru bir kaymanın ardından yatırımcıların portföylerini yeniden düzenlemeleri ile birlikte yerli tahvil, hisse senedi ve gayrimenkullerin fiyatlarında bir düşüş görülecektir. Diğer yandan sermaye girişleri uluslararası faiz oranlarındaki düşüş ya da sermaye verimliliğindeki yükselişten kaynaklanıyor ise reel ve finansal varlıkların fiyatları artacaktır.

Gelir dolanım hızı verileri, para talebindeki değişimlere ilişkin bilgi vermesi açısından önemli olmakla birlikte, gelir düzeyine ilişkin tahminlerin doğruluğu ve zamanlamasına ilişkin eksiklikler nedeniyle tercih edilmemektedir. Fiyatlardaki değişimin para arzındaki değişime tepkisinin gecikmeli olması da bu verinin kullanımını engellemektedir ( World Bank Kitabı,1997).

**TABLO 4.2. FİNANSAL GÖSTERGELERDEKİ GELİŞMELERİN SERMAYE GİRİŞLERİNİN NEDENLERİNE İLİŞKİN IŞIK TUTMASI**

<b>Gösterge</b>	<b>Para Talebi Eğrisinde Yukarı Yönlü Kayma</b>	<b>Yurtiçi Sermayenin Verimliliğinde Artış (sürekli girişler)</b>	<b>Dış Etkenler-Örneğin Global Faiz Oranlarında Gerileme (geçici girişler)</b>
<b>Varlık Fiyatları</b>			
Faiz Oranları	Artar	Artar	Azalır
Getiri Eğrisi	Yatayaşır	?	Dikleşir
Döviz Kuru	Değerlenir	Değerlenir	Değerlenir
Hisse Senedi	Düşer	Artar	Artar
Gayrimenkul	Düşer	Artar	Artar
<b>Enflasyon</b>	Düşer	Artar	Artar
<b>Para ve Kredi Büyüklükleri</b>			
Reel Para Büyüklükleri	Artar	Düşme eğilimindedir	Artar
Para Tabanı	Artar	Artar	Artar
Uluslararası Rezervler	Artar	Artar	Artar
Banka Kredileri	Artma eğilimindedir	Artar	Artma eğilimindedir
Döviz Mevduatları	Düşer	?	Düşebilir
<b>Ödemeler Dengesi</b>			
DYY	?	Artar	?
Portföy Yatırımları	Artar (özellikle kısa vadeli akımlar)	Artar (hem uzun hem kısa vadeli akımlar )	Artar (özellikle kısa vadeli akımlar)

Kaynak: World Bank, Finance & Development, March 1997

Not: 1) Soru işaretleri tepkinin belirsiz olduğunu göstermektedir.

Faiz oranları, sermaye akımlarının itme ya da çekme faktörlerinin hangisinden ivme aldığını belirlemede faydalı olacaktır. Diğer herşey aynı kalmak suretiyle çekme faktörlerinin yönlendirdiği sermaye girişleri yurtiçi nominal faizlerde yukarı yönlü baskı oluştururken, itme faktörlerinin desteklediği sermaye girişleri nominal faizlerde düşüşe yol açacaktır.

Yabancı yatırımcıların elde ettiği getiri de farklı bir bilgi kaynağı olabilir. Döviz kuru beklentilerine ve yurtdışı enflasyona bağımlı hareket eden reel getiri oranı da ana sermaye akımlarının temel belirleyicilerinden birisidir.

Reel parasal büyüklüklerdeki değişimler de sermaye akımlarının nedenlerinin belirlenmesinde faydalı olabilir. Para talebindeki artış kaynaklı sermaye girişleri parasal dengede artışa yol açarken, enflasyonist baskı yaratmayacaktır, dolayısıyla reel parasal büyüklükler artar . Diğer yandan global faiz oranlarındaki düşüşün yol açtığı sermaye girişleri ise başlangıçta nominal ve reel parayı artıracak ancak enflasyonu da hızlandıracığından sonuçta reel para dengesi düşebilecektir. Yurtiçi fiyatlar, düşük enflasyonlu ülkelerde yüksek enflasyonlu ülkelere daha yavaş tepki verecektir. Yurtiçi sermayenin verimliliğindeki artışın teşvik ettiği sermaye girişleri yalnızca başlangıçta da olsa artan faiz oranları ve yurtiçi gelir ortamı ile eşleşecek ancak para talebi üzerindeki net etki ise talebin faiz ve gelir esnekliğine bağlı olacaktır. Ancak alternatif varlıklardaki yüksek getiri nedeniyle reel paranın istenen tutarı düşebilir.

Bankacılık sistemindeki döviz mevduatlarının tutarının, yurtiçi para talebi fonksiyonundaki yukarı kayma sonrasında kesin olarak ve uluslararası faiz oranlarının düşmesi durumunda da büyük olasılıkla düşüş kaydetmesi beklenir. Ancak artan verimliliğin döviz mevduatları üzerinde yaratacağı nihai etki belirsizdir. Yerli paraya olan talepteki artış, döviz mevduatlarından kaçışı hızlandırırken, gelir etkisi ters yönde bir harekete yol açacaktır.

Sonuç olarak finansal göstergelerdeki gelişmeler, akımların sebeplerine ilişkin bilgi verebilmektedir. Ancak çeşitli göstergeleri etkileyen faktörlerin çözümlenmesi oldukça kompleks olabilir. Özellikle kısa vadede DYY ve portföy yatırımlarının sebeplerini ayırt etmek oldukça güçtür. Genelde para talebinde bir artış kısa vadeli portföy yatırımlarını çekerken, sermayenin yurtiçi getirisindeki artış gibi değişimler daha uzun vadeli doğrudan yatırımları çekmede başarılı olacaktır. Diğer yandan, ülkenin sındırma kapasitesi ve sermaye düzenlemelerine bağlı olarak sermaye girişlerini tetikleyen nedenlerin ortaya çıkması ile sermaye girişinin gerçekleşmesi arasında uzun gecikmeler olabilir. Bu nedenle sermayenin yurtiçi verimliliğinde bir artış

öncelikle portföy yatırımlarına ve çok daha sonra doğrudan yatırımlara yol açabilir. Buna ilaveten göstergelerdeki hareket değerlendirilirken, sermaye akımlarının olmadığı durumlarda bu göstergelerdeki değişimin ne olacağı da göz önünde bulundurulmalıdır ki, bu da oldukça zordur. Bu nedenle politika yapıcılar genelde sermaye akımları karşısında birden fazla enstrüman kullanmayı tercih etmektedirler.

### **4. 3. Sermaye Akımları Karşısında Uygulanacak Politikalar**

#### **4.3.1. Daha Esnek Döviz Kuru Sistemleri**

Sermaye akımlarının serbestleştirilmesi ve finansal bütünleşmenin para politikaları üzerinde yarattığı en önemli etki, yurtiçi hedeflere dayalı bağımsız bir para politikası ile birlikte sabit döviz kurunun bir arada uygulanmasını daha da zorlaştırmış olmasıdır<sup>12</sup> (IMF 2005, Mohanty and Scatigna, 2005). Mundell-Fleming modeline göre döviz kuru sabit olduğunda, sermaye akımları yurtiçi ve uluslararası faiz oranlarını eşitleyecektir ve para politikası yurtiçi değişkenleri etkileme kabiliyetini kaybedecektir. Bu durumda otoriteler, yurtiçi ve yurtdışı dengelere ulaşmak amacıyla diğer enstrümanları, örneğin maliye politikasını, kullanmalıdır.

Geçtiğimiz 20 yılda sınırlararası finansal işlem hacmindeki artış, merkez bankalarının (yüksek miktarda rezerv tutuyor olsalar dahi) bu tür baskılara göğüs germelerini zorlaştırmıştır. Literatürde “imkansız üçlü” diye bilinen sabit döviz kuru rejimleri, bağımsız para politikaları ve sermaye serbestisi politika opsiyonlarının birbiri ile çatışan doğası, pek çok ülkenin geçtiğimiz yıllarda kontrollü ya da sabit döviz kuru rejimlerini tamamen terk etmelerine yol açmıştır (Fischer 2001). Sermaye hesabının serbest olması durumunda para politikası ancak döviz kuru esnek olduğunda yurtiçi değişkenler üzerinde etkili olabilecektir<sup>13</sup>. Diğer yandan sermaye hesabına kısıtlamaların uygulandığı ve yurtiçi ve yurtdışı varlıkların tam ikame olmadığı durumlarda merkez bankaları sabit döviz kuru ile birlikte bağımsız politikalar

<sup>12</sup>Eğer bir ülkenin parası diğer bir ülke parasına bağlanmış ise ülkenin faiz oranları da diğer ülke faiz oranlarını yakından takip etmek durumundadır. Faiz farklarında en ufak bir artış (azalış), sermaye girişlerinde (çıkışlarında) artışa yol açacak ve parite üzerinde yukarı yönlü (aşağı) baskı oluşturacaktır.

<sup>13</sup> Örneğin faizlerde bir indirim (büyümeyi desteklemek amacıyla), sermaye çıkışlarına yol açacak döviz kurunda değer kaybına yol açacaktır.

uygulayabilecektir. Çin ve Malezya bağılı döviz kuru rejimini ancak sermaye kontrollerinin varlığı ile başarılı bir biçimde sürdürebilmiştir.

Ülkeler, krizlere karşı ekonominin kırılabilirliğini azaltmak amacıyla en uygun döviz kuru rejimini seçmeye çalışmaktadırlar. Ancak döviz kuru rejimlerinin sürdürülebilirliği ve etkinliğine ilişkin tartışmalar henüz sonlanmış görünmemektedir.

Son dönem literatürde sermaye akımları karşısında uygulanacak döviz kuru rejimlerine ilişkin öne sürülen bir görüş, “iki kutuplu” olarak nitelendirilen ve uluslararası piyasalarda etkin biçimde yer alan ülkeler için doğru döviz kuru rejiminin iki uç noktadan birinde olduğunu -açık bir ifade ile tam sabit ya da tam esnek kur rejimleri- savunan görüştür (Fischer, 2001). Bu görüşe göre bu iki uç noktanın ortasında yer alan rejimler, ülkelerin krizlere karşı kırılabilirliğini artırmaktadır.

Bu görüş yanlıları, 1994’te Meksika’da, 1997’de Tayland, Endonezya ve Kore’de, 1998’de Rusya ve Brezilya’da ve 2000 yılında Türkiye ve Arjantin’de yaşanan krizlerin bir şekilde bağılı döviz kurları ile eşleştiğine dikkat çekerken, bu tür döviz kurlarının ancak gerçekten çok katı olarak uygulandığında (dolarizasyon ya da para kurulu uygulamalarında olduğu gibi) başarılı olabileceğini vurgulamaktadırlar. İstenmeyen döviz kuru rejimleri, hükümetlerin belli bir döviz kuru seviyesi ya da bir bandı hedeflediği, ancak bunun için gerekli kurumsal bağılılığın sergilenmediği, diğer bir deyişle para politikasının tek hedefinin pariteyi belirlemek olmadığı durumlar olarak nitelendirilmektedir. Bu savın altında yatan temel neden imkansız üçleme olmakla birlikte, bu görüşü destekleyen savlardan bir tanesi gelişmekte olan ülkelerin kendi paraları cinsinden borçlanma olanaklarının sınırlı olması (başlangıçtaki günah)<sup>14</sup> bu nedenle de özellikle sermaye üzerindeki kısıtların kaldırılmasının ardından büyük ölçüde döviz cinsi borçlanmaya bağılı kalacak olmaları, bunun sonucunda ortaya çıkacak “döviz uyumsuzlukları” ve döviz kurundaki değerlenmelere karşı daha kırılabilir hale gelmesi ve uygulanan döviz kurunun avantajlarının kaybedilmesidir. Diğer bazı ekonomistler ise para birimi uyumsuzluğu problemini yerli para cinsinden borçlanamamaya

---

<sup>14</sup> İlk kez Eichengreen ve Hausmann tarafından ortaya atılmıştır.

değil, finansal sistemdeki eksikliklere bağlamaktadırlar (bkz Goldstein ve Turner, 2004). Bağlı döviz kurlarında döviz kurunun değişmeyeceği beklentisi, bankalar ve şirketler için döviz riskine karşı korunma gereğini ortadan kaldırmaktadır. Hükümetler bunun yaratacağı riskleri azaltmak amacıyla bankaların açık pozisyonlarını kontrol edebilirler. Ancak kurumsal firmaların finansmanını denetlemek oldukça zor olacaktır.

Diğer yandan Arjantin'deki para kurulu rejiminin yakın dönemdeki çöküşü, bu tür rejimlerin de, özellikle yurtdışı ekonominin reel kurdaki aşırı değerlenmeyi yok edecek kadar esnek olmadığı ve dış borç problemlerinin olduğu bir ülkede, spekülative ataklara karşı koruyucu olmadığını ve durgunlukla başatmede başarılı olmadığını gözler önüne sermiştir (Institute for International Economics, 2002).

Döviz rejimi uygulamalarına ilişkin alternatif görüş ise, sermaye akımlarının çoğunlukla dış kaynaklı ve oldukça oynak ve büyük çaplı olduğu durumda iki uç rejimin sonuçlarının çok farklı olacağını bu durumda uçlarda yer alan döviz kuru rejimlerinin yerine, ortada yer alan kur rejimlerinin başarılı olacağını savunmaktadır<sup>15</sup>. Çünkü sermaye akımlarının sterilizasyonuna ilişkin zorlukların var olduğu durumlarda ve varlık ikamesinin yüksek olduğu durumlarda sabit döviz kuru yurtdışı ekonomik aktivitede ciddi dalgalanmalara yol açacak, ekonominin yoğun sermaye girişleri karşısında aşırı ısınmasına, sermaye çıkış dönemlerinde ise ekonomik depresyona neden olacaktır. Sermaye akımları sonrasında değerlendirilen reel döviz kuru likiditedeki artışla birlikte ticarete konu olmayan mal fiyatlarında artışa yol açacaktır. Kurdaki değer kazanımının sonuçları ticari mal üretimini düşürmekle sınırlı kalmayacak aynı zamanda kapasiteyi ve ticarete konu mallara yapılan yatırımları da caydırıcı etki yaratacaktır. Diğer yandan olası kriz durumlarında reel kurdaki değer kaybı yurtdışı fiyat ve ücretlerin katı olması nedeniyle sabit nominal döviz kuru ile başedilemeyecek ölçüde gerçekleşecektir. İstihdam ve üretimde düşüş olacaktır.

Diğer yandan diğer uç nokta, "tam esnek döviz" kuru da mükemmel bir çözüm olmayabilir. Ülkeler genellikle zayıf politik ve kurumsal kredibilite ve

---

<sup>15</sup> Bu konudaki çalışmalara ilişkin detaylı bilgi için bkz Agosin, 2005



döviz kurundan fiyatlara geçişin hızlı ve yüksek olduğu durumlarda bu politikadan kaçınacaklardır (Türkiye ve Arjantin’de olduğu gibi). Büyük hacimli ve oynak sermaye akımları karşısında serbest döviz kuru, reel kurdaki oynamanın sabit kur rejimindekine kıyasla daha yüksek olmasına yol açacak ve göreceli fiyatlarda büyük dalgalanmalara yol açacaktır. Bu da yatırımlar ve üretimde düşümlere neden olacaktır. Calvo ve Reinhart (2000), dalgalanma korkusu olarak nitelendirdikleri çalışmalarında, tüm bu nedenlerle hiç bir gelişmekte olan ülkenin tam esnek döviz kuru politikalarını çok uzun süre uygulamayı tercih etmediklerini öne sürmektedirler. Calvo ve Reinhart, esnek döviz kuru uyguladığını öne süren merkez bankalarının gerçekte kredibilitesi düşük bağı kur rejimleri uyguladığını ve merkez bankalarının denge kurda ciddi sapmalar karşısında müdahalede bulunmayı tercih ettiklerini vurgulamaktadır. Dolayısıyla dalgalanma korkusu hala gelişmekte olan ülkelerde hatta bazı gelişmiş ülkelerde geçerliliğini korumaktadır.

Sonuç olarak döviz kuru bilmecesini çözmek sanıldığı kadar kolay olmayacaktır. Sermaye akımlarındaki dalgalanmaları gidermek, döviz kuru yönetimini kolaylaştıracaktır, ancak politika yapıcıların sermaye akımlarındaki oynaklığı ortadan kaldırması mümkün olmamaktadır, bu da sermaye akımlarının döngüsel hareketleri karşısında kullanılacak döviz kuru rejiminin önemini daha da artırmaktadır.

Tüm bu çelişkiler karşısında Goldstein (2002), gelişmekte olan ülkeler için “kontrollü esnek döviz kuru - artı” olarak nitelendirdiği döviz kuru rejimini önermektedir. Buradaki “artı” finansal kriz riskini azaltmak amacıyla enflasyon hedeflemesi, döviz kuru dalgalanmalarının giderilmesi ve döviz uyumsuzluklarına karşı bir dizi piyasa düzenlemelerinin bir arada gerçekleştirilmesini ifade etmektedir. Böylesi gelişmiş bir sistem, gelişmekte olan ülkelere bağımsız para politikası ile birlikte kredibilitesi yüksek bir döviz rejimi sunmaktadır. Goldstein’a göre, döviz uyumsuzlukları dalgalanma korkusunun ana kaynağıdır. Döviz cinsi yükümlülüklerin yüksek olduğu bir ülkede büyük bir devalüasyon, bankacılık sektöründe ve kurumsal sektörde iflaslara yol açabilir. Tüm bu tehditler karşısında ülkeler “kontrollü dalgalı döviz kuru - artı” olarak nitelendirilen sistemi kullanabilirler. Söz konusu rejimi ana hatları ile incelemek gerekirse:

- Döviz kurunda piyasa oyuncularına döviz riskini hatırlatacak kadar dalgalanmaya izin vermek (döviz kuruna ilişkin belirsizlik kısa vadeli sermaye girişlerini caydıracaktır).

- Ekonominin geneli ve sektör bazında döviz uyumsuzluklarına ilişkin verilerin yakından takip edilmesi.

- Bankacılık sektöründe açık pozisyonları sınırlayan tedbirlerin geliştirilmesi ve sıkılaştırılması ve “riskten korunma” enstrümanlarının ve lokal tahvil piyasalarının gelişiminin teşvik edilmesi.

Agosin (2001) ise, çözüm olarak kullanılacak bir çeşit döviz bandının (enflasyon farkını dikkate alacak bir çeşit sürünen kur gibi) önermektedir. Böylece döviz kurunun gelecek değerine ilişkin sınırlı da olsa bir belirsizlik yaratan bu kur rejimi döviz kuru arbitrajını bir ölçüde de olsa caydıracaktır.

Tartışmalar ve ülke tecrübeleri gösteriyor ki “optimal döviz kuru” nu belirlemek oldukça zordur. Ancak artan finansal küreselleşme, gelişmekte olan ülkelerin daha esnek döviz kuruna olan ihtiyaçlarını artırmaktadır. 1990’ların ikinci yarısında yaşanan Meksika ve Arjantin krizleri ve Türkiye’de 2001 yılında yaşanan kriz, sabit ya da yarı sabit rejimlerin reel döviz kurunda aşırı değerlenmeye yol açtığını<sup>16</sup> ve bu tür bir rejimin döviz cinsinden borçlanmanın gerçek maliyetini gizlediğinden bankalar ve şirketlerin kısa vadeli döviz borçlanmalarında sıçramalara yol açtığını ve bunun da ülkeleri sermaye akımlarında ani tersine dönüşler ile karşı karşıya bıraktığını net olarak göstermektedir (Mohanty and Scatigna, 2005).

Sürekli sermaye girişleri ile karşı karşıya kalan pek çok ülke, daha esnek döviz kuru rejimlerine yönelmeyi tercih etmişlerdir. Sürenen parite ya da sabit kur rejimin savunan pek çok ülke paralarını revalüe etmektense hedef döviz kuru bantları gibi araçlarla, kur rejimlerini daha esnek bir yapıya ulaştırmaya çalışmışlardır. Latin Amerika ülkelerinden Kolombiya ve Meksika, finansal krizlerden önce sermaye akımlarını caydırmak amacıyla döviz kuru koridorlarını genişletmişlerdi. Doğu Avrupa ülkelerinden Rusya, bir döviz kuru

---

<sup>16</sup> Para birimini bir diğer ülke para birimine bağlamış bir ülke ekonomisi eğer diğer ülkeninkinden daha kötü performans sergiliyor ise sabit döviz kurunun sürdürülmesi bir ayarlamayı gerekli kılacak ya da kur aşırı değerli hale gelecektir

bandı ilan etmiş, Polonya sürünen pariteyi sürünen banta çevirmiş, Çek ve Slovak Cumhuriyetleri de uzun dönemler kullandıkları sabit nominal döviz kuru rejimlerini, yine döviz kuru bantlarına çevirmiştir. Döviz kuru bandının içerisinde ne yönde hareket edeceğine dair belirsizlik, sermaye hareketlerini caydırıcı özellik taşımaktadır. Çek Cumhuriyeti ve Polonya başlangıçta döviz kuru rejimlerinde değişime giderek spekülatif sermaye girişlerinden kaçınmayı başarmıştır. Ancak 1997'de Çek Cumhuriyeti ülkeden hızlı sermaye kaçışları karşısında döviz kurunu dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmışken, Polonya da aynı şekilde Mayıs 1995 te döviz bandını genişletmek zorunda kalmış, 1995 sonunda ise döviz kurunu revalüe etmiştir (Hoggarth ve Sterne, 1997).

Ulaşılan sonuç ile tutarlı olarak uluslararası gelişmeler de ülkelerin son dönemde tercihlerini daha esnek döviz kuru rejimleri yönünde kullandıklarını göstermektedir. IMF (2003) e göre 32 gelişmekte olan ülke arasında 1990 yılında % 15 lik yer tutan esnek döviz kuru rejimi benimseyen ülke sayısı, 2001 yılında artarak toplamın % 50'sine ulaşmış durumdadır<sup>17</sup>. Bu Calvo ve Reinhart'ın dalgalanma korkusu savının aksine bir gelişmeye işaret etmektedir.

Buna ek olarak bağlı döviz kuru rejiminin son dönem savunucularından Çin ve Malezya'nın da, Temmuz 2005 tarihi itibariyle kur rejimlerini esnetmeleri de söz konusu savı desteklemektedir.

Buna ilaveten ülke tecrübeleri, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde başarılı bir para politikası aracı olduğunu ve diğer alternatiflerden daha iyi bir nominal çapa oluşturduğunu göstermektedir. Goldstein'in önerileriyle paralel olarak gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı döviz rejiminin kullanımı ve finansal sistemin etkin ve sıkı denetimi ile birlikte döviz uyumsuzlukları ile bilanço kırılanlıklarını azaltabileceği ve aynı zamanda da bağımsız para politikası uygulayarak, döviz kurunda da sermaye akımlarının oynaklığı ile başedilebilecek kadar esnekliği yakalayabileceği düşünülmektedir. Türkiye'de

---

<sup>17</sup> Gözlenen sınıflandırmaya göre.

2001 krizinin ardından uygulanan politikalardan alınan olumlu sonuç da bu görüşü desteklemektedir.

Tüm bunlara ek olarak riske karşı koruma imkanının ve vadeli döviz piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde, yüksek döviz borcuna sahip ihracatçılar ve firmalar kendilerini döviz riskine karşı daha iyi bir şekilde koruyabilmektedirler. Dalgalı döviz kuru rejimi de firmaları, döviz riskine karşı korunmak için teşvik edecektir. Örneğin Ortiz (2000), Meksika'da kurun dalgalanmaya bırakılmasının ardından, özel sektörün riskten korunma amaçlı enstrümanlara olan talebinin arttığına dikkat çekmektedir. Mohanty ve Scatigna (2005), gelişmekte olan ülkelerin çok büyük bir bölümünde riskten korunmayı amaçlayan enstrümanların kullanımının üzerindeki kısıtlamaların kaldırıldığına dikkat çekerken, özellikle Brezilya ,Çek Cumhuriyeti, Hindistan, İsrail, Kore, Meksika, Filipinler ve Polonya'da swap, forward ve opsiyon piyasalarının oldukça gelişmiş ve derin olduğuna dikkat çekmektedir. Türkiye'de de vadeli piyasalar ve swaplar riskten korunmada ana enstrümanlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu piyasaların daha da gelişerek derinlik kazanması özel sektörün döviz riskine karşı korunumunu artırarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini hafifletebilecektir.

#### **4.3.2. Sterilizasyon<sup>18</sup>**

Aşırı sermaye girişlerinin, reel ve finansal koşullar üzerindeki etkisini nötralize etmenin bir yolu sermaye akımlarının sterilizasyonudur. Merkez bankaları, ülkeye giriş yapan sermayenin döviz kurunda yol açtığı aşırı değerlenmeyi önlemek amacıyla, döviz alım müdahaleleri yoluyla rezervlerini artırırken, para arzında artışa neden olmaktadır. Bununla birlikte pek çok gelişmekte olan ülke merkez bankası, müdahalelerin yaratacağı parasal genişlemenin, dolayısıyla da enflasyonist etkinin kontrolü amacıyla sterilizasyon politikaları izlemektedir. Gerçekten de Calvo (1996) ve Montiel (1999), sermaye akımları karşısında uygulanan yaygın müdahale şeklinin sermaye akımlarının sterilizasyonu olarak karşımıza çıktığını ileri sürmektedir. Para otoriteleri çoğunlukla kısa vadeli bono ihraçları ile,

<sup>18</sup> Sterilizasyon dar anlamda, döviz müdahalelerinin ardından, piyasaya çıkan likiditenin açık piyasa işlemleri yoluyla çekilmesini ifade etmektedir. Ancak geniş anlamda sterilizasyon, parasal tabanın dışında para çarpanında değişikliğe yol açan politikaları da içermektedir. Bölümün devamında farklı sterilizasyon politikaları detaylı olarak incelenecektir.

sermaye girişlerinin yarattığı likiditenin iç piyasa tarafından emilmesini ve diğer etkileri önlemeyi tercih etmişlerdir. Pek çok merkez bankası sterilizasyonu farklı aşamalarda kullanmışlardır. 1990 başlarında Şili, Kolombiya, Endonezya, Malezya ve Sri Lanka biriken uluslararası rezervlerin yol açtığı parasal genişlemeyi tamamen sterilize ederken, Kore, Meksika Filipinler ve Tayland ise genişlemenin bir bölümünü sterilize etmeyi tercih etmişlerdir.

Müdahaleler sonucunda elde edilen rezerv birikimi, sermaye kaçışları karşısında bir tampon olarak kullanılacaktır. Müdahaleler karşılığında piyasaya verilen likiditenin API (Açık Piyasa İşlemleri) ile sterilizasyonu da bankacılık sektörü denetim ve gözetiminin etkin olmadığı ülkelerde bankaların portföy kalitesini yükselterek sektörün ani sermaye çıkışlarına karşı korunmasına da destek olacaktır.

Ancak Reinhart ve Reinhart (1999), sterilizasyon politikalarının bir çok ülkede faiz oranlarında hızlı artışa yol açtığını ve sermaye girişlerinin devam etmesi sonrasında terk edilmek zorunda kaldığını ileri sürmektedir. Reinhart'a göre 1988-89 döneminde Şili'de kısa vadeli faizler % 28'lerde iken, sermaye girişlerinin ardından 1990'lı yılların başlarında % 46'lara kadar yükselmiştir. Kolombiya'da da sermaye girişleri öncesinde % 22 seviyesindeki faiz oranları, sermaye girişleri ile birlikte sterilizasyon politikasının hız kazandığı 1991 yılında % 47'ye kadar yükselmiştir. Ancak bu dönemde söz konusu ekonomilerde aşırı ısınma olabileceği ve faizlerdeki artışın tek sebebinin sterilizasyon politikaları değil, sıkı para politikaları olma olasılığı da göz ardı edilmemelidir.

Diğer yandan Montiel ve Reinhart (1997), 15 gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları incelemede sterilizasyon politikalarının faizlerde artışa yol açarak, sermaye akımlarının hacmini artırdığı ve sermaye akımlarının kompozisyonunda da kısa vadeli akımların ağırlık kazanmasına yol açtığı bulgusuna ulaşmaktadır. Burada dikkat çekilmesi gereken husus, sterilize etme yeteneği uluslararası sermaye hareketliliği ile ters ilişkilidir. Eğer sermaye büyük ölçüde serbest ise sterilizasyon girişimlerinin başarısız olma

olasılığı o kadar yüksektir, yani daha yüksek faiz oranları daha büyük sermaye girişlerine yol açacaktır (World Bank, 1997).

World Bank (1997) de ayrıca, 1990'ların başında Doğu Asya Ülkeleri'nin sermaye akımlarının sterilizasyonunda Latin Amerika Ülkeleri ile kıyaslandığında daha sınırlı bir faiz artışı ile karşı karşıya kaldığı, diğer bir deyişle daha başarılı oldukları ifade edilirken, bunun nedeninin Doğu Asya Ülkeleri'nde diğerlerinden farklı olarak sosyal güvenlik kuruluşları ve kamu bankaları gibi kamu kuruluşlarının hükümet kağıdı tutma zorunlulukları bulunmasının, hükümetin finansal sistemin kontrolünü kolaylaştırması ve ayrıca likidite çekmek amacıyla ödenecek faiz oranını düşürmesi olduğu ileri sürülmektedir.

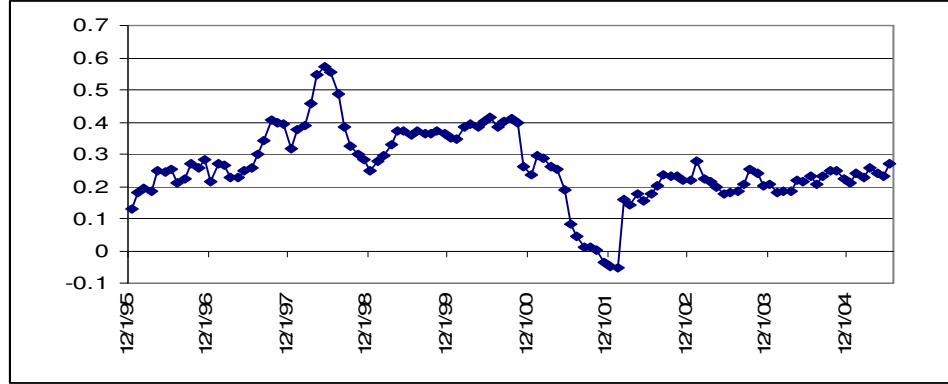
Sonuç olarak 1990'lı yılların ülke tecrübeleri, aşırı sermaye girişleri karşısında sterilizasyon politikasının ancak geçici olarak kullanıldığında başarılı olduğunu göstermektedir. Sterilizasyon, şokların makroekonomik etkilerine karşı kullanılabilir, oysaki şokların altında yatan nedeni yok etmemektedir.

Tüm bunlara rağmen Mohanty ve Scatigna (2005), 1999:2003 dönemi için 20 gelişmekte olan ülkede sterilizasyon derecesini ölçmüş<sup>19</sup> ve sterilizasyon politikasının son dönemde gelişmekte olan ülkeler tarafından yaygın olarak kullanıldığı sonucuna ulaşmıştır. Söz konusu dönemde Çin, Kore, Endonezya gibi Asya ülkelerinde sterilizasyon politikasının yoğun ve etkin olarak kullanıldığı, diğer yandan Arjantin, Meksika ve Kolombiya gibi bazı Latin Amerika ülkeleri ile Türkiye'de sterilizasyon politikaları uygulanmakla birlikte, rezervler ile iç krediler arasındaki ilişkinin zayıf ve istatistiki olarak anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır. İkinci bulgu söz konusu ülkelerde rezerv değişimlerinin parasal genişlemenin tek sebebi olmayabileceğine işaret etmektedir.

---

<sup>19</sup> Uygulanan sterilizasyon politikasının derecesini ölçmenin bir yolu merkez bankasının net iç varlıklarındaki değişimin net dış varlıklardaki değişimle modellenmesiyle bulunmaktadır. Burada iki yönlü nedensellik ilişkisinin dikkate alınması gerekmektedir. Türkiye için sterilizasyon ve offset katsayısı merkez bankasının çeşitli çalışmalarında hesaplanmaktadır, bkz Emir v.d. (2000).

Sterilizasyon politikasının derecesini ölçmenin bir diğer yolu da Net Dış Varlıklar / Para Arzı oranının gelişiminin incelenmesidir. Grafik 5.1.'de Türkiye'de Merkez Bankası Net Dış Varlıkları/ M2 para arzı oranının gelişimi yer almaktadır. Bu orandaki artış yaşanan dönemler, sterilizasyon politikasının hız kazandığı dönemlerdir. Grafikten 1990 - 1998 yılları arasında Merkez Bankasının sterilizasyon politikasını daha yoğun olarak kullandığı anlaşılmaktadır.



**Grafik 4.1 Merkez Bankası Net Dış Varlıkları / M2 Para Arzı**

Kaynak: TCMB

Türkiye'de sterilizasyon derecesi bir sonraki bölümde yapılan vektör otoregresyon analizinde de ayrıca incelenmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasındaki yaygın kullanımına rağmen sterilizasyon politikasının etkinliğini engelleyen bazı etkenler mevcuttur. Başta finans piyasaları yeterince gelişmemiş ülkeler de olmak üzere, açık piyasa işlemlerinin kullanımı mevcut enstrümanların sayısı ve piyasaların sığılı ile sınırlıdır. Özellikle hazine bonoları ya da merkez bankalarınca ihraç edilen senetler, piyasanın elde tutmak istediği (hisse senedi ya da şirket tahvilleri gibi) menkul kıymetlerin tam ikamesi olmayabilir. Benzer olarak merkez bankası senetleri ya da sterilizasyonda kullanan hazine kağıtlarının yurtdışı tahvillerin tam ikamesi olmaması durumunda da Merkez Bankası, yatırımcıların yurtdışı varlıklardan yurtiçi varlıklara geçmesini özendirmek amacıyla daha yüksek faiz ödemek zorunda kalacaktır.

Son olarak ve kesinlikle gözardı edilmemesi gereken bir engel de sterilizasyonun yol açtığı maliyetlerdir. Sürekli artan likiditeyi çekmek

amacıyla kıymet ihraç edilmesi, hükümet ya da merkez bankasının borç yükünü artıracaktır. Bu gelişme, kamu borç yükü yüksek ülkelerde daha da büyük sorunlara yol açabilir. Calvo (1991), pek çok ekonomist ve politika yapıcı açısından referans olarak kabul edilen ve sterilizasyon politikasını değerlendiren çalışmasında, iki zamanlı basit bir modelle fiyat istikrarı amaçlı uygulanan bir ekonomik politikanın başlangıcında artış kaydeden sermaye akımları karşısında uygulanacak sterilizasyon politikasının, borç servisi yükünü artırarak, programı devam edilemez duruma getirebileceğini vurgulamaktadır.

Diğer yandan merkez bankasının uluslararası rezervlerden elde ettiği faiz oranı, sterilizasyon amacıyla ihraç ettiği senetlerin faiz oranından (ya da operasyonlarda kullandığı hükümet kağıtlarının faiz oranı) düşük ise, banka operasyonel zarar yazacaktır (sterilizasyon maliyeti). Sterilizasyon maliyetinin çok yüksek olduğu durumlarda bu politika çözüm olmaktan çıkabilir<sup>20</sup>.

Türkiye'nin de dahil olduğu 18 gelişmekte olan ülke için sterilizasyon maliyeti, Mohanty'nin (2005) bir başka çalışmasında hesaplanmaktadır. Sonuçlar Tablo 4.3.'te yer almaktadır. Tablo'da, Brezilya ve Türkiye yüksek sterilizasyon maliyetleri ile göze çarpmaktadır. Hong-Kong, Çin, Singapur gibi yurtiçi - ABD 1 yıllık tahvil faiz farkının düşük, hatta kimi zaman negatif olduğu ülkelerde sterilizasyon maliyeti oldukça düşüktür.

Türkiye'de sterilizasyon çoğunlukla gecelik ya da haftalık ters repo işlemleri ve depo uygulaması gibi kısa vadeli enstrümanlar yoluyla gerçekleştirildiğinden, sterilizasyon maliyeti hesaplamasında 1 yıllık tahvil faizleri yerine 3 aylık hazine bonosu faiz farkının kullanılmasının daha uygun olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle Türkiye için sterilizasyon maliyeti, 2004 yılını da kapsayacak şekilde yeniden hesaplanmıştır. Diğer yandan Mohanty

---

<sup>20</sup> Çok büyük çaplı zararlar da merkez bankasının sermaye artırımına gitmemesi durumunda yüksek kredi riskine yol açacak ve tüm sistemin ani sermaye çıkışlarına karşı daha savunmasız bir hale gelmesine yol açacaktır. Böyle bir durum olasılığı özellikle sermaye akımlarının büyük bir bölümünün kısa vadeli portföy yatırımlarından oluşması halinde daha yüksek olacaktır. Yerli paranın sürekli değerlendirilmesi durumunda uluslararası rezervlerin yerli para cinsinden değeri düşeceğinden, uzun dönem maliyet daha da yüksek olabilir.



ve Scatigna'nın çalışmasından farklı olarak hesaplamalarda brüt rezervler yerine, net dış varlıklar kullanılmıştır<sup>21</sup>.

**TABLO 4.3. STERİLİZASYON MALİYETİ<sup>1</sup>**

	2000	2001	2002	2003
<b>Asya</b>				
Çin	-0.04	-0.05	0.00	0.06
Hong Kong	0.02	0.01	0.00	0.01
Hindistan	0.05	0.09	0.19	0.17
Endonezya	0.42	0.42	0.10	0.10
Kore	0.06	0.07	0.09	0.14
Malezya	0.03	-0.01	0.04	0.16
Filipinler	0.10	0.25	-0.00	0.08
Singapur	-0.16	0.03	-0.04	-0.03
<b>Latin Amerika</b>				
Brezilya	-0.04	0.38	0.43	0.74
Şili	-0.02	0.01	-0.00	0.00
Meksika	0.07	0.14	0.07	0.12
<b>Orta Avrupa</b>				
Çek Cumhuriyeti	-0.01	0.03	0.15	-0.01
Macaristan	0.16	-0.06	-0.19	0.07
Polonya	0.19	-0.16	0.10	0.05
<b>İsrail</b>	0.01	0.02	0.16	0.06
<b>Yeni Zelanda</b>	-0.00	-0.00	0.01	0.03
<b>Güney Afrika</b>	0.01	0.06	0.08	-0.10
<b>Türkiye</b>	0.98	2.79	3.50	1.26

1. Yurtiçi ve ABD 1 yıllık tahvil faiz farkı ile merkez bankası rezervlerinin ulusal para cinsinden yıllık değişiminin çarpımının o yılın GSYİH rakamına bölünmesi ile bulunmuştur:

$$SC_t = (FF_t * S_t * \Delta R_t) / GSYİH_t$$

Burada FF, ABD ve Yurtiçi faiz farkını, S spot döviz kurunu,  $\Delta R_t$  de rezervlerdeki değişimi temsil etmektedir.

Kaynak: Mohanty ve Turner (2005)

Sonuçlar Tablo 4.4'te yer almaktadır. Burada hesaplanan sterilizasyon maliyeti doğal olarak Mohanty'nin çalışmasına kıyasla daha düşüktür. Diğer yandan faizlerde devam eden gerileme ile birlikte Türkiye için sterilizasyon maliyeti 2004 yılında daha da düşmüştür. Böylece maliyet, sterilizasyon politikasının kullanılmasının önünde bir engel olmaktan çıkmaktadır.

<sup>21</sup> Burada rezervlerin tamamının USD cinsi varlıklarda değerlendirildiği varsayılmaktadır.

**TABLO 4.4. TÜRKİYE'DE STERİLİZASYON MALİYETİ / GSYİH<sup>1</sup>**

1996	% 2.66
1997	% 3.37
1998	% 1.89
1999	% 3.34
2000	% -0.08
2001	% -3.35
2002	% 2.26
2003	% 0.26
2004	% 0.29

1.TL ve USD 3 aylık hazine bonosu faiz farkı \* merkez bankası net döviz varlıklarının (TL cinsinden döviz varlık-döviz yükümlülüklerinin) bir önceki yıl Aralık ayına göre değişiminin / GSYİH rakamına bölünmesi ile bulunmuştur:

Kaynak: TCMB, Yazarın Hesaplamaları

Sterilizasyon politikasının önünde yer alan ve yukarıda değinilen engeller, sterilizasyon amacıyla kullanılacak enstrümanların dikkatli seçilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

#### **4.3.2.1. Sterilizasyon Teknikleri**

Rezerv paradaki artışların sterilizasyonu, açık piyasa işlemleri dahilinde menkul kıymet satışıyla ya da ters repo yoluyla, zorunlu karşılıklardaki artışla, reeskont faizlerindeki artış ile, döviz swapları yoluyla ya da vadeli döviz piyasalarına müdahale ile mümkündür. Hazine kağıtları ya da merkez bankası senetleri karşılığında açık piyasa işlemleri çerçevesinde gerçekleştirilen işlemler piyasa işlemleri olarak nitelendirilirken diğerleri piyasa-dışı enstrümanlar olarak değerlendirilmektedir.

#### **4.3.2.2. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)**

APİ'de merkez bankaları, çoğunlukla hükümetler tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri kullanarak gerçekleştirdikleri satışlarla ya da ters repo yoluyla döviz müdahaleleri esnasında piyasaya verdikleri yerli parayı

sterilize ederler. Ancak, merkez bankasının elinde yeterli hükümet kağıdının bulunmaması ve hükümetin yeni kağıt ihracının doğuracağı maliyetten kaçınması durumunda kimi merkez bankaları kendileri senet ihraç edebilmektedirler. Yeni Merkez Bankası Kanunu, TCMB'ye de bu yetkiyi vermektedir. Çin, Endonezya ve Tayland, geçtiğimiz yıllarda likidite senedi ihraç etmiş, Kore de sterilizasyon amacıyla parasal istikrar tahvilleri adını verdiği enstrümanları kullanmıştır<sup>22</sup>. Polonya'da ise aynı hedefle, Merkez Bankası portföyündeki pazarlanamaz menkul kıymetleri pazarlanabilir kıymetlerle değiştirerek sterilizasyon amaçlı kullanılacak enstrümanlarını artırmıştır. Rusya Merkez Bankası hukuki sınırlamalar nedeniyle kendi senetlerini ihraç edemediğinden, kısa vadeli likidite düzenlemeleri amacıyla repoyu kullanmayı tercih etmiştir.

Hazine bonusu ya da Merkez Bankası Senetleri, finansal sistemin derinliğini olumsuz etkilememesi, finansal kuruluşların kredi aracılığı kapasitesine zarar vermemesi ve bankalara piyasa faiz oranından getiri sağlaması dolayısıyla piyasa mekanizmasını bozmamakta ve sterilizasyon enstrümanı olarak tercih edilmektedir. Diğer yandan finansal sistemin yeterince derin olmadığı ülkelerde, bu tür enstrümanların yarattığı fiyat etkisi oldukça yüksek olabilir. Yerli tahvillerin faiz oranlarında hızlı artışlar yaşandığı dönemlerde, piyasa dışı enstrümanların kullanımı tercih edilebilir. Piyasa dışı enstrümanlar aşağıda detaylı olarak incelenmektedir.

Turner ve Mohanty (2005), gelişmekte olan ülkeler tarafından sterilizasyonda kullanılan enstrümanları incelemiş ve geçmişte hem piyasa enstrümanlarının hem de piyasa dışı enstrümanların kullanıldığı, ancak ülkelerin son dönemde tercihlerini piyasa enstrümanlarından yana kullandığı sonucuna ulaşmışlardır. Turner ve Mohanty bu gelişmeyi artan açık piyasa işlemlerine rağmen, faiz oranlarının halen düşük seviyelerde kalmış olmasına bağlamaktadırlar. Yine de kullanılan enstrümanlar açısından ülkelerarası farklılıklar dikkat çekicidir. Kore, Brezilya ve Türkiye sterilizasyonda çoğunlukla piyasa enstrümanlarını kullanırken, Çin ve Hindistan her iki enstrümanı kullanmayı tercih etmiştir. Çin 2004 yılı sonunda 600 Milyar ABD

---

<sup>22</sup> Mohanty ve Scatigna, 2005 ve Hoggarth ve Sterne, 1997

dolarına kadar yükselen rezerv birikiminin yarattığı likiditeyi çekmek için hem APİ'yi yoğun olarak kullanmış, hem de Eylül 2003'te % 1, Nisan 2004'te % 0.5 olmak üzere iki kez munzam karşılık oranlarını artırmıştır. Çin, ayrıca belli sektörlerdeki aşırı ısınmanın önüne geçmek amacıyla 2004 yılında doğrudan kredi kısıtlaması uygulamaya da başlamıştır<sup>23</sup>.

Diğer yandan piyasa enstrümanları da 3 ana başlık altında incelenebilir: 1) Uzun vadeli tahviller, 2) Repo ve Swap gibi kısa vadeli enstrümanlar 3) Bankalardan doğrudan borçlanma (piyasa faizi üzerinden). En etkili sterilizasyon yönteminin bankacılık dışı kesime satılan uzun vadeli tahviller olduğu bilinmektedir. Böylece bankaların açtığı kredi miktarı düşürülebilecektir. Bu politika çok büyük çaplı ve uzun süreli müdahaleler karşısında oldukça etkin olacaktır. Ayrıca burada, faiz riski de özel sektör tarafından üstlenilmektedir. Ancak pek çok ülkede yatırımcı tabanı kısıtlıdır ve sterilizasyon enstrümanlarının muhatabı çoğunlukla bankalardır. Merkez bankaları, uzun vadeli senet ihraç ederek borcun yenilenmesi riskini de azaltmaktadır. Bu konuda büyük bir adım, çok çeşitte sterilizasyon enstrümanı kullanan Çin merkez bankası tarafından atılmıştır. Merkez Bankası, 2005 yılı başında 3 yıllık likidite senedi ihraç edeceğini açıklamıştır. Uzun vadeli senetlerin, kısa vadeli senetler yerine geçmesi durumunda merkez bankası piyasadaki likidite fazlası üzerinde daha uzun vadede etkili olabilecek, bu da parasal kontrolü güçlendirecektir. Ancak uzun vadeli senetler, merkez bankaları için, özellikle enflasyon riskinin bulunduğu ortamlarda görece olarak pahalı olacaktır.

Sermaye girişinin daha kısa süreli olduğunun düşünüldüğü zamanlarda merkez bankaları döviz swapı ve ters repo gibi daha kısa vadeli enstrümanları tercih edecektir. Bu parasal operasyonların etkinliğini artırmaktadır. Singapur, hem döviz swapı hem de ters repo işlemlerini yoğun olarak kullanan bir ülke olarak karşımıza çıkmaktadır. Brezilya ve Çek Cumhuriyeti de ters repoyu likidite çekmede etkin olarak kullanmaktadır. Son olarak yine pek çok merkez bankası tarafından kullanılan bir piyasa

---

<sup>23</sup> (Ouyang ve Rajan, 2005).

enstrümanı da, merkez bankasında gecelik depo imkanıdır. Malezya ve Macaristan fazla likiditenin çekilmesinde gecelik depoyu ana enstrüman olarak kullanmaktadır.

TCMB'de sermaye akımlarının sterilizasyonu büyük ölçüde API çerçevesinde gerçekleştirilen çoğunlukla gecelik ve haftalık ters repo ve Bankalararası Para Piyasasında (BPP) gerçekleştirilen gecelik depo imkanıyla sağlanmaktadır. TCMB fazla likiditenin gecelik işlemlerde yoğunlaşmasını önlemek amacıyla gerek gördüğünde 2 ve 4 haftalık depo alım ihaleleri de gerçekleştirmektedir. Ayrıca yeni TCMB kanunu da Merkez Bankası'na likidite senedi ihraç etme yetkisi vermiştir (Madde 52, 25.04.2001 tarih, 4651 sayılı kanun ile değiştirilen şekli). Kısaca diğer ülke örnekleriyle kıyaslandığında Merkez Bankası'nın sterilizasyon amacıyla kullanılacak enstrümanlar konusunda herhangi bir kısıtı olmadığı görülmektedir. Enflasyon ve faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte yoğun sermaye girişleri döneminde likidite senedi ihracının da (gerektiğinde uzun vadeli olarak) merkez bankası için aşırı bir maliyet yaratmadan etkin bir enstrüman olarak kullanılabileceği düşünülmektedir.

#### **4.3.2.3. Reeskont Politikası**

Alternatif politika araçlarından birisi merkez bankasından reeskont kredisi kullanımını sınırlamaktır. Ancak reeskont politikası esnek bir politika aracı olarak kullanılamamaktadır. Bir çok gelişmekte olan ülkede reeskont penceresinden sağlanan ve merkez bankasınca garantilenmiş fonlar, genelde ekonomideki belli sektörlerle ticari bankalardan ya da özel amaçlı bankalardan fon sağlanmasına izin veren otomatik bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca kredi talep esnekliği genelde oldukça düşüktür. Bu nedenle reeskont faizlerini artırmak her zaman kredi hacmini düşürmede başarılı olmayabilir.

Diğer yandan API ile kıyaslandığında reeskont penceresini kullanmanın bazı avantajları vardır. Örneğin reeskont oranları genelde piyasa faizlerinden daha düşük olduğundan API'ye göre daha düşük maliyetlidir. Ayrıca reeskont faizindeki değişikliklerin, piyasa faizleri üzerindeki etkisi

API'ye nazaran sınırlı olacaktır. Gelişmekte olan ülkeler için genelde geçerli olan reeskont faiz oranları ve bankacılık sektörü borç verme faiz oranları arasındaki zayıf bağ burada merkez bankasının lehine işlemektedir. Eğer bağ zayıf ise reeskont oranlarındaki artış piyasa faiz oranlarını çok etkilemeyecek ve sterilizasyon politikası başarılı olacaktır.

Ancak bu politikanın kullanımı da reeskont faizindeki değişimlerin merkez bankası bilançosu üzerinde yarattığı etkiyle sınırlı kalacaktır. Diğer pek çok merkez bankasında olduğu gibi TCMB'de de Açık Piyasa İşlemlerinin etkinliğinin sağlanmasının ardından reeskont politikası 1990'lı yılların ortalarından bu yana aktif olarak kullanılmamaktadır.

#### **4.3.2.4. Zorunlu Karşılıklar**

Zorunlu karşılık oranında artış, kredi genişlemesini sınırlamada kullanılan bir diğer politika aracıdır. Zorunlu karşılıklar, yurtiçi mevduat getirilerini düşürür ve sermaye girişlerini caydırıcı etki yaratır. Ayrıca belli seviyedeki sermaye girişleri karşısında parasal tabanda ortaya çıkan artış, - ticari bankalar merkez bankasında daha fazla zorunlu karşılık tutmak zorunda olduklarından- geniş para arzında birebir artışa yol açmayacaktır. Munzam karşılıklar, Tayvan, Malezya ve Kore'de parasal çarpanı düşürmede etkin olarak kullanılmıştır. 1980'li yıllarda Kore'de zorunlu karşılıklar iki katına çıkarılırken, Malezya'da 1989-1994 yılları arasında % 3.5'ten % 11.5' e yükseltilmiştir. Bazı ülkeler yabancı para cinsinden mevduatlara da zorunlu karşılık getirmiş ya da varolan oranları yükseltmiştir. Örnek olarak 1990'lı yılların başında Şili, Peru ve Sri Lanka verilebilir (Lee,1997).

Zorunlu karşılıklar ticari bankaların kredi-mevduat faiz farkında açılmaya yol açarak finansal aracılığa zarar vermektedir. Zorunlu karşılıklardaki artışın mevduat sahiplerine verilen faiz oranlarını düşürdüğü ölçüde yurtiçi bankacılık sistemine yabancı para girişleri azalacak ve borç verme faizlerinde yol açtığı yükseliş ölçüsünde ise yerleşik yatırımcıların dışarıdan finansman yolları aramalarına yol açarak, sermaye girişlerini hızlandıracaktır. Bu da sterilizasyon politikasının ana amacına ters düşmektedir. Her iki durumda da munzam karşılıklar vergi etkisi yarattığından

finansal aktivitenin resmi yurtiçi bankacılık sisteminin dışına çıkmasına yol açabilir, dolayısıyla merkez bankasının parasal kontrolünü zayıflatabilir.

Sermaye akımlarının sterilizasyonunda kullanılan zorunlu karşılık politikasının etkileri APİ ile aynıdır. Karşılıklara ödenen faiz (ödeniyor ise), piyasa faizine ne kadar yakın ise bu politikanın maliyeti APİ maliyetine o kadar yaklaşacaktır. Ayrıca zorunluk karşılık uygulamasının pratikte de pek çok sınırlaması vardır. Örneğin bazı bankalar halihazırda gerekenin üzerinde karşılık tutuyor olabilir. Ayrıca bankacılık sisteminde zayıf bankaların varlığı bu politikayı kullanılmasında zor ya da tehlikeli hale getirebilir. Lee'ye (1997) göre, Kolombiya ve Kore zorunlu karşılık politikasını artırma çalışmaları esnasında oranların önceki sterilizasyon çabalarının bir sonucu olarak halihazırda oldukça yüksek seviyelerde olduğunu fark etmişlerdir. Ayrıca zorunlu karşılıkların kısa vadeli likidite yönetiminde kullanılması bankaların portföy yönetimine zarar verdiği için çok da anlamlı değildir. Finansal piyasalarını serbestleştirmeye çalışan ekonomilerde zorunlu karşılıklarda sürekli bir değişim, yabancı yatırımcı tarafından yanlış bir sinyal olarak da algılanabilir. Türkiye'de de zorunlu karşılık oranı 1990'lı yıllardan bu yana kademeli olarak düşürülmüş ve Ağustos 2001'de zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlamıştır. Dolayısıyla bu politikanın sermaye akımlarının sterilizasyonu amacıyla aktif olarak kullanıldığını söylemek mümkün değildir.

#### **4.3.2.5. Döviz SWAP'ı**

Merkez Bankaları APİ'ye benzer olarak, yurtiçi döviz piyasalarında işlem yaparak da likidite yönetimi yapabilir. Sermaye girişlerinin sterilizasyonunda kullanılan bir yöntem de döviz swaplarıdır. Merkez Bankası döviz swapına girerek, yerli para karşılığında döviz satmak üzere anlaşırken yine eşanlı olarak aynı döviz vadedi kurdan gelecek bir zamanda geri alma tahaddünü yüklenir. Endonezya, sterilizasyon amacıyla bu yöntemi kullanan ülkelerden biridir. Döviz borç alan bankalar bunu yurtiçi yerleşiklere ya da yurtdışına borç verebilir, ancak her iki olasılığında yurtiçi para tabanı üzerindeki etkisi düşüş yönünde olacaktır. Swap ayrıca, bankaların yurtdışına borç vermelerini teşvik etmeye yönelik olarak kullanılarak sermaye çıkışlarını

hızlandırabilir. Bu spot ve vadeli oran arasındaki farkın, yurtiçi ve yurtdışı piyasalar faiz farkından yüksek olması durumunda mümkün olacaktır.

Döviz Swapları, Merkez Bankalarına oldukça esnek kullanım olanağı sağlamaktadır. Eğer Swap piyasası likit ise API'de olduğu gibi istenildiği anda mevcut piyasa oranları üzerinden gerçekleştirilebilir. Swap kontratlarının vadesi de beklenen sermaye girişlerinin olası süresine ve etkilerinin ortadan kaldırılmasına yönelik beklentilere yönelik olarak değiştirilebilir. Normalde döviz swapları kısa vadeli, ama çoğunlukla yenilenir. Bu da merkez bankasının değişen koşullara bağlı olarak pozisyon almasını kolaylaştıracaktır. Ayrıca API'nin tersine merkez bankasında büyük çaplı hazine kağıdı tutma zorunluluğu gibi gerekliliklere yol açmamaktadır. Merkez bankaları ayrıca yurtdışı yatırımların vadede geri dönmesini önlemek amacıyla bu akımların yurtdışı piyasalara yatırıldığından emin olmak isteyebilirler.

Tüm bu avantajlara rağmen döviz swaplarının merkez bankalarınca pratikte çok yaygın olarak kullanılmadığını görüyoruz. Bu da bu politikanın da dezavantajları olduğunu göstermektedir. Bu dezavantajlardan en açık olanı, bu politikanın da API de olduğu gibi yüksek maliyetli olabileceği gerçeğidir. Döviz swapları özellikle faiz oranları arasındaki farktan vazgeçilmesi nedeniyle maliyet doğurmaktadır. Bir başka risk de merkez bankası tarafından satılan dövizin, piyasa tarafından yerli paraya çevrilerek amaçlanan etkiyi ortadan kaldırması olasılığıdır. Özellikle ticari bankalar bu "ters işlem"den" kar ediyorsa oldukça popüler bir hale gelebilir. Bunu önlemenin bir yolu bankaların swap kullanımlarına kısıtlama getirmek ya da bankaların yakından gözetim ve denetimini artırarak bu politikaya uyum sağlamaktır. Türkiye'de döviz swapları sterilizasyon politikası aracı olarak kullanılmamaktadır.

#### **4.3.2.6. Vadeli Döviz Kuru Piyasasında Müdahale**

Döviz swapları dışında ve bu politikaya benzer olarak merkez bankaları, vadeli döviz piyasasında müdahale gerçekleştirebilirler. Merkez bankası, vadeli işlem olanağı sağlayarak yerli yatırımcının yurtdışı



yatırımlarının değerini vadeli döviz kurunu sabitleyerek riskten korunmasına izin verecektir. Ancak bu politika pratikte çok da uygulanabilir olmayabilir, öyleki mevcut likit ve gelişmiş vadeli döviz piyasalarının varlığını zorunlu kılmaktadır. Oysa ki pek çok gelişmekte olan ülke diğer finansal enstrümanlarda olduğu gibi gelişmiş vadeli döviz piyasalarından da yoksundur. Bu politikanın bir diğer riski de merkez bankasının zarar yazmasına yol açabilir.

Uzun vadede vadeli döviz müdahalesini etkin hale getirmenin en uygun yolu, özel sektörün vadeli döviz işlemlerine olan talebini artırarak bu piyasanın etkinliğini artırmak olacaktır. Bunu yapmanın en iyi yolu da Kore'de 1994 yılında yapıldığı gibi, vadeli işlem yapma izni verilmesine ilişkin prosedürü kolaylaştırmak olacaktır. Türkiye'de uzun vadeli döviz müdahaleleri aktif bir sterilizasyon aracı olarak kullanılmamaktadır.

#### **4.3.3. Maliye Politikası**

Eğer aşırı sermaye girişleri faiz oranlarında yükselişe yol açan aşırı talepten kaynaklanıyor ise, sermaye akımları karşısında uygulanacak sıkı maliye politikası talebi zayıflatmada, dolayısıyla sermaye akımlarını caydırmada başarılı olabilir. Sıkı maliye politikaları, sermaye girişlerinin iç talep üzerindeki genişletici etkilerini sınırlandırarak, enflasyonist etkileri ve reel kurdaki değerlenmeyi de hafifletecektir. Maliye politikası, sabit döviz kuru rejimi altında daha etkilidir. Mali daralma yurtiçi faiz oranlarını düşürerek sermaye kaçışına ve para arzında düşüşe yol açabilir. Ama döviz kuru serbest ise düşük faiz oranları döviz kurunda değer kaybına yol açacaktır. Bu da başlangıçta sıkı maliye politikalarının yarattığı talepteki düşüşü bir ölçüde telafi edecektir. Gerçekten de gevşek maliye politikası aslında ilk etapta aşırı talebin kaynağı olabilir.

Mali sıkılaştırmanın etkileri bir çok kanalla ortaya çıkabilir.

1. Sıkı maliye politikası, hükümetin yabancılar ve özel sektörden borçlanma ihtiyacını düşürerek, faiz oranlarında aşağı yönlü baskı oluşturacak bu da sermaye girişlerini yavaşlatacaktır.

2. Azalan hükümet harcamaları, özellikle ticarete konu olmayan yerli malların fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturarak, reel denge kurunda gerilemeye yol açacaktır.

Maliye politikası çoğunlukla sermaye akımlarına karşılık ince ayar amacıyla değil, daha çok orta vadeli bir strateji olarak tercih edilmektedir. IMF istikrar programları aracılığıyla da pek çok gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerinde kullanılmaktadır.

Özellikle büyük bütçe açıklarının faizlerde yükselişe yol açarak sermaye girişlerini tetiklediği durumlarda, ya da sermaye girişlerinin sürdürülemez bir tüketim patlamasını finanse ettiği ekonomilerde doğru bir politika karşılığıdır.

Örneğin Tayland, 1989-1991 döneminde ılımlı bir bütçe açığının bütçe fazlasına çevirerek (GSYİH'nin % 5'i) sermaye girişleri ile başedebilmiştir. Şili, Malezya ve Endonezya'nın da sermaye girişlerin karşı kullandıkları politikalar arasında mali kısıtlar yer almaktadır (World Bank, 1997).

Ancak bütçe açıklarını sınırlandırmak sermaye akımları üzerinde tam tersi bir etki de yaratabilir. Eğer uygulanan sıkı maliye politikaları ülkenin gelecekteki makroekonomik dengesine ilişkin endişeleri zayıflatıyor ise, daha fazla sermaye girişine yol açabilir.

Corbo ve Hernandez de (1996), 9 ülke üzerinde yaptığı incelemede sıkı maliye politikalarının, diğer politikalarla kıyaslandığında sermaye akımlarının yönetiminde daha başarılı olduğuna işaret etmektedir.

Diğer yandan Agosin (2005), hükümetlerin ani sermaye kaçışları karşısında döngü-karşıtı maliye politikaları izleyebileceklerini öne sürmektedir. Agosin'e göre hükümetler, döngü karşıtı maliye politikası izlemek için büyüme dönemlerinde bütçe fazlası vermelidir. Bu politika, hükümetlerin durgunluk dönemlerinde bütçe açığı vermesine izin verecek, özel sektörde gözlenen daralmanın ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltacaktır.

Büyüme dönemlerinde yaratılan bütçe fazlası tasarruf edilmeli, varlıklar artılırken yükümlülükler azaltılmalıdır ve varlık artışı çoğunlukla yabancı varlık şeklinde olmalıdır, çünkü durgunluklar sermaye çıkışlarını da beraberinde getirebilmektedirler ve biriken yabancı varlık stoğu böylesi durumlarda hükümetler tarafından kullanılabilir. Ayrıca böylesi bir politika daha düşük borç oranlarına yol açacağından durgunluk dönemlerinde uluslararası piyasalarda ulaşımı kolaylaştıracaktır.

Eichengreen (2005), sıkı maliye politikasını Türkiye ve Romanya için sermaye akımları karşısında kullanılabilecek bir politika olarak önerirken, hükümetler için böylesi bir politikayı uygulamanın zorluğuna dikkat çekmektedir. Bunun nedeni sıkı maliye politikalarının, özel sektörün fonlama maliyetini yükseltmesi ve iç talep ve dolayısıyla büyümeyi sınırlamasıdır. Ancak Eichengreen, mali sıkılaştırmanın, ekonomide standart Keynezyen etkilerin baskın olması durumunda iç talep ve büyümede daralmaya yol açacağını, bunun da kısa vadede büyümenin diğer herşey aynı kalmak koşuluyla düşüş kaydedeceği anlamına geldiğini vurgulamaktadır<sup>24</sup>. Ancak tüm bunlara rağmen sıkı maliye politikalarının sürdürülmesinin nedeni, böylece daha düşük ama “sürdürülebilir” büyüme oranlarının yakalanmasıdır. Böylece ekonomi, sermaye akımlarındaki ani geri çıkışlar karşısında daha az kırılgan olacaktır.

#### **4.3.4. Sermaye Kontrolleri**

Diğer politikaların uygulanamaz olduğu, ya da etkisinin sınırlı olduğu durumlarda geçici sermaye kontrolleri bir çözüm olarak önerilebilmektedir. Ülkeye giriş ve çıkış yapan sermaye üzerindeki kontroller, hükümetler tarafından birkaç farklı ekonomik amaçla konulabilir. Bunlar hem genel olarak ulusal kalkınma ile ilişkili daha uzun vadeli amaçları, hem de makroekonomik politika hedeflerini içermektedir (Akyüz ve Cornford,1994). Ancak sermaye akımlarını sınırlamaya karar veren hükümetler, finansal bütünleşmenin faydalarından da vazgeçmek durumunda kalacaktır. Bu da söz konusu

---

<sup>24</sup> Oysa kamu borcunun sürdürülemez bir patikada olduğu durumlarda mali sıkılaştırma, ekonomiye olan güveni artırarak aslında genişletici etki yaratabilir.

ülkeleri sermaye serbestisine sahip diğer ülkelere karşı, uluslararası tasarrufların kullanımı açısından dezavantajlı konuma getirecektir (IMF, 2005).

Buna ilaveten, eğer sermaye kontrolleri uzun süredir uygulanıyor ise sermaye akımlarını caydırmada etkin olmayabilir ve finansal sistemin gelişimini ve kaynakların etkin kullanımını engelleyebilirler. Tüm bu olumsuzluklarına rağmen, sermaye girişleri karşısında uygulanacak optimal politikaların belirlenmesinde kurumsal faktörler kilit rol oynayabilir. Makroekonomik stabilizasyon ve deregülasyon politikalarının uygulandığı durumlarda, yatırımlardan elde edilen getirilerde hızlı bir artış gözlenirken, akımlara aracılık eden bankacılık sistemi yapısal sorunlar ve eksik gözetimle karşı karşıya olabilir. Bu koşullar altında bankacılık sisteminin sermaye akımlarına aracılık etmesini sınırlamak ve yabancı sermayeyi göreceli olarak daha uzun vadelere yatırım yapmaya yönlendirmek amacıyla sermaye kontrolleri ve ihtiyatlı gözetim önlemleri alınabilir – bankaların açık pozisyonlarının sınırlandırılması gibi. Zaman içerisinde bankacılık sisteminin akımları yönetme kapasitelerinde artışla birlikte ve gözetim kalitesinin de artmasının ardından sermaye kontrolleri kademeli olarak kaldırılabilir.

Bretton Woods (1944-1971) döneminin en belirgin özelliği konumundaki sermaye kontrolleri, daha sonraki dönemlerde de pek çok gelişmiş ülke hükümetleri tarafından da resmi olarak uygulanmıştır. Finansal liberalizasyon sürecinin sıralamasına ilişkin yapılan çalışmalar çok hızlı liberalleşmenin ekonomileri istikrarsızlığa sürüklediği görüşünde hem fikirdir (Glick ve Hutchinson 2001).

1970'li yılların başında, dalgalı kur rejiminin global olarak yaygınlaşması ile birlikte, James Tobin, döviz işlemlerine getirilecek global bir verginin uluslararası finansal piyasalarda spekülasyon hareketleri azaltarak istikrarı sağlayacağını savunmuştur<sup>25</sup>. 1997-98 yıllarındaki Asya krizlerinin ardından bu tür sermaye kontrolleri yeniden tartışılmaya başlanmış ve pek çok ekonomist ve politika yapıcı, liberalizasyon öncesinde finansal sistemin

---

<sup>25</sup>Söz konusu verginin pratikte uygulanabilirliğinin oldukça düşük olduğu daha sonra pek çok ekonomist ve politika yapıcı tarafından kabul edilmiştir.

etkin işleyişini sağlayacak uygun düzenlemelerin gerçekleştirilmesinin gerekliliği konusunda hemfikir olmuştur. Tam finansal açıklık, gelişmekte olan ülkeler için yurtiçinde yüksek standartta düzenlemelerin sağlanmasının ardından, uzun vadede ulaşılabilecek bir hedef olarak görülmelidir. Bu nedenle hükümetler finansal liberalizasyon öncesinde finansal piyasa ve bankacılık reformlarını gerçekleştirmek amacıyla geçici süreyle de olsa sermaye kontrolleri uygulayabilirler (Glick ve Hutchinson, 2001).

Ancak sermaye kontrolleri pek çok nedenden dolayı döviz kuru üzerinde istikrarı bozucu etkide bulunabilir. İlk olarak sermaye hesabına uygulanan kısıtlamalar net sermaye çıkışına yol açarak, finansal istikrarsızlığı hızlandırabilir. Bunun sebebi sermaye çıkışlarını zorlaştırdığınızda gelecekte yatırımlarını kolaylıkla geri çekemeyeceğini düşünen yatırımcıların, o ülkeye yatırım yapma isteğini azaltarak ülkeden kaçmalarına yol açacak olmasıdır.

Buna ek olarak sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar, genellikle diğer ekonomik aktivitelere uygulanan sınırlamalarla birlikte gelir, bu da yatırımcıların genellikle yatırım için uygun bulmadığı ekonomik politikalarla eşleşmektedir. Yani, kısıtlamalar yatırımcılara hükümetlerin uyumsuz ve iyi planlanmamış politikalar güttüğüne dair sinyal vererek ülkeyi krizlere daha açık hale getirebilir.

Sermaye kontrollerine karşı öne sürülen başlıca savlardan biri de kontrollerin, kaynakların etkin olmayan dağılımına ve yolsuzluğa yol açarak etkisiz ve zarar verici olabileceği ve ekonomik istikrarsızlığa yol açabileceği görüşüdür.

Diğer yandan ne teoride ne de ampirik çalışmalarda seçilmiş sermaye kontrollerinin gerekliliği ve yeterliliği konusunda kesin bir sonuca varılmamıştır. Prasad ve diğerlerine (2003) göre, bu tür sorulara ancak ülke bazında özgün koşullar altında ve kurumsal yapı göz önünde bulundurularak yorum yapmak mümkündür.

Glick ve Hutchinson (2001), çalışmalarında sermaye kontrollerinin döviz kuru istikrarı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Yazarlar, ödemeler dengesi krizlerinin belirleyicilerine ilişkin bir modeli "gösterge" olarak

kullanarak sermaye kontrollerinin etkisini araştırmışlardır. 69 gelişmekte olan ülke için 1975-1997 yılları arasında sermaye hareketleri kısıtlamalarının daha yüksek dvız istikrarı ile eşleşip eşleşmediğini inceleyen Glick ve Hutchinson, ulaştıkları sonuçları sermaye kontrollerinin etkili olmadığı ve hatta demeler dengesi krizi yaşanma olasılığını artırdığı şeklinde yotunlamışlardır. Sonuçların spekülatif ataklara yol açan makroekonomik faktörler ve ülkelere spesifik olan politik ve kurumsal fakrler de göz önünde bulundurulduğunda da güçlü olduğu sonucuna varmışlardır.

Tüm bu olumsuzluklarına rağmen Doğu Asya, Rusya ve Brezilya dvız krizlerinin ortaya çıkması ile birlikte artan sayıda ekonomist ve analistin (Radelet ve Sachs 1998, ve Stiglitz 2000) ekonomilerdeki bozulmanın ana nedeni ya da katalizörü olarak uluslararası sermaye akımlarını-özellikle de sabit dvız kuru rejimleri ile birleştiği zaman- ileri sürdüklerini görüyoruz. Böylesi bir tez göz önünde bulundurulduğunda uygulanması gereken politika, ekonomileri spekülatif ataklardan korumak ve kurda istikrarı sağlayabilmek amacıyla sermaye akımlarına ve diğer uluslararası ödemelere kısıt getirmek olacaktır.

Pek çok gelişmekte olan ülke farklı amaçlarla ve yöntemlerle de olsa sermaye kontrollerini yaygın olarak kullanmıştır. şili ve Malezya, sermaye kontrollerini başarılı bir biçimde kullanan ülkelere örnek olarak gösterilmektedir. Bu nedenle bu iki ülkenin sermaye kontrollerine ilişkin deneyimlerini incelemenin faydalı olacağı düşünülmektedir.

#### **4.3.4.1. şili'de Sermaye Kontrolleri**

1990 yılında şili'nin sermaye hesabı fazlası, GSYİH'nın % 10'una ulaşmış durumdaydı ve kısa vadeli sermaye akımları da bu oranın üçte birini oluşturmaktaydı. 1982'de yaşandığı gibi ani bir sermaye çıkışı ile karşı karşıya kalmaktan çekinen şili hkmeti, 1991 yılında sermaye kontrolleri uygulamaya başlamış ve iki kez kontrollerde değişikliğe gitmiştir. 1998'de sermaye akımlarının hacmindeki düşüş kontrollere olan gereksinimi azaltınca kontrolleri tamamen kaldırmıştır.

Buckley'ye (2000) göre Şili'nin uyguladığı kontrollerin beş önemli elementi bulunmaktaydı.

- A) Sermaye girişinin süresine bakılmaksızın, yurtdışı krediler ve menkul kıymet ihraçları da dahil olmak üzere tüm portföy yatırımları, merkez bankasında bir yıl süresince tutulacak ve nemalandırılmayacak zorunlu karşılığa tabi idi. Zorunlu karşılık oranı ilk olarak 1992'de % 20 olarak belirlenmiş, daha sonra % 30'a yükseltilmiş ve 1996 yılında % 10'a düşürülmüştür.
- B) Ticaretin finansmanında kullanılan krediler de aynı zorunlu karşılığa tabi idi.
- C) Yerli firmalar tarafından yurtdışında ihraç edilen menkul kıymetler için ortalama minimum vade dört yıl olarak belirlenmişti.
- D) Yerli firmalar tarafından yurtdışında gerçekleştirilen hisse senedi ihraçlarına da en az 10 milyon USD sınırı getirilmiş ve ihraç edici firmalar da yüksek kredi derecesine sahip olanlarla sınırlanmıştır.
- E) Doğrudan yatırımlar için, başlangıç yatırım sermayesine bir yıl için geri çekilememe sınırı getirilmiştir.

Kontrollerden ilk dördü sermaye girişlerine uygulanan kontrollere sonuncusu ise sermaye çıkışları üzerine uygulanan kontrollere örnek teşkil etmektedir. Ancak uluslararası piyasalarda en çok ilgi göreni nemalandırılmayan zorunlu karşılıklar (NZK) olmuştur. İkinci maddedeki kısıt ülkenin ticaret hacmini olumsuz etkilediğinden istenmeyen bir çözüm olmakla birlikte eksikliği ilk maddedeki kısıtlamalardan kolaylıkla kaçınılmasına yol açacağından dolayı uygulanmak zorunda kalmıştır.

Ekonomistler ve politika yapıcılar arasında genel görüş Şili'nin uyguladığı kontrollerin sermaye girişlerinin ortalama vadesini uzatmada başarılı olduğu yönündedir. Buna ek olarak Edwards (1998), çalışmasında Şili'de uygulanan kontrollerin, yurtiçi faiz oranlarının açık faiz paritesiyle

belirlenen değerlere yakınsamasını önleyerek, bağımsız para politikası uygulamalarına izin verdiği sonucuna ulaşmıştır. Ancak artan faiz farkının kontrollerin değil de sterilizasyon politikasının bir sonucu olduğu söylenebilir. Diğer yandan kontrollerin sermaye girişlerinin toplam hacmini etkileyip etkilemediği konusunda çelişen görüşler mevcuttur<sup>26</sup>. Kontrollere ilk tepki oldukça büyük olmuş, Şili'nin 1990'da GSYİH'nın % 10'u seviyesine ulaşan sermaye hesabı fazlası, 1991 yılında % 2.4'e inmiş ve kısa vadeli borç girişleri belirgin bir şekilde azalmıştır. 1992 yılında sermaye girişlerinde yeniden hızlanma görülünce, Şili NZK oranını % 30'a yükseltmiş ve yeniden akımları caydırmada başarılı olmuştur. Ancak her ne kadar NZK'lardaki artış kısa vadede başarılı olduysa da, 1996 yılında Şili'nin, BIS'e raporlama yapan bankalara olan borçlarının ortalama vadesinin bir yıldan kısa olduğu görülmektedir.

Edwards'a (1998) göre sermaye kontrolleri döviz kurunun kontrolü açısından başarılı olamamıştır. 1991-97 arasında yıllık ortalama % 4 değer kazanan peso, 91-98 yılları arasında % 28 değer kazanmıştır.

Doğrudan yatırımlar ise bu dönemde kontrollerden görece olarak daha az etkilenmiştir. Ancak kontroller yurtiçinde faaliyet gösteren ve kontrollerden kaçınma olasılığı düşük olan özellikle küçük ve orta çaplı işletmeler için kredi maliyetini büyük ölçüde yükseltmiştir. Bu büyük küçük her ekonomi için oldukça pahalı bir bedeldir.

Sonuç olarak Şili örneği bazı ülkeler için uygulanabilir bir politika oluşturmakla birlikte her koşulda uygulanabilir değildir ve maliyetleri vardır<sup>27</sup> Türkiye gibi borç stoğu ve faiz oranları görece olarak yüksek ülkelerde Şili benzeri nemalandırılmayan munzam karşılıkların uygulanması faiz oranlarında daha da artışa yol açması ve bankaların aracılık maliyetlerini yükseltmesi nedeniyle çok da tercih edilmeyecektir.

<sup>26</sup> Detaylı bilgi için bkz. Agosin (2005) ve Buckley (2000).

<sup>27</sup> Ariyoshi, Habermeier v.d.'ne (2000) göre sermaye kontrolleri Malezya ve Tayland'da sermaye girişlerinin hacmini düşürmede ve vadesini uzatmada, Kolombiya ve Şili de akımların kompozisyonunu etkilemede başarılı olmuş, ancak Brezilya da ise etkin olamamıştır.



#### 4.3.4.2. Malezya'da Sermaye Kontrolleri

Malezya 1994'te sermaye girişlerine sınırlama getirmiş olmakla birlikte, daha çok 1998'de sermaye çıkışlarına karşı uygulamaya başladığı kontrollerle gündeme gelmiştir. Özetle uyguladığı kontrolleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- a) Hisse senedi piyasalarında yerli hisse senetlerine işlem kısıtı getirilmiştir.
- b) Yerli para birimi ringgit'in ihtal ve ihracını ve resmi olmayan ticaretini engelleyen döviz kontrolleri uygulanmıştır.
- c) Malezya vatandaşlarının yurtdışında gerçekleştirdikleri yatırımlara kısıtlama getirilmiştir.
- d) Sermayenin yurtdışına bir yıldan kısa sürede geri çıkarılması durumunda cezalandırıcı vergiler uygulanmıştır.

Kontroller ringgit üzerinden offshore piyasaların tamamen ortadan kalkmasına, ringgitin uluslararası döviz piyasasından tamamen çekilmesine ve tüm ringgit ticaretinin Merkez Bankası üzerinden gerçekleştirilmesine yol açmıştır. Şubat 1999'da bu kontrollerin yerini sermaye çıkışlarına uygulanan çıkış vergisi almıştır. Halihazırda Malezya'da bulunan sermayenin 7 ay içerisinde geri çıkması durumunda % 30, 7-9 ay sonrası çıkışlarda % 20, 9-12 ay arasında % 10, daha uzun vadelerde ise % 0 vergi uygulanmıştır. Halihazırda var olan sermaye üzerinden elde edilen karlar ise vergiden muaf tutulmuştur. Şubat 1999'dan sonra Malezya'ya giriş yapan sermaye ise, çıkış esnasında vergiden muaf tutulmuş ancak sermaye üzerinden elde edilen tüm karlar 12 ay içerisinde ülkeden çıkarılması durumunda % 30, daha sonraki vadeler için ise % 10 vergiye tabi tutulmuştur.

Sermaye kontrollerine, özellikle de çıkışlara uygulanan kontrollere karşı bir eleştiri, kontrollerin günlük ticarete zarar verdiği yönündedir. Malezya örneği ise ticarete ortaya çıkan zorlukların sanıldığı kadar büyük olmayabileceğini göstermektedir. Dahası, kontrollerin kaldırılmasının ardından sermaye kaçışlarının yaşanmaması sermaye çıkışlarına getirilen

kontrollerin geçici bir enstrüman olarak başarılı bir biçimde uygulanabileceğini göstermektedir. Kaplan ve Rodrik'in (2001) çalışmalarında, Malezya'da yaşanan krizin 1998 yazında kötüleşmekte olduğuna dikkat çekilirken, Eylül 1998'de kontrollerin uygulanmasının, bu dönemde Tayland ve Kore'de uygulanan IMF programları ile kıyaslandığında, daha hızlı bir ekonomik toparlanma, istihdamda ve reel ücretlerde daha sınırlı gerileme ve hisse senedi piyasalarında da daha hızlı iyileşmeyle sonuçlandığı ileri sürülmektedir. Diğer yandan Fisher (2001), Malezya'da Asya krizinin atlatılmasının ardından yabancı sermayenin çok büyük bir bölümünün zaten ülkeyi terk etmiş olduğuna, bu nedenle Eylül 1998'de konulan kontrollerin etkilerini ölçmenin gerçekte oldukça zor olduğuna dikkat çekmektedir. Buna ek olarak Altinkemer de (2003) kontrollerin uygulandığı dönemde ABD faizlerinde yaşanan gerilemenin de bölgede krizin atlatılmasına katkıda bulunduğunu, bu nedenle Malezya'nın başarısının tümünün kontrollere bağlanmaması gerektiğini ileri sürmektedir.

Tüm bu değerlendirmelere rağmen Malezya'nın uyguladığı kontroller karşısında pek çok ekonomist, kontrollerin ringgit üzerindeki spekülasyon baskısını ortadan kaldırmada başarılı olduğunu ve ülkenin güçlü ekonomik temellerinin ve yetkililerin kontrollerin mümkün olduğunca şeffaf olması ve finansal sektörün güçlendirilmesi yönündeki çabalarının da kontrollerin başarısında belirleyici olduğunu vurgulamışlardır. Sonuç olarak kontroller düşük bir maliyetle Malezya otoritelerine makroekonomik dengesizlikleri gidermek ve bankacılık sistemi reformlarını gerçekleştirmek için zaman tanımıştır.

Ülke tecrübeleri, gelişmekte olan ülkenin sıkı finansal piyasalara sahip olması, özel sektörde risk yönetim tekniklerinin gelişmemiş olması ve yurtiçi sermaye piyasası düzenleyicisinin deneyimsiz olması ve yeterli kaynaklara sahip olmaması durumunda sermaye kontrollerine ihtiyaç duyulabileceğini göstermektedir. Bu özellikle yurtiçi tasarruf oranları yüksek ülkelerde, örneğin Asya ülkeleri, geçerliliğini koruyan bir savdır. Yurtiçi sermaye piyasalarının derinlik kazanması ve düzenleme sisteminin de olgunlaşmasının ardından ülkeler, güvenli bir biçimde sermaye hesabını serbestleştirebilirler. Diğer yandan sermaye kontrolleri maliyetlerini de beraberinde getirmektedir.

Kontroller yatırım amacıyla uluslararası sermaye akımlarına ulaşmayı sınırlandıracak, reel faiz oranlarını artıracak, kamu yönetimi maliyetini artıracak ve yurtiçi politikalarda reform sürecini yavaşlatabilecektir.

Sermaye kontrolleri disiplinli bir yönetim gerektirmekte ve tıpkı ticari bariyerlerde olduğu gibi gerekli politika karşılıklarına olan ihtiyacı ertelemekte, hatta kimi zaman ortadan kaldırmaktadır. Oysa ki politik reformlar ve etkin düzenleyici kurumlar ilişkin çalışmalar, kontroller uygulamada olsa dahi sürdürülmelidir.

Ülkeler kontrollerin kendilerine ancak sınırlı bir fırsat sağlayacağını ve kontrollerin zaman içerisinde etkisini yitireceğinin bilincinde olmalıdırlar. Ülkeler bu kısıtlı dönemi ekonomik ve finansal reformları gerçekleştirmek için bir fırsat olarak kullanmalıdırlar.

#### **4.4. Sermaye Kaçışları Karşısında Sıkı Para Politikası**

Bugün pek çok ekonomist tarafından ortak kabul gören bir görüş, sermaye kaçışları karşısında yatırımcıların ülkeden kaçışını durdurmak amacıyla ülkelerin faiz oranlarını yükseltmeleri ve yerli paranın değer kaybına izin vermeleri gerekliliğini savunan görüştür. Ancak Stiglitz, Radelet ve Sachs (1998) bu tür politikaların, yerli bankaları ve borç alan yerli firmaları iflasa sürükleyeceğinden dolayı, aslında sermaye kaçışlarını hızlandıracağını öne sürmektedirler. Buna ilaveten sıkı para politikasının kaynakların dağılımı üzerinde olumsuz etkileri de olacaktır. Ekonomideki problem en başta uluslararası piyasalardan borçlanabilen büyük firma ve bankaların döviz cinsinden borçlanmalarından kaynaklanmışken, yüksek faiz çözümü tam tersine yurtdışı piyasalara ulaşamayan orta ve küçük ölçekli firmaları olumsuz etkileyecektir.

Sıkı para politikası bir çok firmanın iflasına yol açarken, bankacılık sistemini de geri ödenmeyen krediler ve likidite sıkışıklığı ile karşı karşıya bırakacaktır. Sonuçta banka kredilerinde de daralma görülecektir.

Agosin'e (2001) göre, böylesi bir sermaye kaçıışı karşısında uygulanacak en iyi politika, ilk olarak aşırı sermaye girişlerinden kaçınmak

olmalıdır. Ancak uluslararası sermaye oynaklığının yüksekliği göz önünde bulundurulduğunda bu da krizleri önlemede yeterli olmayabilecektir. Agosin'e göre para biriminden kaçış başladığında yapılacak en iyi şey, geçici bir süre de olsa sermaye kontrolleri uygulamak olabilir. Bunun ardından firma va banka iflaslarını önlemek amacıyla gerekli faiz ve döviz kuru politikalarının uygulanması gerekecektir. Diğer yandan Fisher (2001), yaşanan krizlerin ardından kontrol koymanın doğru olmadığını, çünkü böylesi bir önlemin ülkenin krizin ardından sermaye piyasalarına yeniden ulaşmasını geciktirdiğini ileri sürmektedir.

Sonuç olarak sermaye akımları karşısında uygulanan politikalar incelendiğinde ülke tecrübeleri tek başına hiçbir politikanın sermaye akımlarının sürekliliğini ve istikrarını sağlamada ya da akımlardan en yüksek faydayı elde etmede başarılı olamadığını göstermektedir. Başarılı politika karşılıkları birden fazla enstrümanın kullanımını içermekte ve ülkeden ülkeye değişmektedir. Ülkenin enflasyon seviyesi, açıklık derecesi, kamu finansmanının durumu, yurtiçi tahvil piyasalarının derinliği, bankacılık sisteminin durumu, finansal sektörün gözetim denetim mekanizmasının etkinliği ve maliye politikalarının esnekliği politika seçiminde belirleyici olacaktır.

Türkiye için olası politika karşılıkları tartışılmadan önce Türkiye'de sermaye akımlarının gelişimi, nedenleri ve makroekonomik etkilerinin incelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle olası politika önerilerine ilişkin tartışma, altıncı bölümde, ekonometrik analiz sonuçları sonrasında bırakılmaktadır.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

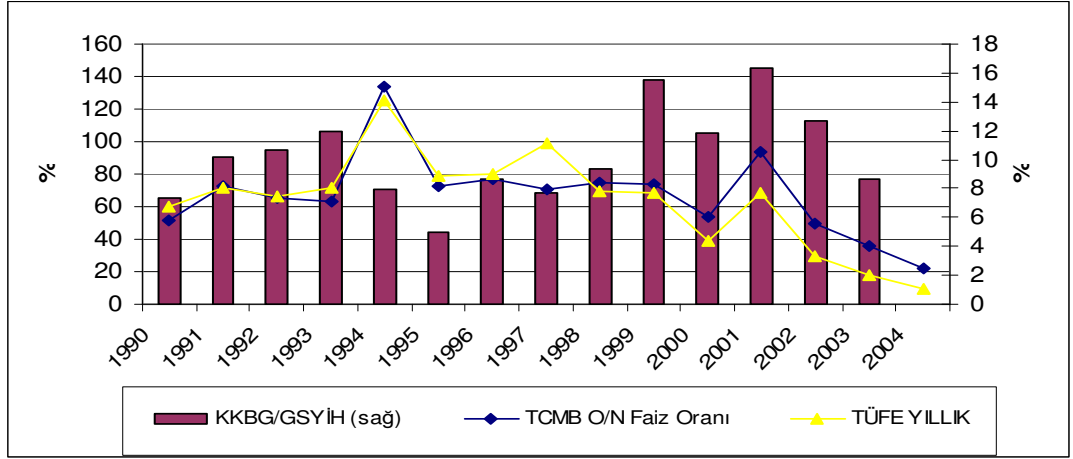
### TÜRKİYE'DE SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ

#### 5.1. Türkiye'de Sermaye Akımlarının Gelişimi

Türkiye'de 24 Ocak 1980 tarihinde uygulamaya konulan ihracata dayalı sanayileşme stratejisi, dışa açık büyüme stratejisinin ilk ayağını oluşturmuştur. Bu çerçevede ithalatın ve sermayenin önündeki engellerin kademeli olarak kaldırılması sağlanmıştır. 1980 yılında başlatılan serbestleşme süreci, Ağustos 1989'da yayınlanan 32 sayılı kararnameye dayanarak kambiyo kontrollerinin kaldırılarak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile tamamlanmıştır. Ayrıca, 1991 yılının başında ithalattaki kota uygulamasına tümüyle son verilmesiyle (DPT, 1996), dış ticaret alanında da tüm sınırlamalar kaldırılmıştır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin genelinde finansal dışa açılım süreci, mali ve yapısal reformların ardından veya reformlarla beraber gerçekleştirilirken, Türkiye'de yeni rejime geçildiğinde, ekonomi yüksek ve kronik enflasyon, yüksek faiz oranları ve kamu borcu sorunları ile boğuşmaktaydı (Grafik 5.1). Tüm bunlara ek olarak Altınkemer (2003), 1985 yılında uygulamaya konulan yeni bankacılık yasası<sup>28</sup> ile bankacılık sistemindeki yapısal eksikliklerin ortadan kaldırılmaya çalışıldığını, ancak 1990'lı yılların başında sistemde hala zayıflıklar mevcut olduğunu vurgulamaktadır.

Her ne kadar sermaye hesabının serbestleştirilmesi, uluslararası sermaye piyasaları ve özellikle de Avrupa ile bütünleşmenin bir ön koşulu olarak ortaya çıktıysa da, 1989 öncesi dönemde artan kamu kesimi borçlanma gereğinin, dolayısıyla kamu harcamalarına ilişkin finansal kısıtların gevşetilmesi ihtiyacının, dışa açılım kararlarında önde gelen motif olduğu ileri

<sup>28</sup> Bu yasayla birlikte muhasebeleştirme standardı getirilmiş, bankalar için minimum sermaye tabanı ve oranları belirlenmiştir. Bankalar sorunlu kredileri bildirmekle sorumlu tutulmuş ve hükümetlere sorunlu bankaların yönetimini değiştirme yetkisi verilmiştir. Ancak böylesi bir eylem arkasından pek çok gerekliliği zorunlu kıldığından hükümetler tarafından çok sıcak karşılanmamıştır. 1993-94 yıllarında yasada yapılan değişikliklerle bu konu halledilebilmiştir (Altınkemer,2001)



**Grafik 5.1: Türkiye Ekonomisi Seçilmiş Göstergeler**

Kaynak: TCMB

sürülmüştür (Celasun v.d., 1999) ve Demir, 2004). Bu bağlamda Demir (2004), 1989 yılında Türkiye ekonomisinin ulaştığı dışa açıklık seviyesinin o dönemde gelişmiş ülkelerin standartlarının dahi oldukça üzerinde olduğuna dikkat çekmektedir<sup>29</sup>.

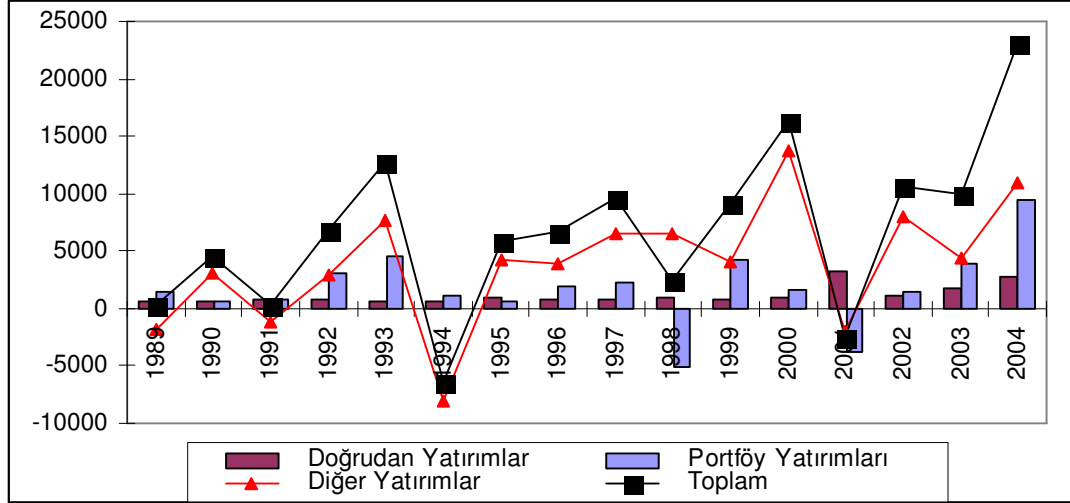
Bu dönemde kronik enflasyon, politik ajandada en önemli konu haline gelmiş; özel sektörün düşük miktardaki dış borçlanması ile birlikte iç borçlanma, açıkların kapatılmasında temel finansman yöntemi olarak öne çıkmıştır (Celasun v. d, 1999).

1989 sonrası mali yapıdaki istikrarsızlığa rağmen 1990-1994 arası dönemde Türkiye'ye yurt dışı yerleşiklerce gerçekleştirilen sermaye girişlerinde kademeli olarak artış kaydedilmiştir (Grafik 5.2).

World Bank (1997) ve Agenor v.d. (1997), 1990'lar başında Türkiye'ye gerçekleştirilen sermaye akımlarının, uygulanan gevşek maliye politikaları ile sıkı para politikalarının bileşiminin neden olduğu yüksek faiz oranlarına bir tepki olarak ortaya çıktığına dikkat çekmektedir.

Sermaye kontrollerinin kaldırılması, 1990-93 döneminde bankacılık sektörüne kısa vadeli sermaye akımının hızlanmasına yol açmıştır (Tablo 5.1,

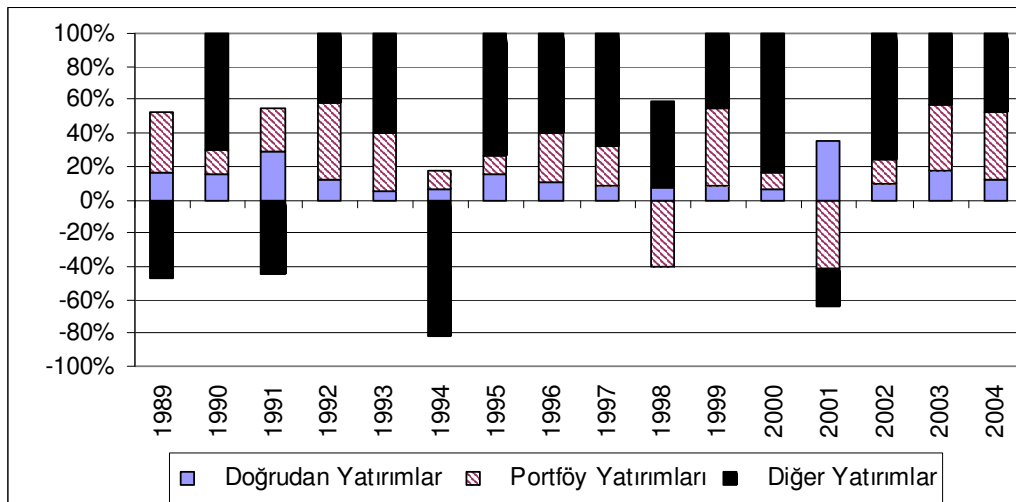
<sup>29</sup> Bir sonraki başlık altında yapılan analizler de söz konusu dönemde Türkiye'ye gerçekleştirilen sermaye akımlarının büyüklüğünün, finansal piyasaların derinliği ile kıyaslandığında oldukça yüksek olduğunu göstermektedir.



**Grafik 5.2: Yurt Dışı Yerleşiklerce Türkiye'ye Giriş Yapan Sermayenin Dağılımı**

Kaynak: TCMB.

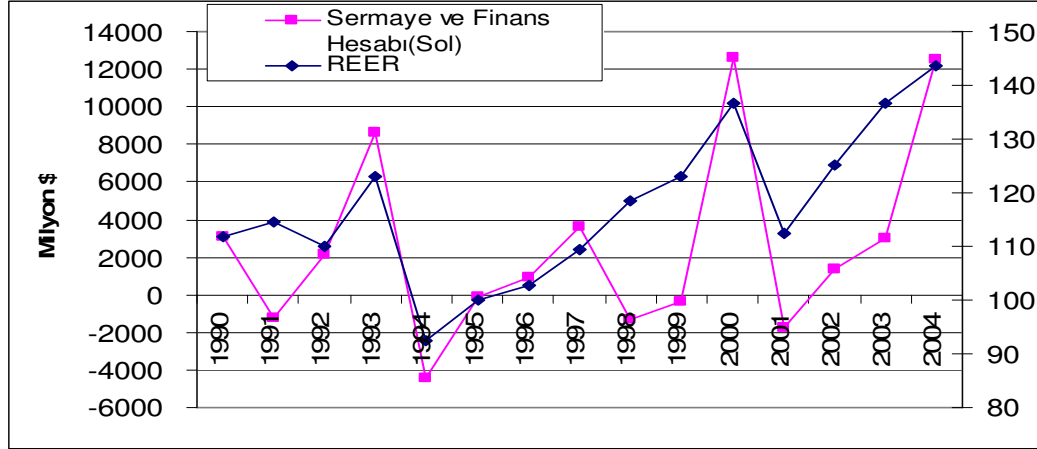
bankaların kullandıkları krediler sermaye ve finans hesaplarının “diğer” alt kaleminde görülmektedir). Bu dönemde diğer yatırımların sermaye akımları içerisindeki payı % 50'nin üzerindedir (Grafik 5.3). Bu dönemde kurun gizli bir nominal çapa olarak kullanılmasının yarattığı düşük döviz kuru riski nedeniyle ortaya çıkan yüksek faiz farkı, yerli bankaları yurtdışından borçlandıkları fonları hükümete borç olarak vermeye yönlendirmiştir. Bu gelişmeler mali düzenlemelere olan gereksinimi hafifleterek, iç borç stoğunun daha da genişlemesine ve bütçe açıklarının büyümesine yol açmıştır.



**Grafik 5.3: Farklı Sermaye Türlerinin Toplam Sermaye İçerisindeki Payı**

Kaynak: TCMB

Grafik 5.4. Türkiye’de sermaye girişleri ile reel efektif döviz kuru arasındaki yüksek pozitif korelasyona işaret etmektedir. 1990-2004 dönemi için iki seri arasındaki korelasyon katsayısı 0.73 olarak hesaplanmaktadır. Sermaye akımları hemen hemen tüm dönemlerde reel kurda değerlendirme ile eşleşmektedir.



**Grafik 5.4: Sermaye ve Finans Hesabı ve Reel Efektif Döviz Kuru**

Kaynak: TCMB

1990’lı yılların başında da sermaye girişlerinin reel kurda değerlendirilmeye yol açtığı net olarak gözlenmektedir.

1990’lı yılların başında Merkez Bankası’nın ana hedefi parasal genişlemenin kontrolü değil, finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur. Merkez Bankası ayrıca reel döviz kurlarının istikrarlı hareket etmesini hedeflediğini açıklamış ve kurlar üzerindeki gözetimini sürdürerek gerek gördüğünde döviz piyasasına müdahale etmiştir. Net dış varlıklardaki artışın rezerv para üzerinde yarattığı arz fazlasının çekilmesinde açık piyasa işlemleri aktif olarak kullanılmıştır (Yıllık Rapor 1996, s 31, Binay 2005).

Diğer yandan Celasun ve diğerleri (1999), bu dönemde reel kurda gözlenen değerlendirme ile birlikte Merkez Bankasının uluslararası rezerv birikimi karşılığında rezerv para yaratmasının, parasal genişlemeye yol açtığını ve böylece kısa vadeli sermaye girişlerinin, mali açıkların ana finansman kaynağı olduğunu ileri sürmektedir.



**TABLO 5.1. TÜRKİYE'DE SERMAYE VE FİNANS HESAPLARININ GELİŞİMİ**

(Milyon ABD Dolar)	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Sermaye ve Finans Hesapları</b>	<b>-1909</b>	<b>3093</b>	<b>-1198</b>	<b>2164</b>	<b>8595</b>	<b>-4463</b>	<b>-93</b>	<b>938</b>	<b>3625</b>	<b>-1287</b>	<b>-377</b>	<b>12581</b>	<b>-1719</b>	<b>1372</b>	<b>3001</b>	<b>12696</b>
<b>Doğrudan Yatırımlar, net</b>	<b>663</b>	<b>700</b>	<b>783</b>	<b>779</b>	<b>622</b>	<b>559</b>	<b>772</b>	<b>612</b>	<b>554</b>	<b>573</b>	<b>138</b>	<b>112</b>	<b>2769</b>	<b>888</b>	<b>1254</b>	<b>1874</b>
Yurt İçine Giriş Yapan	663	684	810	844	636	608	885	722	805	940	783	982	3266	1063	1753	2733
Sermaye			810	844	636	608	885	722	805	940	783	982	3266	585	651	1009
Diğer Sermaye														478	115	381
Gayrimenkul															987	1343
<b>Portföy Yatırımları, net</b>	<b>1386</b>	<b>547</b>	<b>623</b>	<b>2411</b>	<b>3917</b>	<b>1158</b>	<b>237</b>	<b>570</b>	<b>1634</b>	<b>-6711</b>	<b>3429</b>	<b>1022</b>	<b>-4515</b>	<b>-593</b>	<b>2465</b>	<b>8023</b>
Varlıklar	-59	-134	-91	-754	-563	35	-466	-1380	-710	-1622	-759	-593	-788	-2096	-1386	-1388
Yükümlülükler	1445	681	714	3165	4480	1123	703	1950	2344	-5089	4188	1615	-3727	1503	3851	9411
Hisse Senetleri	17	89	147	350	570	989	195	191	8	-518	428	489	-79	-16	905	1427
Borç Senetleri	1428	592	567	2815	3910	134	508	1759	2336	-4571	3760	1126	-3648	1519	2946	7984
Genel Hükümet	1043	572	593	2988	3903	446	933	1919	1915	-4253	3677	984	-3645	1958	3123	7984
Yurtiçi	0	0	0	10	182	35	124	428	562	-3992	540	-5126	-3744	929	1614	6025
Yurtdışı	1043	572	593	2978	3721	411	809	1491	1353	-261	3137	6110	99	1029	1509	1959
<b>Diğer Yatırımlar, net</b>	<b>-1509</b>	<b>2742</b>	<b>-3803</b>	<b>458</b>	<b>4364</b>	<b>-5634</b>	<b>3903</b>	<b>4301</b>	<b>4753</b>	<b>5067</b>	<b>1782</b>	<b>11801</b>	<b>-2667</b>	<b>7230</b>	<b>3329</b>	<b>3623</b>
Varlıklar	371	-409	-2563	-2438	-3291	2423	-383	331	-1750	-1464	-2304	-1939	-601	-777	-986	-7352
Bankaların Döviz Varlıkları (1)	-187	-567	-1760	-2142	-2894	2451	-1430	1510	-678	-752	-1454	-1690	927	594	724	-5861
Yükümlülükler	-1880	3151	-1240	2896	7655	-8057	4286	3970	6503	6531	4086	13740	-2066	8007	4315	10975
Kısa vadeli krediler	-1064	2382	628	4045	5572	-7611	2840	915	1626	365	2781	6666	-9810	-329	3518	7406
Uzun vadeli krediler	-1203	-259	-286	-1348	445	-2099	-1541	363	3810	3331	475	3656	-1736	1526	-629	6282
IMF Kredileri	-240	-48	0	0	0	340	347	0	-28	-231	520	3351	10230	6365	-50	-3518
Mevduat olarak gelen	796	960	-1432	154	1589	1260	2462	2567	876	2877	239	-20	-832	348	1368	647
<b>Resmi Rezervlerdeki Değişim (1)</b>	<b>-2472</b>	<b>-896</b>	<b>1199</b>	<b>-1484</b>	<b>-308</b>	<b>-546</b>	<b>-5005</b>	<b>-4545</b>	<b>-3316</b>	<b>-216</b>	<b>-5726</b>	<b>-354</b>	<b>2694</b>	<b>-6153</b>	<b>-4047</b>	<b>-824</b>
<b>Diğer (2)</b>	<b>971</b>	<b>-468</b>	<b>948</b>	<b>-1190</b>	<b>-2162</b>	<b>1832</b>	<b>2432</b>	<b>1499</b>	<b>-987</b>	<b>-697</b>	<b>1721</b>	<b>-2762</b>	<b>-1671</b>	<b>150</b>	<b>5036</b>	<b>2847</b>

(1) Eksi rakam artışı, artı rakam azalışı ifade etmektedir.

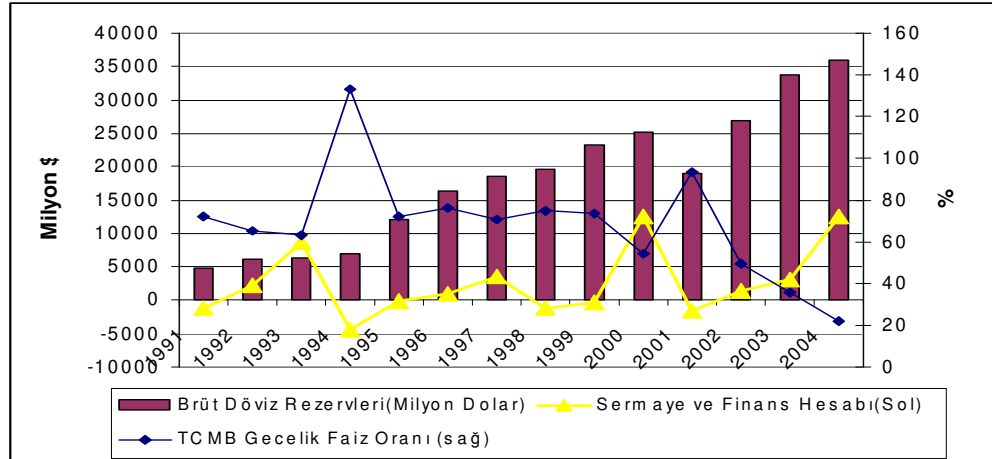
(2) Net hata ve noksan, Institute of International Finance (IIF) ve bazı bilimsel yayınlarda yurt içi yerleşiklerin cari dengenin finansmanına katkısı olarak nitelendirilmektedir.  
Dünya Bankası'nın Türkiye raporunda (World Bank, 2003) "diğer finansman kalemi" olarak geçmektedir.

**Kaynak: TCMB**

1994 krizi böylesi bir ortamda Türkiye'nin kredi notunun Ocak 1994'te düşürülerek yatırım yapılamaz kategorisine çekilmesi ile tetiklenmiş, bu gelişmenin ardından yaşanan sermaye çıkışları ve döviz cinsinden mevduatlarda gözlenen çözüme döviz talebini daha da artırmış ve son olarak hükümetin faiz oranlarını düşük tutmak amacıyla hazine ihalelerini iptal ederek merkez bankasından kısa vadeli avans kullanımına yönelmesi, piyasanın beklentilerini daha da kötüleştirilmiş ve fazla likiditenin dövize yönelmesi ile birlikte krizin patlak vermesi ile sonuçlanmıştır (Altinkemer, 2003).

1994 yılında diğer yatırımlarda özellikle de kısa vadeli krediler kaleminde büyük bir sermaye çıkışı görülmektedir. Söz konusu yılda diğer yatırımlarda 5.6 milyar dolar gerileme kaydedilirken, net doğrudan yatırımlar ve net portföy yatırımları şaşırtıcı bir şekilde artış kaydetmiştir (Tablo 5.1.).

Kriz sonrasında sermaye girişleri 1995 - 97 yıllarında yeniden artış kaydetmiştir. Türkiye bu dönemde ortalama % 8 büyüme performansını yakalamış ve süregelen sermaye girişleri ve yüksek faiz oranları sayesinde büyük ölçüde rezerv birikimi sağlamıştır (Grafik 5.5.).



**Grafik 5.5: Sermaye ve Finans Hesabı, Döviz Rezervleri ve Gecelik Faiz Oranı**

Kaynak: TCMB

1997 Asya krizini büyük yara almadan atlatan Türk ekonomisi 1998'de Rusya krizinden olumsuz etkilenmiştir. Yabancı yatırımcıların Türkiye'yi Rusya ile aynı yatırım kategorisinde görerek satışa geçmeleri

portföy yatırımlarında 6.7 milyar dolarlık çıkışla sonuçlanmış, ayrıca yurtdışında ihraç edilen Türk tahvillerinin risk primini artırmıştır. Krizle birlikte hisse senedi piyasaları çökmüştür. Rusya'nın önde gelen ticaret ortaklarından birisi olması, ihracatı da kötü etkilemiştir. Uçtum ve Uçtum (2005), bu dönemde yükselen faiz oranları ve iç borcun vadesinin daha da kısılmasının, Hazinesin borçlanma maliyetini yükselterek borç servisinin sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin güçlenmesine yol açtığına dikkat çekmektedir.

1999 yılı başından itibaren Rusya krizinin etkilerinin hafiflemesi ile birlikte, yeniden sermaye girişleri yaşanmaya başlanmış, bu dönemde portföy yatırımlarında ve kısa vadeli kredilerde artış kaydedilmiştir. Ancak yılın ikinci yarısında yaşanan iki büyük depremin ve genel seçimlerin etkisiyle mali dengelerde kötüleşme yaşanmıştır. Bu gelişmeler büyüyen kamu borcuyla birlikte global arenada açıkların sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların güçlenmesine neden olmuştur. Büyüyen problemler karşısında Türkiye 1999 seçimlerinin ardından IMF desteğiyle yeni bir dezenflasyon, stabilizasyon ve yapısal reform programı uygulamaya başlamıştır. Program öncesinde Haziran ayında yeni bankacılık yasası yürürlüğe konmuştur. Önceden belirlenen döviz sepeti ile birlikte yarı para kurulu uygulaması olarak nitelendirilebilecek sistem uygulanmaya başlanmıştır. Programda amaçlanan enflasyonist beklentilerin kontrol altına alınması ve Borç/GSYİH oranının düşürülmesi ile enflasyonun aşağı çekilmesidir.

Yeni programla birlikte Merkez Bankası, para politikası uygulamasında Net İç Varlık artışına yol açacak büyüklükte bir kamu sistemi fonlamasına yer vermeyeceğini ve aynı şekilde geçmişte döviz girişlerinin arttığı dönemlerde uygulanan Türk Lirası likiditeyi sterilize etme politikasını sürdürmeyeceğini duyurmuştur (Yıllık rapor 1999).

Program uygulamaya başlanması ile birlikte döviz kuruna ilişkin belirsizlikleri ortadan kaldırarak, risk priminin düşmesine yol açarak nominal faiz oranlarında hızlı bir düşüşe yol açmıştır. Tüm bu gelişmeler de sermaye girişlerini hızlandırmış, yabancı sermaye girişi de faiz oranlarındaki düşüşü desteklemiştir (Binay, 2005). Program kamu finansmanına ilişkin hedeflerin

tutturulmasında da başarılı olmuş ancak artan kamu malları fiyatları, enflasyonun faizler kadar hızlı aşağı çekilmesini engellemiştir. Özelleştirme ve yapısal reformların yavaşlaması ve artan cari açık, piyasalarda beklentileri kötüleştirilmiş, ve faiz oranlarının sonbaharda tekrar yükselmesine yol açmıştır. Bu da krizi tetiklemiştir. 2000-2001 yılında yaşanan krizler daha çok yutici faktörlerden kaynaklanmakla birlikte 1994 krizine benzer özellikler taşımaktadır. Uçtum'a göre kötü kurumsal yönetim sistemleri ve yanlış politik dürtüler sonucunda bankalar yurtdışından kısa vadeli döviz borçlanmaya devam etmiş ve bu fonları yüksek getirili ve göreceli olarak daha uzun vadeli yerli hükümet kağıtlarına yatırmayı tercih etmişlerdir.

2000 yılı itibariyle bankacılık sistemi ciddi boyutta vade uyumsuzluğu, likidite ve kur riskine maruz kalmış durumdadır. Bankacılık sektörü reformlarındaki gecikme, gevşek maliye politikası ve reel bazda değerlendirilen yerli para birimi, bankacılık sistemini büyük ölçüde zayıflatmış, sürdürülemez boyutta bir cari açığa ve sonuç olarak da sermaye akımlarında kaçışa yol açmıştır. Bu dönemde petrol fiyatlarında görülen yükseliş ile birlikte dış ticaret hadlerindeki kötüleşme de cari işlemler açığını hızlandırarak krizin patlak vermesine katkıda bulunmuştur. En belirgin tepki tıpkı 1994 krizinde olduğu gibi kısa vadeli kredilerde görülmüştür. 2000 yılında 6.6 milyar ABD doları artış kaydeden kısa vadeli krediler kalemi, 2001 yılında 9.8 milyar gerileme kaydetmiştir. 2001 yılında uzun vadeli kredilerde 1.7 milyar, portföy yatırımlarında da 4.5 milyar çıkış kaydedilmiştir. Bu dönemde ABD merkez bankası FED'in faizleri artırma sürecinde olması ve Arjantin'de yaşanan olumsuz gelişmeler de gelişmekte olan ülkelerden kaçıışı hızlandırmıştır.

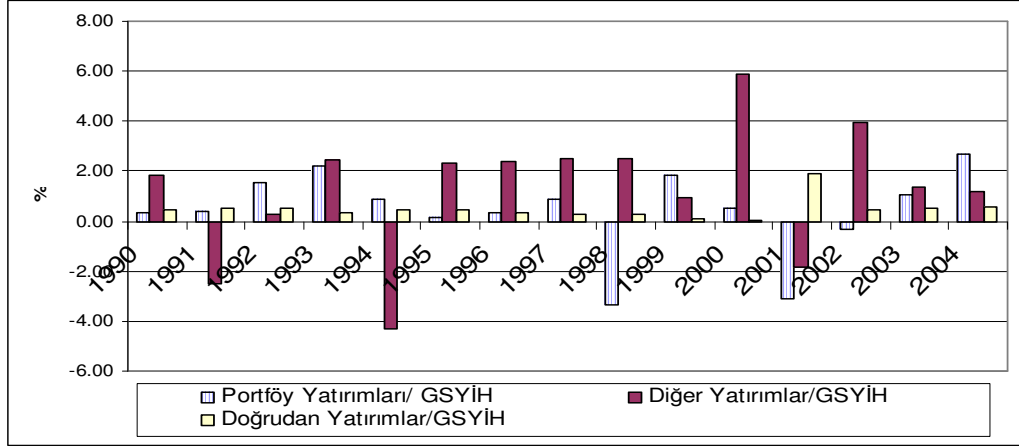
Sermaye çıkışları, dövizdeki devalüasyonu hızlandırarak piyasalardaki endişenin güçlenmesi ile birlikte 2000 yılı sonunda bankacılık krizine dönüşmüştür. Reel faiz oranları likidite sıkışıklığı nedeniyle hızla yükselirken, TL Şubat 2001'de dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu dönemde yaşanan politik huzursuzluğun da dövizde hücumu hızlandırdığı ve krizi körüklediği görülmüştür. Türk lirası krizle birlikte % 36 oranında değer kaybetmiştir.

Likidite sıkışıklığı büyük miktarda hükümet kağıdını elinde tutan bir bankayı portföyünün büyük kısmını boşaltmaya zorlamış, bu da diğer satışları da beraberinde getirmiştir. Büyük bankalar kredi kanallarını kapatmış bu da faiz oranlarının daha da yükselmesine yol açmıştır.

Merkez Bankası 2001 krizinin hemen ardından döviz kurunun çapa olarak kullanımının devam ettirilemeyeceğini ve dalgalı kur rejimine geçileceğini açıklamıştır. Böylece Merkez Bankası döviz kurunun piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirleneceğini, ani ve aşırı dalgalanmalar haricinde döviz kuruna müdahale edilmeyeceğini açıklamıştır. Bir sonraki adım ise örtük enflasyon hedeflemesidir. Mayıs 2001 tarihinde uygulanmaya başlayan yeni programın mali disiplin, bankacılık sektörünün güçlendirilmesi, yapısal reformlar ve dalgalı kur rejimi gibi temel unsurlarının beklenen sonuca ulaşması ile birlikte Banka 2 Ocak 2002 de örtük enflasyon hedeflemesine geçileceğini açıklamıştır (TCMB, 2004). Hedeflemeye geçilmesi ve diğer reformların başarı ile gerçekleştirilmesinin ardından Türkiye’de enflasyon 30 yıl aradan sonra 2004 yılında ilk kez tek haneli rakamlara inmiştir. Tüm bu gelişmeler uluslararası arenada Türkiye’nin görünümünü iyileştirmiş, yabancı yatırımcıların güveninin yeniden sağlanması ile birlikte Türkiye’ye gerçekleştirilen sermaye akımları yeniden hız kazanmıştır. Portföy yatırımları 2004 yılında 8 milyar ABD dolarına yükselerek rekor kırarken, doğrudan yatırımlarda da 2001 yılında yakalanan yüksek seviyeye yaklaşıldığı gözlenmiştir. Bu dönemde TCMB döviz rezervlerini artırmak için döviz alım ihaleleri gerçekleştireceğini açıklamıştır. TCMB döviz rezervlerini güçlendirme politikası çerçevesinde açtığı döviz ihaleleri ve döviz piyasalarında görülen aşırı oynaklıklara yapılan müdahaleler çerçevesinde piyasalardan Ocak 2002-Temmuz 2005 döneminde yaklaşık USD 28.6 milyar tutarında döviz alımı yapmıştır (TCMB, 2005).

Haziran 2003’te yürürlüğe giren yeni doğrudan yabancı yatırımlar kanunu ve Mart 2004’te kurulan yatırım danışmanlığı konseyinin, Türkiye’yi doğrudan yatırımlar açısından daha çekici bir ülke konumuna getirdiği düşünülmektedir. Türkiye’ye gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırımlar, diğer sermaye akımları ile kıyaslandığında daha istikrarlı olmasına rağmen

oldukça düşük seviyededir. Doğrudan yatırımların GSYİH'ya oranı 2001 yılı haricinde % 1'i geçmemektedir (Grafik 5.6.). Ayrıca UNCTAD 2001-2003 DYY performans endeksine göre Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya sırasıyla 13., 33., ve 68. inci sıradayken, Türkiye ancak 110. u sırada yer alabilmiştir.



**Grafik 5.6: Türkiye'de Çeşitli Sermaye Akımları / GSYİH Oranı**

Kaynak: TCMB

Diğer yandan büyük yurtiçi pazar, istikrarlı makroekonomi ve efektif kurumlar DYY için olmazsa olmaz koşullar olarak kabul edilmektedir. Türkiye'de uzun yıllardır süregelen makroekonomik istikrarsızlık, yüksek enflasyon ve politik belirsizlikler, doğrudan yatırımların hacmini sınırlamıştır. Ayrıca hukuk sistemindeki aksaklıklar, ihtisas mahkemelerinin eksikliği ve bürokratik yapının karmaşıklığı da uzun vadeli yatırım yapmayı planlayan yabancı yatırımcı için olumsuz faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

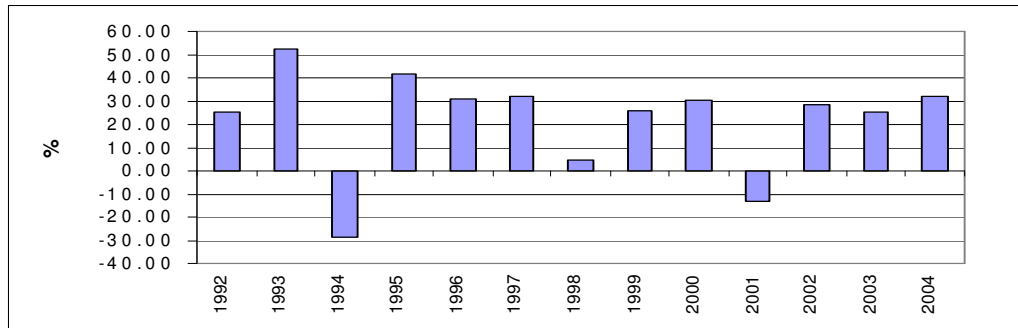
Dünya Bankası'nın Türkiye'de 2002 yılında yaptırdığı ve 514 firmayı kapsayan anket sonuçlarına göre Türkiye'de yatırımı kısıtlayan en önemli unsur politika belirsizliğidir; firmaların % 53.8'i bunu önemli bir kısıt olarak görmektedir. İkinci sıradaki kısıt % 38.1 ile vergi oranlarının yüksekliği iken üçüncü sırada % 33.1 oran ile kötü vergi idaresi yer almaktadır (Aktaran, Uygur, 2005).

3 Ekim'de başlayacak AB üyelik müzakereleri ile hız kazanacak olan bütünleşme sürecinin, yurtiçi kurumsal yapının güçlendirilmesine katkıda bulunacağı ve AB'ye yakınsama ile birlikte güçlenen makroekonomik istikrar

ve planlanan özelleştirmelerin yüksek büyüme potansiyeline sahip olan Türkiye'ye gerçekleştirilecek doğrudan yatırımları hızlandıracağı düşünülmektedir. Artan doğrudan yatırımlar, cari işlemlerin finansmanının daha istikrarlı bir kaynaktan yapılmasına destek olacak ve makroekonomik istikrarı güçlendirecektir. DYY, Türkiye ekonomisinin hızla kalkınan diğer gelişmekte olan ülkeleri yakalayabilmesi için acil ihtiyacı olan teknolojik ve yönetim desteğini de sağlayacaktır. Deutsche Bank araştırma bölümünün yaptığı bir çalışmaya göre 240 milyar dolarlık ekonomisi ile Türkiye, yatırımların GSYİH'ya oranını % 2 - 3 artırmak için yaklaşık 6-9 milyar dolar tutarında yabancı doğrudan yatırıma ihtiyaç duymaktadır<sup>30</sup>.

## 5.2. Sermaye Akımlarının Türkiye İçin Önemi

Sermaye akımlarının büyüklüğü iki yolla ölçülmektedir. Akımların GSYİH'ya oranı ve akımların finansal piyasaların derinlik ölçüsüne oranı. Geniş para arzı tanımı olan M2 bir çeşit finansal piyasa derinlik göstergesi olarak kabul edilebilir. Gelişmiş ülkelerde M2 para arzı, GSYİH'den daha büyükken, gelişmekte olan ülkelerde daha küçüktür. Bu nedenle her ne kadar gelişmekte olan ülkelerde Sermaye akımı/GSYİH oranı düşük olarak yorumlansa da akımların hacmi finansal piyasaların derinliği ile kıyaslandığında oldukça büyük çapta olabilmektedir. Türkiye için net sermaye akımlarının M2'ye oranı grafikte yer almaktadır. Agosin (2005), gelişmiş ülkelerde bu oranın % 0 - 6 sı arasında değiştiğini ifade etmektedir.



**Grafik 5.7: Türkiye'de Sermaye Akımları / M2 Oranı (Net Hata ve Noksan Dahil)**

Kaynak: TCMB

<sup>30</sup> Deutsche Bank Research, Current Issues, Jan 2005.

Grafikten görüldüğü üzere Türkiye'de sermaye akımlarının büyüklüğü kimi dönemlerde para arzının % 50'sine kadar ulaşmaktadır. 1992-2004 ortalaması ise % 20 civarındadır. Tablo 5.2.'de, Türkiye ile birlikte diğer bazı ülkelerde sermaye akımlarının M2 para arzına oranı verilmektedir. Uluslararası yatırımcılar tarafından Türkiye ile aynı kategoride kabul edilen Brezilya ve Rusya ile kıyaslandığında dahi Türkiye'ye gerçekleştirilen sermaye akımlarının, finansal sistemin derinliğine göre oldukça büyük çaplı olduğu görülmektedir. Kore gibi finansal sistemi daha gelişmiş ülkelerde ise sermaye akımları parasal derinliğin küçük bir kısmını oluşturmaktadır.

**TABLO 5.2. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE SERMAYE AKIMLARI / M2 ORANI**

	<b>Türkiye</b>	<b>Brezilya</b>	<b>Rusya</b>	<b>G. Kore</b>
<b>1999</b>	25.76	-13.34	-18.00	4.01
<b>2000</b>	30.31	15.72	-16.92	-0.78
<b>2001</b>	-13.04	5.53	-11.26	2.00
<b>2002</b>	28.44	16.44	-0.45	2.77
<b>2003</b>	25.25	-44.47	6.46	1.69
<b>2004</b>	31.87	7.65	8.65	2.02
<b>Ortalama (Mutlak Değer)</b>	<b>25.78</b>	<b>17.19</b>	<b>10.29</b>	<b>2.21</b>

Kaynak: Bloomberg, Yazarın hesaplamaları.



## ALTINCI BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE SERMAYE AKIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLERİN VE AKIMLARIN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ

#### 6.1. Türkiye'de Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler

Çalışmanın bu bölümünde, sermaye akımları karşısında uygulanacak makroekonomik politikaların belirlenmesi amacıyla, Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarında belirleyici olan faktörler ve sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri incelenecektir. Türkiye gibi sermaye akımlarının oynaklığının ekonomik performansta büyük rol oynadığı bir ülkede, bu konudaki çalışmaların sayıca az olması oldukça dikkat çekicidir. Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarında belirleyici olan faktörleri ölçmeyi hedefleyen az sayıda çalışmadan Celasun ve diğerleri (1999), literatürde sıkça kullanılan bir yöntemi kullanmış; sermaye akımlarını belirleyen faktörleri belirlemek amacıyla açık faiz hadleri ve reel büyüme oranlarındaki değişimlerin sermaye akımları üzerindeki etkisini 1990-1997 dönemi için aylık verileri kullanarak, SEK (Sıradan En Küçük Kareler) yöntemiyle ölçmeye çalışmıştır. Celasun ve diğerleri açık faiz hadlerini ölçmede üç aylık TL cinsinden hazine bonusu faiz oranları ile 3 aylık LIBOR faiz oranının TL karşılığı arasındaki farkı kullanmıştır. Sonuçlar açık faiz hadlerindeki değişimlerin kısa vadeli sermaye akımlarının hacminde belirleyici olduğunu, diğer yandan GSYİH'daki reel büyümenin, kısa vadeli ya da toplam sermaye akımları üzerindeki etkisinin istatistiki olarak anlamsız olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak sermaye akımlarının belirlenmesinde çekme faktörlerinden büyüme performansının değil kısa vadeli faiz farklarının etkin olduğu gözlenmiştir. Buna ilaveten Celasun v.d. açık faiz haddini ayırıştırarak, portföy yatırımlarını 3 aylık TL cinsinden hazine bonusu faiz oranı, 3 aylık Libor faiz oranının TL karşılığı ve büyüme oranı ile açıklamaya çalışmış, sonuçlar yurtdışı faiz oranları ile sermaye hareketleri

arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir. Doğrudan yatırımlarda ise belirleyici faktörün reel GSYİH büyüme oranının gecikmeli değeri olduğu görülmüştür.

Bu konudaki bir diğer çalışma Altinkemer (2001) tarafından gerçekleştirilmiş, çalışmada içsel (yurtiçi) ve dışsal (yurtdışı) faktörlerin sermaye akımları üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla yurtiçi varlıklar üzerinden elde edilen reel faizler ile yurtdışı varlıklar üzerinden elde edilen reel faizlerin TL karşılığı kullanılmıştır. Sonuçlar hem iç hem de dış etkenlerin, Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarında belirleyici olduğunu göstermektedir. İki etkiden hangisinin baskın olduğunu görmek amacıyla Altinkemer, kısa vadeli döviz kredilerinin yurtdışı ve yurtiçi varlık getirileri ve döviz kurundaki yüzde değişimden nasıl etkilendiği incelenmiştir. Sonuçta kısa vadeli kredileri belirleyen tek anlamlı değişkenin yurtiçi faiz oranları olduğu görülmüştür.

Türkiye'de sermaye akımlarını etkileyen faktörleri belirlemeyi hedefleyen bir diğer çalışma Balkan ve diğerleri (2002) tarafından yapılmış, çalışmada 1992:01–2001:12 dönemi için kısa vadeli brüt sermaye akımlarındaki değişim, IMKB endeksi, reel döviz kuru, reel faiz oranı, bütçe dengesi/GSMH oranı, sanayi üretim endeksi, dış ticaret açıklık endeksi ve kısa vadeli borç/uluslararası rezerv oranı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Sermaye akımlarının, sanayi üretimi ile negatif, reel döviz kuru değerlenmesi, dış ticaret açıklık endeksi ve IMKB endeksi ile pozitif ve anlamlı ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Sanayi üretimindeki artışların sermaye akımlarında düşüşe yol açması, finansal liberalleşme sonrasında sermaye girişlerinin Türkiye'de sanayi sektörünün finansal ihtiyaçlarını karşılamada yeterli olmadığı ve liberalizasyonun sanayi sektörünün üretimden ziyade rantıye türü aktivitelere ağırlık vermesine yol açtığı şeklinde yorumlanmıştır. Ayrıca akımların birinci dereceden gecikmeli değerlerinin de akımların belirlenmesinde etkili olduğu görülmüştür.

Loewendahl ve Loewendahl da (2001), çalışmalarında Türkiye'nin DYY çekme performansını zaman içerisinde ve Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ile kıyaslayarak incelemiş ve Türkiye'nin, özelleştirmelerdeki yavaşlık ve politik ve kurumsal engeller nedeniyle diğer ülkelerle kıyaslandığında, DYY'yi

çekmede düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca global yatırımcılar ile yapılan anket sonuçları, yatırımlar karşısında ödüllendirilme eksikliğinin, DYY önünde büyük bir engel oluşturduğunu göstermektedir. Yazarlar çalışmalarını Türkiye'nin yabancı yatırımlar konusunda rekabet edebilmesi için AB'ye üyeliğinin zorunlu olduğu sonucuyla bitirmektedirler.

Tatoğlu v.d. de (2003), Türkiye imalat sanayinde yabancı yatırımları belirleyen faktörleri incelemiş, kültürel uzaklık, ana firma-bağlı şirket çeşitlendirmesi ve Türkiye'deki sanayi yoğunlaşma oranının DYY'yi belirlemede ana faktörler olarak ortaya çıktığı sonucuna ulaşmışlardır.

Aynı konuda yapılan en son çalışmalardan biri de Uygur'un (2005) 1992:01-2005:01 dönemi için üç aylık verileri kullanarak Türkiye'de DYY'yi belirleyen faktörleri incelediği çalışmasıdır. Uygur, uyguladığı VAR analizi sonucunda DYY'nin en çok ve en belirgin olarak reel hazine faizine tepki verdiği ve reel faizin düşmesiyle DYY'nin önemli ölçüde arttığı sonucuna ulaşmıştır. Daha az ve daha gecikmeli olsa da, bütçe dengesinde iyileşmenin DYY'yi olumlu etkilediği anlaşılmıştır. Uygur'a göre eğer Türkiye'nin makroekonomik sorunlarını ve belirsizliklerini yansıtan reel faiz ve kamu kesimi dengesi gibi değişkenlerde bozulma yaşanmazsa, Türkiye'ye AB üyelik görüşmelerinden bağımsız olarak, bir süre daha DYY girişi olacaktır.

Bu çalışmada, Türkiye'de sermaye akımlarını belirleyen faktörler 1992:01 – 2005:04 dönemi için aylık veriler kullanılarak literatürde bu konuda en çok tercih edilen yöntem olan SEK (Sıradan En Küçük Kareler) yöntemiyle belirlenmeye çalışılacaktır. Modelde kullanılan veriler ve kaynakları Tablo 6.1'de verilmektedir. Serilerin genişletilmiş Dickey-Fuller birim-kök testlerinin yapılmasının ardından, ABD reel faizleri (Reelfaus) ve ABD sanayi üretimi (SUUS) serilerinin durağan olmadığı görülmüş ve bu seriler ilk farkları alınarak modele konulmuştur<sup>31</sup>. Durağanlık test sonuçları Tablo 6.2'de yer almaktadır. Modelin amacı sermaye akımlarını belirleyen faktörlerin içsel (yurtiçi) değişkenler mi yoksa dışsal (yurtdışı) değişkenler mi olduğunun belirlenmesidir. Modelde toplam sermaye akımları ve alt kalemleri ABD doları

<sup>31</sup>Sonuçların yorumlanmasında karmaşıklığa yol açmaması için birinci farkları alınan seriler modellerde başlarına D (difference) konularak tanımlanmıştır.

cinsinden alınmıştır. Literatürde bazı çalışmalarda sermaye akımları GSYİH'ye oranlanarak kullanılmıştır. Ancak bu çalışmada aylık serilerin kullanılması bu seçeneği ortadan kaldırmıştır. Diğer yandan burada akla gelebilecek bir diğer öneri de sermaye akımlarının M2 para arzına oranlanarak kullanılması olacaktır. Ancak literatürdeki diğer pek çok çalışmada olduğu gibi sermaye akımlarının ABD doları cinsinden kullanılmasının daha net sonuçlar üreteceği düşünülmüştür.

**TABLO 6.1. VERİ SETİ**

<b>Bağımlı Değişken</b>	
<b>TS</b>	Toplam Sermaye, Standart Ödemeler Dengesi Gösteriminde "Finans Hesapları" kaleminden "Bankaların Döviz Varlıkları" ve "Rezerv Varlıklar" kalemlerinin çıkarılması ve net hata noksan kaleminin eklenmesi ile bulunmuştur. Sermaye rakamı "net" olup ödemeler dengesi mantığına göre hesaplanan varlık ve yükümlülük kalemlerinin toplamını göstermektedir. Milyon ABD doları. Kaynak: TCMB
<b>PY</b>	Portföy Yatırımları, Net, Milyon ABD Doları
<b>DYY</b>	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Net, 3 aylık Hareketli Ortalama, Milyon ABD doları
<b>DY</b>	Diğer Yatırımlar, Net, Bankaların Döviz Varlıkları Hariç, Milyon ABD Doları
<b>Bağımsız Değişken</b>	
<b>AFP</b>	Açık Faiz Paritesi 3 Aylık TL Hazine Bonosu Faiz Oranı (ihale) - 3 Aylık USD Hazine Bonosu Faiz Oranı -Nominal Döviz Kurundaki % Değişim  Kaynak: TCMB ve Bloomberg
<b>SUTR</b>	Türkiye Sanayi Üretim Endeksi, Bir Önceki Aya Göre Aylık Yüzde Değişimlerin 12 aylık hareketli ortalaması Kaynak: Bloomberg
<b>SUUS</b>	ABD Sanayi Üretim Endeksi, Bir Önceki Aya Göre Aylık Yüzde Değişimlerin 12 aylık hareketli ortalaması Kaynak: Bloomberg
<b>REELFATR</b>	3 Aylık TL Hazine Bonosu Reel Faiz Oranı (TÜFE ile Hesaplanmış)
<b>REELFAUS</b>	3 Aylık ABD Hazine Bonosu Reel Faiz Oranı (TÜFE ile Hesaplanmış)
<b>ER</b>	Nominal Döviz kurundaki % değişim (TL/USD): ER'deki bir artış TL'nin değer kaybını göstermektedir.
<b>REER</b>	Reel Efektif Döviz Kuru : REER'deki bir artış TL'nin reel olarak değer kazandığını göstermektedir Kaynak: TCMB
<b>VIX</b>	Chicago Borsası Oynaklık Endeksi Kaynak: Bloomberg

İlk olarak literatürdeki diğer örneklerle tutarlı olarak toplam sermaye akımları açık faiz paritesi ve yurtiçi ve ABD sanayi üretim endeksleri ile açıklanmaya çalışılmıştır. 2001 krizi ve 1998 Rusya krizi için sırasıyla 2000:11 ve 2001:02 tarihlerinde 1, diğer tarihlerde 0 değeri alan D1 ve 1998:08-1998:10 tarihlerinde 1, diğer tarihlerde 0 değeri alan D2 kukla değişkenleri tanımlanmıştır. Modelde içsel (yurtiçi) değişkenler ile sermaye akımları arasında

iki yönlü nedensellik ilişkisi olasılığı nedeniyle, içsel değişkenlerin bir gecikmeli değeri alınarak modele konulmuş, böylece değişkenler önceden belirlenmiş olarak modele dahil edilerek bu sorun ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Dışsal (yurtdışı) değişkenler için çift yönlü

**TABLO 6.2. GENİŞLETİLMİŞ DICKEY - FULLER BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI**

Değişken	ADF Test değeri	Kritik değer
<b>Toplam Sermaye</b>		
Düzy	-3.95**	-3.47
<b>AFP</b>		
Düzy	-8.09**	-2.58
<b>PY</b>		
Düzy	-5.38**	-2.58
<b>DY</b>		
Düzy	-5.68**	-3.47
<b>DYY</b>		
Düzy	-4.07**	-3.47
<b>SUTR</b>		
Düzy	-3.28*	-2.88
<b>SUUS</b>		
Düzy	-1.68	-3.47
1. Sıra fark	-6.74**	-3.47
<b>Reelfatr</b>		
Düzy	-5.42**	-3.47
<b>Reelfaus</b>		
Düzy	-1.58	-4.02
1. Sıra fark	-9.46**	-3.47
<b>ER</b>		
Düzy	-7.25**	-3.47
<b>REER</b>		
Düzy	-4.34**	-4.02
<b>VIX</b>		
Düzy	-3.13*	-2.88

\*\* % 1 anlam düzeyinde birim kökün varlığına ilişkin hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

\* % 5 anlam düzeyinde birim kökün varlığına ilişkin hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

nedensellik olasılığının bulunmaması ve sermayenin hızlı bir şekilde dışsal değişkenlere tepki vereceği beklentisiyle dışsal değişkenlerin şimdiki değerleri modele dahil edilmiştir. Bu yöntem literatürde pek çok çalışmada kullanılmıştır (Corbo ve Hernandez, 1998, Kim v.d. 2003, Celasun v.d. 1999). Bu tekniği destekler bir görüş Kim v.d. tarafından ileri sürülmektedir. Kim v.d. çalışmalarında iki yönlü nedensellik sorununun çözümü amacıyla kullanılacak enstrümantal değişken yönteminin, sonuçların kullanılan değişkene göre büyük farklılık göstermesi nedeniyle tercih edilmediğini ifade etmektedir. Sonuç olarak net sermaye girişleri için (6.1) nolu denklem kurulmuştur:

$$F_{it} = \alpha + \beta X_{t-1} + \delta Z_t + \varepsilon_t \quad (6.1)$$

$F_{it}$ , i cinsi net sermaye akımlarının t zamanındaki değeri iken X içsel değişkenler, Z ise dışsal değişkenlerden oluşan vektörleri temsil etmektedir.

İlk model sonuçları Tablo 6.3.te verilmektedir<sup>32</sup>. Sonuçlar, yurtiçi sanayi üretimi katsayısının pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Yurtiçi ekonomik büyümedeki iyileşme, ülkenin yüksek performansını göstermekte ve sermaye akımlarını olumlu etkilemektedir. Sonuç genel teori ile tutarlıdır. Diğer yandan açık faiz paritesi ve ABD sanayi üretiminin sermaye akımları üzerindeki etkisinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı gözlenmektedir. 2001 ve 1998 krizlerini temsil eden kukla değişkenlerin katsayısı negatif ve anlamlıdır.

**TABLO 6.3. TOPLAM SERMAYE, SEK SONUÇLARI (1)**

**Bağımlı Değişken: Toplam Sermaye**

Bağımsız Değişken	Katsayı	T-İstatistiği
C	448.2***	3.72
AFP(-1)	25.2	1.57
SUTR(-1)	369.9***	3.11
DSUUS	2311.12	1.07
D1	-4322.6***	-13.87
D2	-3338.23***	-4.18

$R^2$  : 0.26

Durbin-Watson İstatistiği: 2.06

F-İstatistiği : 10.46

\*\*\* % 1 de anlamlı

\*\* % 5 de anlamlı

\* % 10 da anlamlı

Açık faiz paritesinin hesaplanmasında ülke riskinin hesaplanmasındaki güçlükler nedeniyle göz ardı edilmesi ve döviz kuru beklentilerinin, döviz kurunda gerçekleşen değişimlerle ölçülmesi nedeniyle eksiklikler olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle model, açık faiz paritesinin bileşenlerine ayrılması ile yeniden çalıştırılmıştır. Benzer bir yaklaşım Altinkemer ve Celasun v.d.'nin çalışmalarında da görülmektedir. Sonuçlar Tablo 6.4.'te verilmektedir.

<sup>32</sup> Yapılan White Değişken Varyans testleri modellerde değişken varyansın varlığına işaret etmiş, bu problem E-views programının "Newey-West Heteroscedasticity Consistent Standart Errors and Covariance" seçeneği kullanılarak çözümlenmiştir.

Sonuçlar, ABD reel faizlerinin katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Negatif katsayı genel teori ile uyusmaktadır. Buna ek olarak katsayının büyüklüğü dış faktörlerin sermaye akımlarının gelişimi açısından oldukça önemli olduğuna işaret etmektedir.

**TABLO 6.4. TOPLAM SERMAYE, SEK SONUÇLARI (2)**

**Bağımlı Değişken: Toplam Sermaye**

Bağımsız Değişken	Katsayı	T-İstatistiği
C	826.30***	5.03
REELFATR(-1)	-12.54***	-2.71
ER(-1)	-27.28*	-1.76
SUTR(-1)	267.77**	2.22
DREELFAUS	-810.69***	-2.88
DSUUS	-1524.91	-0.84
D1	-4930.44***	-17.27
D2	-3876.30***	-5.03

**R<sup>2</sup> : 0.32**

**Durbin-Watson İstatistiği: 2.08**

**F-İstatistiği : 10.22**

\*\*\* % 1 de anlamlı

\*\* % 5 de anlamlı

\* % 10 da anlamlı

Global faizleri temsil eden ABD reel faizlerinin değişim oranındaki bir birimlik artış yüksek getirili ancak daha riskli kabul edilen Türkiye'den net sermaye çıkışına yol açmaktadır. ABD reel faizlerinin değişim oranındaki % 1'lik artış Türkiye'den 810.7 milyon ABD doları net sermaye çıkışıyla sonuçlanmaktadır.

Yurtiçi reel faizlerin net toplam sermaye akımları üzerindeki etkisini gösteren katsayı ise negatif ve anlamlıdır. Teoriye göre portföy yatırımlarının artan reel faizlerden olumlu etkilenmesi beklenirken, reel faizlerdeki yükseliş makroekonomik belirsizliği artırarak, ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyecek ve dolayısıyla da doğrudan yabancı yatırımları ve diğer yatırımları olumsuz etkileyebilecektir. Bu nedenle bu bulgunun yorumlanması için sermaye akımlarının bileşenlerinin reel faizlere tepkisinin incelenmesi uygun olacaktır. Burada öne sürülebilecek diğer bir görüş de, Türkiye gibi Borç/GSYİH oranı oldukça yüksek olan bir ülkede büyük tutarda kamu borçlarının yol açtığı yüksek reel faizlerin, kamu kesimi borçlanma gereğini daha da artırdığı ve

borcun sürdürülebilirliğine ilişkin olumsuz beklentileri güçlendirdiğidir. Dolayısıyla reel faizlerin yükselmesi yatırımcıların ülkeden kaçmalarına yol açabilmektedir. Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerde enflasyon beklentilerine ilişkin verilerin eksikliği nedeniyle reel faiz ölçümlerinde eksiklikler olabileceği de göz ardı edilmemelidir.

Sermaye akımlarının yerli paradaki değer kaybına tepkisi negatif ve anlamlıdır. TL'deki değer kaybı TL cinsinden yatırımların getirisini düşürmekte ve sermaye çıkışına yol açmaktadır. TL/USD kurunun değişim oranındaki % 1'lik artış, Türkiye'den 27.3 milyon ABD dolarlık sermaye çıkışına yol açmaktadır.

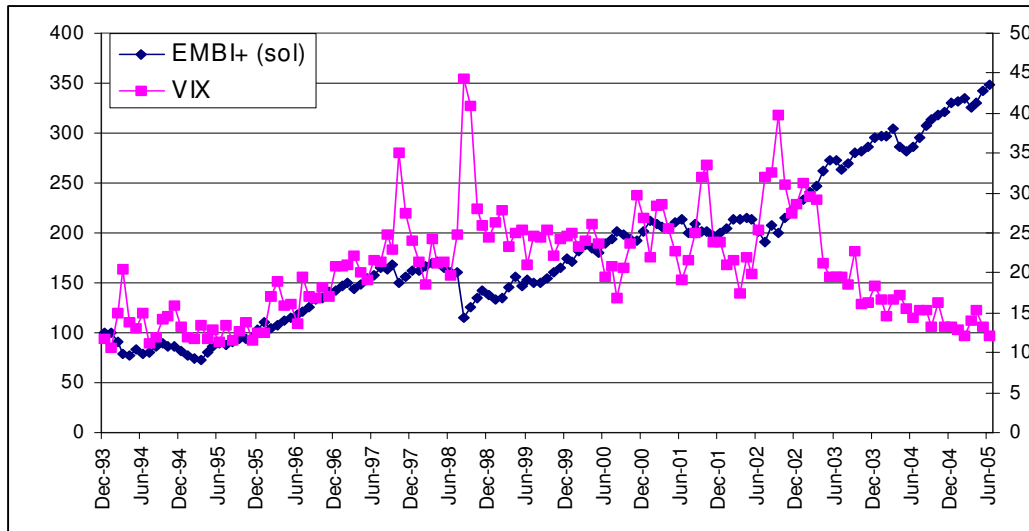
Bir önceki modelde Açık Faiz Paritesi sermaye akımlarını açıklamada başarısız oluken paritenin bileşenlerine ayrılması durumunda, bileşenlerin tamamının sermaye akımlarını açıklamada başarılı olduğu görülmektedir.

Yurtiçi sanayi üretimindeki büyümenin net toplam sermaye akımları üzerindeki etkisi bu modelde de pozitif ve anlamlıdır. Literatürdeki diğer ülke örnekleri portföy yatırımlarının kişi başına düşen gelir ve büyüme performansı ile pozitif ilişkili olduğuna, doğrudan yabancı yatırımların da ekonomik büyümenin geçmiş değerlerinden pozitif etkilendiğine işaret etmektedir. Sonuçlar bu örneklerle uyumludur. Türkiye'de 12 aylık ortalama sanayi üretimi büyüme hızındaki % 1'lik artış, 267.8 milyon ABD doları sermaye girişine yol açmaktadır. Son olarak ABD sanayi üretimi büyüme hızındaki değişimin sermaye hareketleri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığı gözlenmektedir. 2001 ve 1998 krizlerini temsil eden kukla değişkenlerin katsayıları negatif ve anlamlıdır. Model sonuçlarına göre krizlerin göstergesi olan makroekonomik değişkenler kontrol edildikten sonra 2001 krizinin 4.9 milyar ABD dolarlık, 1998 krizinin de 3.9 milyar ABD dolarlık sermaye çıkışına yol açtığı gözlenmektedir.

Üçüncü ve son olarak dışsal değişkenleri temsil etmek üzere daha önce kullanılan ABD sanayi üretim ve reel faiz verileri ile birlikte global ekonomik durumu en iyi şekilde temsil ettiği düşünülen ve mali piyasa



oyuncularınca yakından takip edilen VIX endeksi modele dahil edilmiştir<sup>33</sup>. Chicago opsiyon borsası tarafından yayınlanan VIX oynaklık endeksi, ABD S&P 500 endeksi üzerine yazılan opsiyon fiyatlarının oynaklığını ölçmektedir. Oynaklık piyasadaki dalgalanmaların bir göstergesi olduğundan, piyasa oyuncularının bekleyişlerini ölçmekte ve bir çeşit “yatırımcı korku göstergesi” olarak görülmektedir. ABD hisse senedi piyasalarındaki oynaklığı ölçen bu endeks ile gelişmekte olan ülke tahvillerinin performansı, özellikle de sermaye akımlarında görülen tersine dönüşler arasında güçlü bir ilişki mevcuttur (Grafik 6.1.; Caballero ve Panageas, 2005). ABD ekonomisine ilişkin belirsizlik dönemlerinde yatırımcıların risk algılamalarındaki artış ile birlikte VIX endeksi yükselmekte, bu dönemde riskli yatırım olarak kabul edilen gelişmekte olan ülke tahvillerine talep azalmaktadır. Caballero ve Panageas (2005) çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerdeki gelişmelerden tamamen bağımsız olan VIX endeksi üzerine yazılan bir opsiyonun gelişmekte olan ülkeler için, rezervlerinde ani sermaye çıkışlarına karşı riskten korunma amaçlı kullanabilecekleri bir enstrüman olabileceğini öne sürmektedir. Konu üzerinde detaylı çalışmaların ilginç sonuçlar üretebileceği düşünülmektedir.



**Grafik 6.1: EMBI + ve VIX Endeksleri**

Kaynak: Bloomberg

<sup>33</sup> Burada doğrudan Türkiye'ye ilişkin bir risk ölçütü olarak kabul edilen JP Morgan tarafından yayınlanan EMBI + Türkiye spread verisinin kullanımı akla gelmektedir, ancak söz konusu verinin yayımlanma tarihinin 1999 Temmuz ayından başlaması nedeniyle söz konusu verinin çalışmada kullanılması mümkün olmamıştır.

Tablo 6.5.'te yer alan model sonuçları VIX endeksinin sermaye akımlarını açıklamada başarılı olduğunu göstermektedir. Global risk algılaması arttıkça yatırımcılar riskten kaçınmakta ve Türkiye piyasalarından çıkmaktadır. Diğer değişkenlerin katsayıları bir önceki modelle uyumludur.

Tüm sonuçlar değerlendirildiğinde toplam net sermaye akımlarının, yurtiçi değişkenlerden sanayi üretiminden olumlu, reel faizlerdeki artış ve yerli paradaki değer kaybından olumsuz etkilendiği görülmektedir.

Dışsal değişkenlerden ABD reel faizlerindeki ve VIX risk algılamasındaki artış ise Türkiye'den sermaye kaçışına yol açmaktadır. Yine ABD reel faiz katsayısının büyüklüğü dikkat çekicidir. Türkiye gerçekleştirilen sermaye yatırımları, ABD faiz oranlarının değişim hızına oldukça duyarlı gözükmemektedir.

**TABLO 6.5. TOPLAM SERMAYE, SEK SONUÇLARI (3)**

**Bağımlı Değişken: Toplam Sermaye**

Bağımsız Değişken	Katsayı	T-İstatistiği
C	1441.61***	3.98
VIX	-32.31*	-1.91
REELFATR(-1)	-12.03**	-2.64
SUTR(-1)	259.41**	2.29
ER(-1)	-26.41*	-1.69
DREELFAUS	-840.68***	-2.94
DSUUS	-1601.90	-0.85
D1	-4738.37***	-16.84
D2	-3355.97***	-4.12

**R<sup>2</sup> : 0.33**

**Durbin-Watson İstatistiği: 2.12**

**F-İstatistiği : 9.32**

\*\*\* % 1 de anlamlı

\*\* % 5 de anlamlı

\* % 10 da anlamlı

Son olarak farklı sermaye türlerinin değişkenlere tepkisinin de farklı olacağı göz önünde bulundurularak sermaye akımları bileşenlerine ayrılarak modeller tekrarlanmıştır. Sonuçlar Tablo 6.6 – 6.8 arasında raporlanmaktadır.

Net Portföy yatırımlarını açıklayan tek anlamlı değişken global risk algılamasının bir göstergesi olan VIX endeksi olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye girişleri VIX endeksindeki artışlardan yani global risk algılamasındaki kötüleşmeden olumsuz etkilenmektedir. Yurtiçi reel faizler, yurtiçi büyüme oranı ve döviz kurundaki değişim ise istatistiki olarak anlamsızdır. ABD reel

faiz oranları ve ABD büyüme oranı da portföy yatırımlarını açıklamada başarılı değildir.

**TABLO 6.6. PORTFÖY YATIRIMLARI, SEK SONUÇLARI**

**Bağımlı Değişken: Portföy Yatırımları**

<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Katsayı</b>	<b>T-İstatistiği</b>
<b>C</b>	529.08**	2.44
<b>VIX</b>	-15.55*	-1.89
<b>REELFATR(-1)</b>	-2.04	-0.91
<b>SUTR(-1)</b>	76.53	1.55
<b>ER(-1)</b>	-9.61	-1.34
<b>DREELFAUS</b>	32.44	0.24
<b>DSUUS</b>	-630.01	-0.77
<b>D1</b>	-4430.28***	-12.97
<b>D2</b>	-2335.48***	-5.87

**R<sup>2</sup> : 0.51**

**Durbin-Watson İstatistiği: 1.62**

**F-İstatistiği : 20.10**

**\*\*\* % 1 de anlamlı**

**\*\* % 5 de anlamlı**

**\* % 10 da anlamlı**

Literatürdeki diğer ülke örnekleri ile uyumlu olarak doğrudan yabancı yatırımların birinci dereceden gecikmeli değerinin katsayısı pozitif ve anlamlıdır. Önceki dönemki doğrudan yatırımlar yeni yatırımları dürtülemektedir. Reel efektif döviz kurundaki artış ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif bir ilişki görülmektedir. Froot ve Stein'e (1991) göre sermaye piyasalarının etkin olmadığı bir modelde yerel paradaki değer kaybı, yabancı firmaların görece refahını artırmakta bu da yurtdışı yatırımları artırmalarına yol açmaktadır. Model sonuçları bu teori ile uyuşmamaktadır. Reel efektif döviz kurundaki artış yani yerli paranın değer kazanması doğrudan yatırımları olumlu etkilemektedir. Ancak ulaşılan sonuç Türkiye'deki çok uluslu şirketler arasında hammaddeyi ithal eden, Türkiye'de bununla üretim yapıp yine Türkiye'de pazarlayan firmalar için anlamlıdır.

Diğer ülke örnekleri büyüme performansının, doğrudan yabancı yatırımların seviyesinin belirlenmesinde önemli rol oynadığını göstermekte iken, Türkiye'de büyümenin, DYY üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamsızdır. Türkiye'de büyüme oranlarında gözlenen oynaklık, istikrarlı ve

**TABLO 6.7. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR, SEK SONUÇLARI****Bağımlı Değişken: Doğrudan Yabancı Yatırımlar**

<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Katsayı</b>	<b>T-İstatistiği</b>
<b>C</b>	-90.18*	-1.73
<b>DYY(-1)</b>	0.65***	4.01
<b>REER(-1)</b>	0.84*	1.74
<b>REELFATR(-1)</b>	0.38	1.20
<b>SUTR(-1)</b>	1.66	0.32
<b>VIX</b>	0.51	0.77
<b>DREELFAUS</b>	12.15	1.12
<b>DSUUS</b>	-109.11	-0.85

**R<sup>2</sup> : 0.51      Durbin-Watson İstatistiği: 1.78      F-İstatistiği :21.74**

\*\*\* % 1 de anlamlı

\*\* % 5 de anlamlı

\* % 10 da anlamlı

sürdürülebilir büyüme trendinin yakalanamamış olması, uzun dönemli yatırım yapmayı planlayan firmalar için geçmiş büyüme verilerinin referans olarak alınmasını zorlaştırmaktadır.

Yurtiçi reel faizler ve dışsal değişkenler de istatistiki olarak anlamsızdır.

**TABLO 6.8. DİĞER YATIRIMLAR, SEK SONUÇLARI****Bağımlı Değişken: Diğer Yatırımlar**

<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Katsayı</b>	<b>T-İstatistiği</b>
<b>C</b>	-656.84	-1.45
<b>REELFATR(-1)</b>	-7.91***	-3.13
<b>REER(-1)</b>	10.00**	2.47
<b>SUTR(-1)</b>	165.12**	2.12
<b>VIX</b>	-8.30	-0.79
<b>DREELFAUS</b>	-549.60***	-3.32
<b>DSUUS</b>	-645.59	-0.50
<b>D1</b>	-389.96***	-1.20
<b>D2</b>	-323.74***	-1.38

**R<sup>2</sup> : 0.17      Durbin-Watson İstatistiği: 2.28      F-İstatistiği : 3.91**

\*\*\* % 1 de anlamlı

\*\* % 5 de anlamlı

\* % 10 da anlamlı

Son olarak toplam sermayenin “diğer yatırımlar” parçasının açıklayıcıları incelenmektedir. Diğer yatırımları belirleyen değişkenler arasında yurtiçi reel faizlerin katsayısı negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer yatırımlar, bankacılık sektörü ve diğer kesimlerin yurtdışından sağladığı

kredilerden (ticari krediler dahil) oluşmaktadır. Yurtiçi reel faizlerdeki artış ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemekte bu nedenle hem bankaların hem de firmaların kullandıkları kredilerde düşüşe yol açmaktadır. Yeni kredi kullanımları düşerken, geri ödemeler artmakta bu da diğer yatırımlar kaleminde düşüşe yol açmaktadır. Son olarak Borç/GSYİH oranının oldukça yüksek olduğu Türkiye’de, reel faizlerdeki bir artışın borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri güçlendirdiği ve yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı finansman kaynaklarına ulaşımını sınırladığı ileri sürülebilir.

Model sonuçları yurtiçi büyüme ile diğer yatırımlar arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkiye işaret etmektedir. Yurtiçi büyüme performansı hem ülke görünümünü iyileştirmekte hem de canlanan ekonomik aktivite ile birlikte kredi talebini artırmakta ve diğer sermaye girişlerini olumlu etkilemektedir.

Sonuçlar, ABD reel faizleri ile diğer yatırımlar kalemi arasında negatif ve anlamlı bir ilişkiye işaret etmektedir. ABD reel faizlerinin değişim oranındaki bir artış yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı kanallardansa yurtiçi kanallara yönelmelerine yol açarak net sermaye girişlerini azaltmaktadır.

Reel efektif kurdaki artış diğer bir deyişle yerli paranın değer kazanması, Türkiye’nin rekabet gücünü zayıflatmakta ve ithalatı artırarak yurtiçi yerleşiklerin ithalat karşılığında yurtdışından kullandığı ticari kredileri artırmaktadır. Yurtiçine sermaye girişi hızlanmaktadır. Ayrıca reel kurdaki değerlenme ihracatı olumsuz etkilemekte ve ihracat karşılığı yurtdışına kullandırılan kredileri düşürmektedir. Sermaye çıkışı yavaşlamaktadır.

Diğer yandan ABD büyüme oranının ve VIX endeksinin diğer yatırımlar üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamsızdır. Genel olarak toplam sermaye ile açıklayıcı değişkenler arasında yakalanan ilişkinin, büyük ölçüde diğer yatırımlar modeli sonuçları ile örtüştüğü dikkati çekmektedir.

Tüm model sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde büyüme oranı modellerin tümünde önemli bir değişken olarak ortaya çıkmaktadır. İstikrarlı bir büyüme performansı, sermaye girişlerinin sürdürülebilmesi için zorunlu görünmektedir. Sermaye akımlarının yerli paradaki değer kaybına tepkisi ise negatif ve anlamlıdır. Yurtiçi reel faizlerdeki artışın portföy yatırımları ve

doğrudan yatırımları etkilemediği, ancak diğer yatırımları olumsuz etkilediği gözlenmektedir. Ayrıca toplam net sermaye akımları ile yurtiçi reel faizler arasındaki negatif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki de Türkiye için, sıkı maliye politikaları ile birlikte kamu borcunun azaltılmasının ve dengeli makroekonomik politikaların uygulanmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Model sonuçları, Türkiye'ye gerçekleştirilen net yabancı yatırımlarında içsel faktörler kadar dışsal faktörlerin de etkili olduğunu göstermektedir. ABD reel faizlerinin toplam sermaye girişleri üzerindeki etkisi negatif ve oldukça belirgindir. Ayrıca VIX oynaklık endeksinin de hem toplam net sermaye akımlarının hem de portföy yatırımlarının belirlenmesinde önemli bir değişken olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Bu önemli sonuçlar doğurmakta ve dışsal değişkenlerde yaşanacak olası bir tersine dönüşün sermaye çıkışları ile sonuçlanabileceğine ve Türkiye ekonomisinin makroekonomik kırılganlığını artırabileceğine işaret etmektedir. İtici faktörlere duyarlılık sermaye akımları karşısında uygulanacak politika seçeneklerini de sınırlamakta ve tutarlı makroekonomik politikaların yanı sıra akımlar karşısında dolaylı ve telafi edici politikaların da uygulanmasını zorunlu kılmaktadır.

## **6.2. Sermaye Akımlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri, Türkiye'ye İlişkin Bir Analiz**

Türkiye'de yabancı sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi 1992:01-2005:04 dönemi için Vektör Otoregresyon (VAR) tekniği kullanılarak analiz edilmiştir. Türkiye için benzer çalışmalar Berüment ve Dinçer (2002) ve Iwata ve Tanner (2003) tarafından yapılmıştır. Berüment ve Dinçer (2002), 1992:01-2001:06 dönemi için sınırlandırılmamış VAR tekniğini kullanarak sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini incelemiş, sermaye girişlerinin faiz oranlarında ve fiyatlarda düşüşe, reel kurda değerlenmeye ve para arzında genişlemeye yol açtığı sonucuna ulaşmıştır. Berüment ve Dinçer ayrıca sermaye şokunun büyüme üzerindeki etkisinin ikinci ve beşinci aylar boyunca pozitif olduğunu tespit etmiştir.

Iwata ve Tanner (2003) de benzer bir çalışmada 1987:01-1993:12 ve 1994:05-2001:01 dönemi için sermaye akımlarının makro etkilerini incelemiş, ilk dönemde sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkisinin 4 ay gecikmeli olarak ortaya çıktığı ve olumlu olduğu, ikinci dönemde ise 2 ay sonra ortaya çıktığı ve yine büyümeyi artırdığı sonucuna varmıştır. Akımların enflasyon üzerindeki etkisi ise ilk dönemde 1 ay boyunca negatif ve istatistiki olarak anlamlı iken, ikinci dönemde istatistiki olarak anlamlı değildir. Iwata ve Tanner'a göre sermaye akımları her iki döneme de rezervlerde artışa yol açmaktadır, başka bir deyişle, her iki dönemde de merkez bankası döviz müdahale ederek rezervlerini artırmıştır. Merkez Bankasının tepkisi ikinci dönemde daha büyük olmuştur. Ayrıca sermaye girişlerinin faiz oranları ve döviz kuru üzerindeki etkisi de ikinci dönemde daha büyük olmuş, bu dönemde sermaye girişleri faiz oranlarında gerileme ve yerli para değerlenme ile sonuçlanmıştır.

Benzer çalışmalar göz önünde bulundurularak toplam net sermaye, faiz oranı, para arzı, reel efektif döviz kuru, Açık Piyasa İşlemleri/Merkez Bankası Parası oranı, merkez bankası net dış varlıkları, üretim ve enflasyon verileri modele dahil edilmiştir. Değişkenlere ilişkin detaylı bilgi Tablo 6.9. da verilmektedir.

Birim-kök testlerinin yapılmasının ardından, M2 ve TRTÜFE ve Merkez Bankası Net Dış Varlık verilerinin durağan olmadığı görülmüştür. Testlere ilişkin sonuçlar Tablo 6.10'da verilmektedir. Durağan olmayan seriler arasında olabilecek bir eşbütünlme ilişkisi durumunda serilerin birinci farkı alınmadan modele dahil edilmesini ve "Vektör Hata Düzeltme" modelinin kullanımını gerektirmektedir. Ancak söz konusu serilere uygulanan eşbütünlme testi sonuçları değişkenler arasında böylesi bir ilişkinin varlığını reddetmektedir (Tablo 6.11). Bu nedenle değişkenlerin birinci farkları alınarak durağan hale getirilmiş ve modele dahil edilmiştir. Sabit terim ve 1998 Rusya krizi ve 2001 Krizi için tanımlanan kukla değişkenler de modele dışsal değişkenler olarak dahil edilmiştir. Akaike bilgi kriterine göre modelde kullanılacak gecikme değeri 3 ay olarak tespit edilmiştir.

**TABLO 6.9. VAR MODELİ DEĞİŞKENLERİ**

Değişken	
<b>Toplam Sermaye</b>	Standart Ödemeler Dengesi Gösteriminde “Finans Hesapları” kaleminden “Bankaların Döviz Varlıkları” ve “Rezerv Varlıklar” kalemlerinin çıkarılması ve net hata noksan kaleminin eklenmesi ile bulunmuştur. Sermaye rakamı net olup ödemeler dengesi mantığına göre hesaplanan varlık ve yükümlülük kalemlerinin toplamını göstermektedir. Kaynak: TCMB
<b>ONFAİZ</b>	TCMB Bankalararası Para Piyasası Ağırlıklı Ortalama Basit Faiz (gecelik işlemler) Kaynak:TCMB
<b>REER</b>	Reel Efektif Döviz Kuru Kaynak:TCMB
<b>LM2</b>	M2 Para Arzı (log), Bin YTL Kaynak:TCMB
<b>SUTR</b>	Türkiye Sanayi Üretim Endeksi, bir önceki aya göre aylık yüzde değişimlerin 12 aylık hareketli ortalaması Kaynak:Bloomberg
<b>TRTUFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi- bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde değişim Kaynak: Bloomberg
<b>APIMB</b>	Açık Piyasa İşlemleri/Merkez Bankası Parası (Bin YTL) Kaynak: TCMB Analitik Bilanço
<b>MBNDV</b>	Merkez Bankası Net Dış Varlıkları (Dış Varlık- Dış Yükümlülük), Milyon ABD Doları Kaynak: TCMB

**TABLO 6.10. GENİŞLETİLMİŞ DICKEY-FULLER BİRİM-KÖK TESTİ SONUÇLARI**

Değişken	ADF Test değeri	Kritik değer
<b>Toplam Sermaye</b>		
Düzye	-3.95**	-3.47
<b>ONFAİZ</b>		
Düzye	-4.67**	-3.47
<b>REER</b>		
Düzye	-4.34**	-4.02
<b>LM2</b>		
Düzye	-2.76	-3.47
1. Sıra fark	-6.96**	-3.47
<b>SUTR</b>		
Düzye	-3.28*	-2.88
<b>TRTUFE</b>		
Düzye	-1.20	-3.47
1. Sıra fark	-7.36**	-3.47
<b>APIMB</b>		
Düzye	-5.29**	-3.47
<b>MBNDV</b>		
Düzye	-1.07	-3.47
1. Sıra fark	-7.99**	-3.47

\*\* % 1 anlam düzeyinde birim kökün varlığına ilişkin hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

\* % 5 anlam düzeyinde birim kökün varlığına ilişkin hipotezin reddedildiğini göstermektedir.



**TABLO 6.11. EŞBÜTÜNLEME TEST SONUÇLARI**

<b>Johansen Eşbütünleme Test Sonuçları</b>			
<b>Eigenvalue</b>	<b>Likelihood Oranı</b>	<b>% 5 Kritik Değer</b>	<b>% 1 Kritik Değer</b>
0.09192	28.92898	42.44	48.45

1) Testte Deterministik trend Kullanılmıştır

2) Testte gecikmeli değer sayısı 3'tür.

H0: Değişkenler Arasında Eşbütünleme Yoktur.

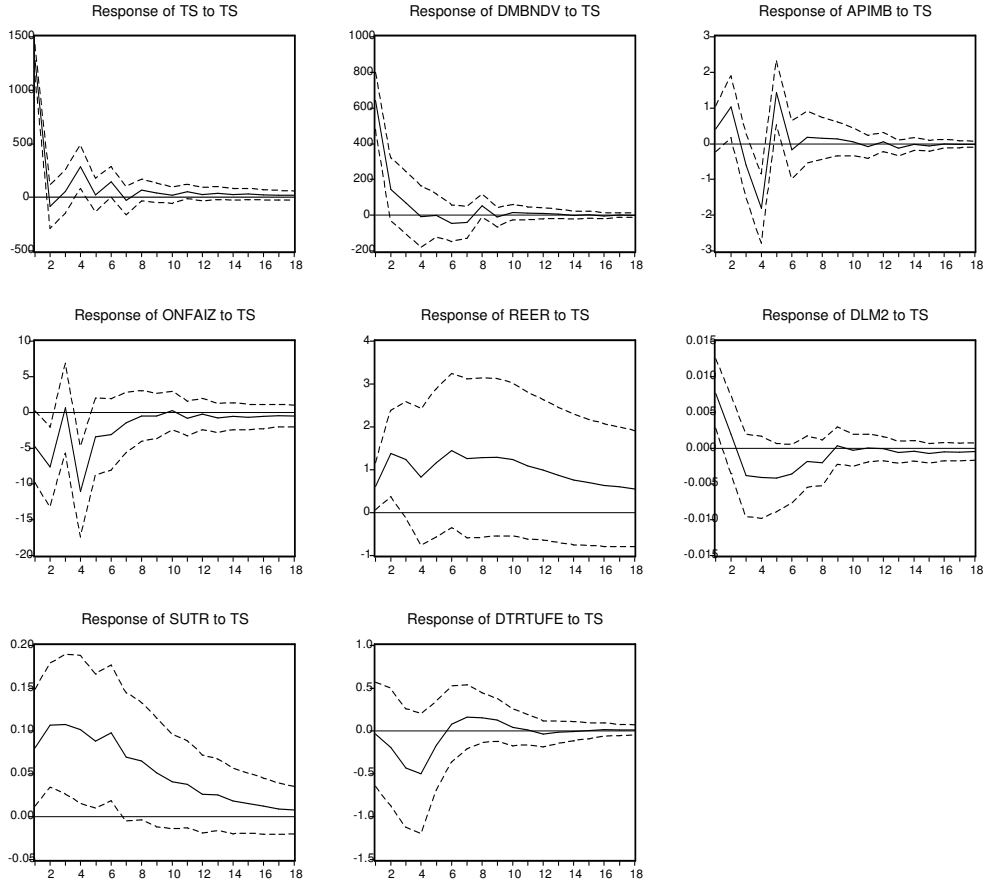
H1: Değişkenler Arasında Eşbütünleme Vardır.

### **6.2.1. Etki-Tepki Analizi**

Etki-tepki fonksiyonları, modeldeki değişkenlerin birine bir standart sapmalık şok uygulandığında diğer değişkenlerin şu anda ve gelecekte bu şoka verdikleri tepkiyi ölçmektedir. Etki-Tepki analizlerinde değişkenlerin modele konuş sıralaması önem taşımaktadır. Değişkenler en bağımsız olandan en bağımlı olana doğru sıralanmalıdır. Modelin amacı sermaye akımlarının diğer değişkenler üzerindeki etkisinin tespit edilmesi olduğundan, Toplam Sermaye (TS) değişkeni analize ilk sırada konulmuştur. Merkez bankası sermaye girişi karşısında döviz müdahaleleri, açık piyasa işlemleri ve faiz oranı gibi politika araçlarını kullanarak tepki vereceğinden MBNDV (Merkez bankası Dış Varlıkları), APİMB (APİ/Merkez bankası Parası) ve ONFAİZ değişkenleri TS değişkeninin hemen ardından sıralamada yer almıştır. Sermaye girişlerinin ardından reel efektif kur ve para arzında oynamalar olacaktır. Bu nedenle bu iki değişken politika değişkenlerinin ardından sıralamaya konulmuş, en az bağımsız olduğu düşünülen sanayi üretimi ve enflasyon değişkenleri de sıralamanın sonunda yer almıştır. Diğer yandan yapılan diğer denemeler sonucunda farklı sıralamaların da etki-tepki analizi sonuçlarında değişikliğe yol açmadığı görülmüştür.

Şekil 6.1.'de sermaye akımlarına uygulanacak bir standart sapmalık pozitif şok karşısında gelecek 18 dönem boyunca diğer değişkenlerde meydana gelen değişimler yer almaktadır. Grafiklerdeki koyu çizgiler nokta tahminleri, noktalı çizgiler ise bir standart sapmalık güven aralıklarını ifade etmektedir.

Response to One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



Şekil 6.1: Etki-Tepki Analizi Sonuçları

İlk grafik sermaye akımının kendisinde meydana gelen şoka verdiği tepkiyi göstermektedir. Bu tepki iki aya yakın bir süre pozitiftir. Ancak, daha sonra istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir. İkinci grafikte sermaye şokunun ardından merkez bankası net dış varlıklarında hızlı bir artış görülmektedir. Sermaye akımları karşısında merkez bankası döviz müdahale ederek döviz rezervlerini artırmaktadır. Bu etki iki ay boyunca anlamlıdır. Üçüncü grafik pozitif sermaye şoku karşısında APİ/Merkez bankası Parası değişkeninin üçüncü aya kadar pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Analitik bilançonun pasif tarafında yer alan APİ kaleminin pozitif olması merkez bankasının bankalara olan yükümlülüklerinde artışa, dolayısıyla Banka'nın likiditeyi sterilize ettiğine işaret etmektedir. Etki-tepki fonksiyonu Merkez Bankasının sermaye akımların ardından sterilizasyona

gittiğini göstermektedir. APİMB değişkeni üç ve beşinci aylar arasında negatife dönmekte, ardından beşinci ve yedinci aylar arasında yeniden pozitive geçmektedir.

APİMB değişkeninin sermaye şoklarına olan tepikisindeki bu dalgalanma, sterilizasyon politikasının kısa vadeli enstrümanlarla uygulandığına işaret etmektedir. Diğer yandan merkez bankası piyasadaki likiditeyi düzenlerken yalnızca sermaye akımlarını dikkate almamaktadır. İncelenen dönemde finansal kuruluşların likidite ihtiyaçları da APİ aracılığıyla karşılanmıştır. İkinci ve üçüncü grafikler sterilize edilmiş müdahalelere işaret etmekle birlikte, etki-tepki fonksiyonlarına bakarak politikaların temel amacını belirlemek doğru olmayacaktır. Diğer bir deyişle merkez bankasının kurdaki değerlenmeyi engellemeye çalıştığını ya da akımların yarattığı parasal genişlemenin tamamıyla sterilize etmeyi hedeflediğini söylemek mümkün değildir. Diğer yandan bu politikaların yokluğu durumunda, reel kurdaki değerlenme ve para arzındaki genişlemenin daha büyük olacağı söylenebilir.

Dördüncü grafik faiz oranlarının, pozitif sermaye şoku karşısında negatif bir tepki verdiğini göstermektedir. Şokun etkisi iki ay boyunca belirgin ve istatistiki olarak anlamlıdır. Sermaye girişlerinin piyasada yarattığı parasal genişlemenin tamamı sterilize edilmemekte bu da faiz oranlarında düşüşe yol açmaktadır.

Beşinci grafik, pozitif sermaye şokunun reel efektif döviz kurunda ilk üç ay boyunca artışa, diğer bir deyişle yerli paranın reel olarak değerlenmesine yol açtığını göstermektedir. Merkez bankasının müdahaleleri kurdaki değerlenmeyi tam olarak engellememiştir. Kurdaki artış üçüncü aydan sonra istatistiki olarak anlamsızdır.

Altıncı grafik ise pozitif sermaye şoku karşısında M2 para arzında iki aylık bir genişleme sürecine işaret etmektedir. Para arzının pozitif şoka tepkisi bu aydan sonra istatistiki olarak anlamını yitirmektedir.

Pozitif sermaye şokunun büyüme üzerindeki etkisi yedinci şekilden anlaşılacağı üzere yaklaşık beş ay boyunca pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Net sermaye akımları büyümeyi olumlu etkilemektedir. Son olarak

tüketici fiyatlarının pozitif sermaye şokuna etkisi hiçbir dönemde istatistiki olarak anlamlı değildir. Sonuçlar genel teori ile ve diğer Türkiye uygulamaları ile uyumludur.

VAR sonuçları net yabancı sermaye akımlarının, 1992 sonrasında Türkiye’de ekonomik büyümeyi desteklediğini göstermektedir. Diğer yandan sermaye akımları faiz oranlarını düşürmekte ancak reel kurda değerlenmeye ve para arzında genişlemeye yol açmaktadır. Sermaye akımlarının reel kur ve para arzı üzerindeki etkisi kısmen de olsa Merkez Bankasının sterilize edilen müdahale politikaları ile kontrol altına alınmıştır.

Sonuç olarak çalışmanın bu bölümünde SEK ve VAR analizleri yardımıyla Türkiye’ye yönelen net yabancı sermaye akımlarının nedenleri ve akımların makroekonomik etkileri incelenmiştir. Daha önce de ifade edildiği üzere SEK sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, büyüme oranı modellerin tümünde önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. İstikrarlı bir büyüme performansı, sermaye girişlerinin sürdürülebilmesi için zorunlu görünmektedir. Sermaye akımlarının yerli paradaki değer kaybına tepkisi ise negatif ve anlamlıdır. Yurtiçi reel faizlerdeki artışın portföy yatırımları ve doğrudan yatırımları etkilemediği, ancak diğer yatırımları olumsuz etkilediği gözlenmektedir. Ayrıca toplam sermaye akımları ile yurtiçi reel faizler arasındaki negatif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki Türkiye için, sıkı maliye politikaları ile birlikte kamu borcunun azaltılmasının ve dengeli makroekonomik politika uygulamalarının gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Model sonuçları ayrıca, Türkiye’ye gerçekleştirilen yabancı yatırımlarında içsel (yurtiçi) faktörler kadar dışsal (yurtdışı) faktörlerin de etkili olduğunu göstermektedir. ABD reel faizlerinin toplam net sermaye akımları üzerindeki etkisi negatif ve oldukça belirgindir. VIX oynaklık endeksinin de hem toplam sermaye akımlarının hem de portföy yatırımlarının belirlenmesinde önemli bir değişken olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Bu önemli sonuçlar doğurmakta ve dışsal değişkenlerde yaşanacak olası bir tersine dönüşün sermaye çıkışları ile sonuçlanabileceğine ve Türkiye ekonomisinin makroekonomik kırılganlığını artırabileceğine işaret etmektedir. İtici faktörlere duyarlılık sermaye akımları karşısında uygulanacak politika

seçeneklerini de sınırlamakta ve tutarlı makroekonomik politikaların yanı sıra akımlar karşısında dolaylı ve telafi edici politikaların da uygulanmasını zorunlu kılmaktadır.

İstatistiki analizler, yabancı sermaye akımlarının büyüklüğünün finansal piyasaların derinliği ile kıyaslandığında oldukça yüksek olduğuna işaret ederken, yapılan VAR analizi de, akımların Türkiye’de ekonomik büyümeyi desteklemesine ve faiz oranlarını düşürmesine rağmen, reel kurda değerlenmeye ve para arzında genişlemeye yol açtığına işaret etmektedir. Reel kurdaki değerlenme Türkiye’nin rekabet gücünü sınırlamakta ve dış ticaret açığında genişlemeye yol açarak cari açığın sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları körüklemektedir. Tüm bunlar, akımların içsel faktörlerin yanı sıra dışsal faktörlerden de etkilendiği bulgusuyla birleşince, akımların makroekonomik etkilerini sınırlayıcı politikaların uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Geçtiğimiz 15 yıllık dönemde yaşanan krizler de sermaye akımlarının oynak yapısına işaret etmekte ve bu politikaların gerekliliğini pekiştirmektedir.

Sermaye akımlarının bu olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla uygulanabilecek ilk politika, daha esnek döviz kuru sistemleridir. Esnek döviz kuru sistemleri, döviz kuruna ilişkin belirsizliği artırarak sıcak para olarak tabir edilen kısa vadeli sermaye akımlarını sınırlamakta, ayrıca bağımsız para politikası uygulamasına imkan vermektedir. Türkiye’de 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler, sabit ya da yarı sabit rejimlerin, reel döviz kurunda aşırı değerlenmeye yol açtığını ve bu tür bir rejimin döviz cinsinden borçlanmanın gerçek maliyetini gizlediğinden, bankalar ve şirketlerin kısa vadeli döviz borçlanmalarında sıçramalara yol açarak özellikle bankacılık sisteminin kırılgan olduğu ülkelerde, sermaye akımlarında ani geri çıkışlara karşı duyarlılığı artırdığını net olarak göstermektedir.

Türkiye’de 2002 yılından bu yana örtük enflasyon hedeflemesi ile birlikte uygulanan dalgalı döviz kuru rejiminin, bağımsız para politikası uygulanmasına izin vermesi ile birlikte sermaye akımlarının olumsuz etkilerini

sınırlayacağı ve Türkiye için en uygun politika olduğu düşünülmektedir<sup>34</sup>. Enflasyon hedeflemesi ile birlikte uygulanan esnek döviz kuru rejimleri son dönem literatürde ve uygulamada da büyük destek görmektedir (Goldstein 2002, Fisher 2001, Grenville, 2000 ).

Diğer yandan ülke tecrübeleri, dalgalı döviz kuru ile birlikte ortaya çıkan belirsizliğin kısa vadeli sermaye girişlerinin tamamını engellemediğine ve artan sermaye girişleri ile birlikte dalgalı döviz kuru rejimi altında nominal kurda değerlenme gözlemlendiğine işaret etmektedir. Reel kurda sıçrama olarak nitelendirilebilecek aşırı değerlenmelerin ve dalgalanmaların olması durumunda sterilize edilmiş müdahalelere ihtiyaç duyulacaktır. Bu çalışmadan çıkarılan sonuç Türkiye için böylesi bir politika karşısında kullanılan enstrümanlar açısından herhangi bir kısıt bulunmadığı yönündedir. Enflasyon ve faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte, yoğun sermaye girişleri döneminde likidite senedi ihracının da (gerektiğinde uzun vadeli olarak) merkez bankası için aşırı bir maliyet yaratmadan etkin bir enstrüman olarak kullanılabilirliği düşünülmektedir. Sterilizasyon politikasının uygulaması karşısındaki en önemli engel sterilizasyon maliyetidir. Ancak yurtdışı faizlerde devam eden gerileme, sterilizasyon maliyetini düşürmektedir. Söz konusu maliyetin 2004 yılı için GSYİH'nın % 0.29' una kadar gerilemiş olması nedeniyle ve faizlerde devam eden düşüş ile birlikte bu politikanın, sermaye akımlarının döviz kuru ve parasal büyüklüklerde yaratacağı etkilere karşı geçici olarak da olsa kullanılmasına imkan vermektedir. Özellikle sermaye girişine yol açan faktörlerin dışsal ya da kısa dönemli olduğu dönemlerde sterilizasyon politikası oldukça etkili olacaktır.

Türkiye 1980'li yıllardan bu yana uygulanan politikalarla birlikte sermaye ve ticaret hesaplarını serbestleştirmiştir. Avrupa Birliği'ne adaylık süreci de liberal politikalara bağlılığı zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda sermaye kontrollerinin Türkiye için uygulanabilir bir politika olmadığı düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, kontrolleri sermaye hesaplarının serbest bırakılması öncesinde piyasalarının derinlik kazanması ve düzenleme ve denetleme sisteminin de olgunlaşmasına fırsat vermek amacıyla

---

<sup>34</sup> Daha önceki bölümlerde detaylı olarak incelendiği üzere bu politikaya benzer bir politika, Goldstein tarafından "kontrollü dalgalı döviz kuru - artı" olarak nitelendirilmekte ve gelişmekte olan ülkelere önerilmektedir.

kullanmakta ve bu gelişmelerin sağlanmasının ardından kontroller kaldırılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında da bu politika Türkiye için uygun görülmemektedir. Diğer yandan Türkiye gibi tasarruf hacmi ve sermaye birikimi düşük ülkeler, kalkınmanın finansmanı açısından yabancı sermayeye büyük ölçüde ihtiyaç duymaktadır. Bu da sermaye kısıtlarının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Çünkü kontroller, yatırım amacıyla uluslararası sermaye akımlarına ulaşmayı sınırlandıracak, reel faiz oranlarını artıracak, kamu yönetimi maliyetini artırabilecektir. Diğer yandan kontroller disiplinli bir yönetim gerektirmekte ve tıpkı ticari bariyerlerde olduğu gibi gerekli politika karşılıklarına olan ihtiyacı ertelemekte hatta kimi zaman ortadan kaldırmaktadır. Türkiye bankacılık sistemini güçlendirecek reformları büyük ölçüde gerçekleştirmiş, mali disiplinde büyük adımlar atmış ve tüm bu gelişmelerle birlikte istikrarlı büyüme konusunda büyük aşama kaydetmiş durumdadır. Politik reformların kontroller var olmadan da sürdürülebileceği düşünülmektedir. Mevcut durumda uygulanmakta olan esnek kur rejimi de bağımsız para politikası uygulaması amacıyla kontrollere olan gereksinimi azaltmaktadır.

Son olarak sermaye girişleri karşısında uygulanabilecek bir diğer politika da maliye politikasıdır. Türkiye’de özellikle 1990’ların ikinci yarısından itibaren maliye politikalarının temel hedefi, özelleştirme gelirleri ve dış borçlanma yoluyla faiz dışı bütçe fazlasının artırılarak iç borç stoğunun kontrol altına alınması olmuştur (Binay, 2003). Mali yapıda son dönemde gözlenen iyileşmeye rağmen konsolide bütçe açığının halen 2004 yılı için GSYİH’nın % 7’si civarında olması,<sup>35</sup> Türkiye’de maliye politikalarının daha da sıkılaştırılmasına imkan vermektedir. Ayrıca model sonuçları, sıkı maliye politikalarının ve yurtiçi reel faizlerin kontrol altında olmasının, sermaye akımlarının sürdürülebilirliği açısından gerekli olduğuna işaret etmektedir. Sıkı maliye politikaları, hükümetin yabancılar ve özel sektörden borçlanma ihtiyacını düşürerek, faiz oranlarında aşağı yönlü baskı oluşturacak bu da kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatacaktır. Ayrıca hükümet harcamalarının

---

<sup>35</sup> Eichengreen de (2005), söz konusu oranın Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde ortalama %4 civarında olduğuna dikkat çekmekte ve Türkiye için sıkı maliye politikalarının sermaye girişlerinin olumsuz etkilerine karşı uygulanacak politika seçenekleri arasında yer aldığına değinmektedir. Ayrıca AB istikrar ve büyüme paktına göre, üye ülkelerin Bütçe Açığı/GSYİH oranı %3’le sınırlandırılmıştır. Ancak Fransa ve İtalya gibi ülkelerin bir süredir bu limitin dışında kalmaları nedeniyle bu kısıt uygulamada belli ölçülerde serbestleştirilmiştir.

kısılması, sermaye akımlarının iç talep üzerindeki genişletici etkilerini de hafifletecektir. Ayrıca maliye politikası sterilizasyonun politikasının yarattığı gibi bir operasyonel maliyet taşımamaktadır.

Diğer yandan bu politika uzun yasama dönemlerini gerekli kıldığından ancak uzun vadeli bir politika olarak düşünülebilir ve ani ve kısa vadeli sermaye girişleri karşısında etkin bir politika olamayacaktır.

Tüm bunlara ek olarak yüksek vergi politikaları, doğrudan yabancı yatırımlar gibi daha uzun vadeli sermaye girişlerini olumsuz etkileyecektir. Ayrıca DYY'nin bir ülkeye ancak altyapı ve beşeri sermaye varsa geldiği göz önünde bulundurulduğunda, hükümetlerin sosyal harcamaları belli bir düzeyde sürdürmesinin önemi ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle sıkı maliye politikaları önerilirken uzun dönemli büyüme ve sermaye çekimi konusunda dinamik bazı etkilerin de göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

Diğer yandan ülke tecrübeleri tek başına hiçbir politikanın sermaye akımlarının sürekliliğini ve istikrarını sağlamada ya da akımlardan en yüksek faydayı elde etmede başarılı olamadığını göstermektedir. Başarılı politika karşılıkları birden fazla enstrümanın kullanımını içermektedir. Bu bağlamda çalışmanın bu bölümünde tartışılan enstrümanların birlikte kullanımının Türkiye için en doğru politika olacağı düşünülmektedir.



## **YEDİNCİ BÖLÜM**

### **SONUÇ VE ÖNERİLER**

Uluslararası finansal bütünleşmenin ardından sermaye akımlarında ortaya çıkan artışların gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde yarattığı olumlu ve olumsuz etkiler, ekonomi dünyasının ana gündemine oturmuş bulunmaktadır. Ülkelerin dış ticarete açıklığı konusunda yapılan pek çok çalışma, gümrük kısıtlamalarının kaldırılmasının büyümeyi büyük ölçüde olumlu etkilediğine işaret ederken, finansal açıklık konusunda bu sonuca net olarak ulaşılamaması tartışmaları daha da derinleştirmektedir. Finansal küreselleşme, makroekonomik performansta iyileşmeye yol açmakta, tüketim dalgalanmalarının giderilmesi ile kişisel refahı artırmakta, tüketim ve yatırımları destekleyerek büyüme performansını iyileştirmekte, yurtdışından ithal edilen teknoloji ve iş bilgisi ile sermayenin üretkenliğine katkıda bulunmaktadır.

Diğer yandan büyük çaplı ve oynak sermaye akımları hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskılar (sermaye akımlarının yurtiçi harcamalar üzerinde yarattığı artış sebebiyle), reel döviz kurunda değerlenme ve büyüyen cari işlemler hesabı açıklarına yol açarak ülkelerde makroekonomik istikrarsızlığı besleyerek finansal krizlere yol açabilmektedir.

Küreselleşme sonucunda yurtiçi finansal piyasalar uluslararası piyasalar ile bütünleşmekte, bu da bir ülke ekonomisinde ortaya çıkan bozuklukların ve politika kararlarının diğer ülkeleri de etkilemesine yol açmaktadır. Tüm bu gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının yönetimi açısından sadece dengeli makroekonomik politikalar gütmenin yeterli olmamasına yol açmakta ve ülkelerin politika belirleme süreçlerinde “ sermaye akımlarının aktif yönetimini” de ayrıca ele almalarını gerektirmektedir. Bu tür politikalar iyi bir makroekonomik yönetimin önemli bir parçasını oluşturmaktadır.

Böylece küreselleşme, merkez bankalarının faaliyet gösterdiği çevreyi değiştirmiş ve ekonomik gelişmelerin değerlendirilmesini ve tahmin edilmesini zorlaştırmış bulunmaktadır. Tüm bu değerlendirmeler politika yapımcıların sermaye akımlarını sınırlamak, büyük çaplı sermaye girişlerinin ve ani geri çıkışların olası etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla, bazı yönlendirici politikalara başvurmalarına yol açmıştır. Bu amaçla kullanılan standart politikalar 5 ana başlıkta sıralanabilir. Bunlar sırasıyla sermaye akımlarının sterilizasyonu, daha esnek döviz kuru uygulaması, sermaye kontrolleri, sıkı maliye politikaları ve sermaye kaçışları karşısında para politikasının sıkılaştırılmasıdır

Bu çalışmada yapılan analizler Türkiye'ye gerçekleştirilen yabancı yatırımlarında, içsel (yurtiçi) faktörler kadar dışsal (yurtdışı) faktörlerin de etkili olduğunu göstermektedir. Bu bulgu önemli sonuçlar doğurmakta ve dışsal değişkenlerde yaşanacak olası bir tersine dönüşün sermaye çıkışları ile sonuçlanabileceğine ve Türkiye ekonomisinin makroekonomik kırılganlığını artırabileceğine işaret etmektedir. Dışsal faktörlere duyarlılık sermaye akımları karşısında uygulanacak politika seçeneklerini de sınırlamakta ve tutarlı makroekonomik politikaların yanı sıra akımlar karşısında dolaylı ve telafi edici politikaların da uygulanmasını zorunlu kılmaktadır.

Sonuçlar ayrıca, yabancı sermaye akımlarının büyüklüğünün finansal piyasaların derinliği ile kıyaslandığında oldukça yüksek olduğuna ve akımların Türkiye'de ekonomik büyümeyi desteklemesine ve faiz oranlarını düşürmesine rağmen, reel kurda değerlenmeye ve para arzında genişlemeye yol açtığına işaret etmektedir. Reel kurdaki değerlenme, Türkiye'nin rekabet gücünü sınırlamakta ve dış ticaret açığında genişlemeye yol açarak cari açığın sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları körüklemektedir. Tüm bunlar, akımların içsel faktörlerin yanı sıra dışsal faktörlerden de etkilendiği bulgusuyla birleşince, akımların makroekonomik etkilerini sınırlayıcı politikaların uygulanması gerekliliğini pekiştirmektedir. Geçtiğimiz 15 yıllık dönemde yaşanan krizler de sermaye akımlarının oynak yapısına işaret etmekte ve bu politikaların varlığını gerekli kılmaktadır.

Sermaye akımlarının bu olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla uygulanabilecek ilk politika daha esnek döviz kuru sistemleridir. Türkiye’de 2002 yılından bu yana örtük enflasyon hedeflemesi ile birlikte uygulanan dalgalı döviz kuru rejiminin bağımsız para politikası uygulanmasına izin vermesi ile birlikte sermaye akımlarının olumsuz etkilerini sınırlandıracağı ve Türkiye için en uygun politika olduğu düşünülmektedir.

Diğer yandan reel kurda sıçrama olarak nitelendirilebilecek aşırı değerlenmelerin ve dalgalanmaların olması durumunda sterilize edilmiş müdahalelere ihtiyaç duyulacaktır. Bu çalışmadan çıkarılan sonuç Türkiye için böylesi bir politika karşısında kullanılan enstrümanlar açısından herhangi bir kısıt bulunmadığı yönündedir. Yurtiçi faizlerde devam eden gerileme ile birlikte sterilizasyon maliyeti de hızla gerilemekte ve bu politikanın, sermaye akımlarının döviz kuru ve parasal büyüklüklerde yaratacağı etkilere karşı geçici olarak da olsa kullanılmasına imkan vermektedir. Özellikle sermaye girişine yol açan faktörlerin dışsal ya da kısa dönemli olduğu dönemlerde sterilizasyon politikası oldukça etkili olacaktır.

Türkiye 1980’li yıllardan bu yana uygulanan politikalarla birlikte sermaye ve ticaret hesaplarını liberalleştirmiştir. Avrupa Birliği’ne adaylık süreci de liberal politikalara bağlılığı zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda sermaye kontrollerinin Türkiye için uygulanabilir bir politika olmadığı düşünülmektedir. Türkiye gibi tasarruf hacmi ve sermaye birikimi düşük ülkeler, kalkınmanın finansmanı açısından yabancı sermayeye büyük ölçüde ihtiyaç duymaktadır, bu da sermaye kısıtlamalarının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Mevcut durumda uygulanan dalgalı döviz kuru rejimi de, bağımsız para politikası uygulaması amacıyla kontrollere duyulan gereksinimi azaltmaktadır.

Son olarak model sonuçları, sıkı maliye politikalarının ve yurtiçi reel faizlerin kontrol altında olmasının, sermaye akımlarının sürdürülebilirliği açısından gerekli olduğuna işaret etmektedir. Sıkı maliye politikaları, hükümetin yabancılar ve özel sektörden borçlanma ihtiyacını düşürerek, faiz oranlarında aşağı yönlü baskı oluşturacak bu da kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatacaktır. Ayrıca hükümet harcamalarının kısılması, sermaye

akımlarının iç talep üzerindeki genişletici etkilerini de hafifletecektir. Diğer yandan, DYY'nin bir ülkeye ancak altyapı ve beşeri sermaye varsa geldiği göz önünde bulundurulduğunda, hükümetlerin sosyal harcamaları belli bir düzeyde sürdürmesinin önemi ortaya çıkmaktadır. Ayrıca yüksek vergi politikaları, doğrudan yabancı yatırımlar gibi daha uzun vadeli sermaye girişlerini olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle maliye politikalarının sıkılaştırılması önerilirken uzun dönemli büyüme ve sermaye çekimi konusunda dinamik bazı etkilerin de göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

Ülke tecrübeleri tek başına hiçbir politikanın sermaye akımlarının sürekliliğini ve istikrarını sağlamada ya da akımlardan en yüksek faydayı elde etmede başarılı olamadığını göstermektedir. Sermaye akımları karşısında uygulanan politikaların başarılı olması için genellikle birden fazla enstrümanın kullanımına ihtiyaç duyulmaktadır.

Oldukça disiplinli bir şekilde küreselleşme sürecine katılan ve hızla gecikmişliğini kapatmakta olan ülkelerin varlığı, bu yolda büyük adımlar atmış bulunan Türkiye için, sermaye akımları ve akımlar karşısında uygulanacak makroekonomik politikalara ilişkin tartışmaların önümüzdeki yıllarda da önemini koruyacağına işaret etmektedir.

## KAYNAKÇA

- Agenor, P. (2001). Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *World Economy, Volume 26, No:8*.
- Agenor, P., Mcdermott, C.J. ve Üçer, M. (1997). Fiscal Imbalances, Capital Flows and the Real Exchange rate: The Case of Turkey. *IMF Working Paper 97/1*.
- Agosin, M. R. (Mart, 2005). Capital Flows and Macroeconomic Policy in Emerging Economies. Inter-American Development Bank and Department of Economics, University of Chile. Erişim: Mart 2005, <http://www.wider.unu.edu/conference/conference-2005-/conference-2005-3-papers/Agosin.pdf>.
- Akyüz, Y. (1995). Timing International Finance. Oxford University Press , New York, s. 55-93.
- Akyüz, Y. Ve Cornford, A. (1999). Capital Flows to Developing Countries and The Reform of the International Financial System. *UNCTAD Discussion paper, No:56*.
- Albuquerque, R., Loayza, N. ve Serven, L. (Mayıs, 2003). World Market Integration Through The Lens of Foreign Direct Investors. *World Bank Working Paper Series, No: 3060*.
- Ariyoshi, A., Habermeier, K., Otker-Robe, I., Canoles, J., Krilenko, A. (2000). Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization, *IMF Occasional Paper, 190*.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Özcan, Ş., Sayek, S. (Ekim, 2004). FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets. *Journal of International Economics*.
- Alfaro, L., Kalemli, Ş., ve Volosovych, V. (2004). Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions. NBER Conference on International Capital Flows.
- Altınkemer, M. (2003). Recent Experience With Capital Controls: Is There A Lesson For Turkey? *CBRT Research Department, Discussion Paper*.
- Altınkemer, M. (2001). Capital Inflows and Central Bank Policy Response. *CBRT Research Department, Working Paper*.

- Artera, C., Eichengreen, B., ve Wyplosz, W. (Mart, 2001). On the Growth Effects of Capital Account Liberalization. Unpublished, University of California at Berkeley.
- Balkan, E., Biçer, G., Yeldan, E. (Ağustos, 2002). Patterns Of Financial Capital Flows and Accumulation In The Post-1990 Turkish Economy. *METU International Conference on Economics, VI, Ankara.*
- Berksoy, T. ve Saltoğlu B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri. İstanbul Ticaret Odası. İstanbul. Yayın no: 1998-58.
- Berüment, H. ve Dincer, N. (Kişisel Site). (2003). Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance In Emerging Markets?: The Turkish Experience. Erişim: 8 Temmuz 2005, <http://www.bilkent.edu.tr/~berument/emft04.pdf>
- Berthelemy, J.C. ve Demurger, S. (Haziran, 2000). Foreign Direct Investment and Economic Growth: Theory and Application to China. *Review of Development Economics, 4, s. 140-55.*
- Binay, Şükrü. (Ekim, 2003). Some Issues in Fiscal Policy and Central Banking: The Case Of Turkey. *BIS Papers, no:20.*
- Bosworth, B. P. ve Collins, S. M. (2000). Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. *Brookings Papers on Economic Activity, No:1, 143-80.*
- Borensztein, E., Gregorio, J. ve Lee J.W. (Haziran, 1998). How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? *Journal of International Economics, 45, 115-35.*
- Bank for International Settlements (BIS). 75th Annual Report.
- Brewer, T. Nollen, S. (Mart, 2000). Direct Investment and Portfolio Flows to Developing Countries. World Bank.
- Buckley, R.P. (Ekim, 2000). Managing Capital Flows-Options for Debtor Countries, Conference on International Trade Education and Research, Melbourne.
- Caballero, J., Panageas, S. (Eylül, 2004). Contingent Reserves Management, An Applied Framework. *NBER Working Paper No: 10786.*
- Calvo, G. A. (1996). The Perils of Sterilization, *IMF Staff Papers, Vol:38, No:4.*
- Calvo, G. A. (Kasım, 1998). Capital Flows and Capital Market Crises, The Simple Economics of Sudden Stop. *Journal of Applied Economics, Vol 1, No 1, s. 35-54.*

- Calvo, G. A., Leiderman, L. ve Reinhart, C.M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. The role of External Factors. *IMF Staff Papers*, Volume 40.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. ve Reinhart, C.M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 10, no: 2, s. 123-139.
- Calvo, G.A. ve Reinhart, C.M. (Kasım, 2000). Fear of Floating. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7993*.
- Carlson, M. ve Hernandez, L. (Ocak, 2002). Determinants and Repercussions of The Composition of Capital Inflows. *International Finance Discussion Papers. No: 717*.
- Celasun, O., Denizler, C., He, D., (1999). Capital Flows, Macroeconomic Management, and The Financial System: The Turkish Case, 1989-97. *World Bank, Policy Research Working Paper, No. 2141*.
- Chang, R. ve Velasco, A. (Haziran, 2000). Banks, Debt Maturity, and Financial Crises. *Journal of International Economics*, 51,169-194.
- Claessens, S. Dooley, M., Warner, A. (1995). Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? *World Bank Economic Review*, 9, 153-74.
- Corbo, V., ve Hernandez, L. (Aralık, 1998). Private Capital Inflows and The Role of Economic Fundamentals. *Banco Central De Chile Research Papers, No:45*.
- Demir, F. (2003). A Failure Story: Politics and Financial Liberalization In Turkey, Revisiting The Revolving Door Hypothesis. *World Development*, Volume 32, Issue 5, PP. 851 – 869.
- Edison, H., Levine, R. Ricci, L. ve Slok, T. (2002). International Financial Integration and Economic Growth. *Journal of International Monetary and Finance*, Vol 21, s. 749-76.
- Edwards, S. (1998). Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences. *NBER Working Paper, 6800*.
- Edwards, S. (2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? *NBER Working Paper, No: 8076*.
- Eichengreen, B. (2001). Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies Tell Us? Unpublished, University of California - Berkeley.
- Eichengreen, B., Choudry, O. (Mayıs, 2005). Managing Capital Inflows: Eastern Europe in an Asian Mirror, University of California - Berkeley.

- Emir, Y., Karasoy, A., Kunter, K. (Ekim, 2000). Monetary Policy reaction Function In Turkey. *CBRT Research Papers*.
- Fernandez – Arias E., Hausmann, R. (Mart 2000). The New Wave of Capital Inflows: Sea Change or Just Another Tide? Inter-American Development Bank Research Department, *Working Paper No: 416*.
- Fernandez-Arias E., and Montiel, P. (1996). The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview. *The World Bank Review, Vol 10, No:1*.
- Fischer, S. (2001). Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives, 15(2), s.3-24*.
- Froot, K., Stein, J. (1991). Exchange Rates and Foreign Direct Investment: an Imperfect Capital Market Approach. *Quarterly Journal of Economics 106, 1191-1217*.
- Glick, R. Hutchinson, M. (Temmuz 2001). Capital Controls and Exchange Rate Stability in Developing Countries, *FRBSF Economic Letter, No: 2001-21*.
- Glick, R. ve Rose, A. (1998). Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional? *Pacific Basin Working paper Series, PB98-03*.
- Goldstein, M. (2002). Managed Floating Plus, Policy Analysis in International Economics No:66. Institute for International Economics, Washington DC.
- Goldstein, M., Turner, P. (2004). Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets, Institute for International Economics, Washington DC.
- Grenville, S. (2000). Inflation Targeting in the World of Volatile Capital Flows, *BIS Review, 106*.
- Hernandez, L. ve Valdes, R. (2001). What Drives Contagion? Trade, Neighborhood or Financial Links? *International Review of Financial Analysis (10). PP 11-16*.
- Hoggarth, G. Sterne G. (1997). Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses. Handbooks in Central Banking, No 14. CCBS, Bank of England.
- Iwata, S. ve Tanner, E. (Mayıs 2003). Pick Your Poison: The Exchange Rate Regime and Capital Account Volatility in Emerging Markets. *IMF Working Paper. No: 03/92*.



- Institute For International Economics (2002). New Currency regime Of "Managed Floating Plus" Recommended for Larger Emerging Economies. Newsletter.
- International Monetary Fund (2003). Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues, *World Economic and Financial Surveys*, IMF.
- Kaminsky, G.L., Reinhart, C. (1996). Banking and Balance of Payment Crises, Models and Evidence. *Working Papers, Board of Governors of Federal Reserve Bank. Washington D.C.*
- Kaplan, E., Rodrik, D. (2001). Did the Malaysian Capital Controls Work? *NBER Working Paper 8142*.
- Kim, S., Kim, S.H. ve Wang, Y. (2004). Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization: The Case of Korea. *Review of Development Economics* 8(4), s. 624-639.
- Kim, S., Kim, S.H. ve Wang, Y., Kang, S. (Kişisel Site) (2003). Understanding the Determinants of Capital Flows in Korea: An Empirical Investigation. Erişim: Mayıs 2005. <http://www.tufts.edu/~skim20/paper/kkkw.pdf>
- Klein, M. V. ve Giovanni, O. (Ağustos 1999). Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth. *Federal Reserve bank of Boston, Working Paper No: 99-6*.
- Krugman, P. (1998). What Happened To Asia? Unpublished Paper. MIT.
- Krugman, P. (1999). The Return Of Depression Economics. Foreign Affairs. 78-1, PP. 56-74.
- Lee, J. (1997). Sterilizing Capital Flows. International monetary Fund, *Economic Issues, No:7*.
- Lehman, A. (1999). Country Risks and the Investment Activity if US Multinationals in Developing Countries, *IMF Working Paper, 99-133*.
- Levine, R. (1996). Foreign Banks, Financial Development and Economic Growth. International Financial Markets. American Enterprise Enstitute Press, Washington D.C.
- Lewis, K. (1994). Puzzles in International Financial Markets, *NBER Working Paper, 4951*.
- Lim, E.G. (2001). Determinants of and The Relation Between, Foreign Direct Investment abd Growth. *IMF Working Paper, 01/175*.

- Lopez – Mejia, A. (Şubat 1999). Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses. *IMF Working Paper. No: 99/17.*
- Loewendahl, H., Loewendahl, E. E. (Eylül 2001). Turkey's Performance In Attracting Foreign Direct Investment: Implications of EU Enlargement. European Network of Economic Policy Research Institutes, *Economics Working Papers, No: 008.*
- Lucas , R. E. (1990). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries. *American Economic Review Papers and Proceedings 80, 92-96.*
- Mohanty, M. S. ve Scatigna, M. (Mayıs 2005). Has Globalisation Reduced Monetary Policy Independence? *BIS Papers, No: 23.*
- Mohanty, M. S. ve Turner, P. (Mayıs, 2005). Intervention: What Are The Domestic Consequences? *BIS Papers, No: 24.*
- Montiel P.J. (1999). Policy Responses to Volatile Capital Flows. Paper Presented At Capital Flows, Financial Crises, and Policies, *World Bank, Washington DC, April 15-16.*
- Montiel, P. ve Reinhart, C. (1999). Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence From the 90s. *Journal of International Money and Finance, 18, s. 619-635.*
- Montiel, P. ve Reinhart, C. (1999). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s, in Short-term Capital Movements and Balance of Payment Crises. Oxford University Press.
- Ortiz, G. (2000). Commentary: How Should Monetary Policy Makers React To The New Challenges of Global Economic Integration? Global Economic Integration: Opportunities and Challenges, *Federal Reserve Bank of Kansas City, pp 255-75.*
- Ouyang, A. ve Rajan, R. S. (2005). Monetary Sterilization In China Since 1990s How Much and How Effective. National University Of Singapore.
- Özatay, F. ve Sak, G. (Aralık, 2003). Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis. *CBRT Working Papers.*
- Prasad, E. Rogoff, K. Wei, S. ve Köse, A. (Mart, 2003). Effects of Financial globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. International Monetary Fund.

- Radelet, S., ve Sachs, J. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Realities, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity, No:1, s. 111-174.*
- Radelet, S. ve Sachs, J. (1999). What Have We Learned So Far From The Asian Crisis? Office Of Emerging Markets, *Economic Growth Center, CAER 2 Project, Delivery Order no: 16.*
- Reinhart, C., ve Reinhart, V. (1999). Some Lessons for Policy Makers Dealing With the Mixed Blessing of Capital Inflows, in Capital Flows and Financial Crises, M. Kahler, ed. New York, s.93-127.
- Spiegel, M. (1996). Speculative Capital Inflows and Exchange Rate Targeting in the Pacific Basin: Theory and Evidence, Conference o Managing Capital Flows and Exchange Rates, Federal Reserve of San Francisco.
- Stiglitz, J. (2000). What I Learned at the World Economic Crisis., *The New Republic, April 17.*
- Stiglitz, J. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth And Instability, *World Development, Vol 28, No:6, PP. 1075-1086.*
- Tatoğlu, E., Glaister, K. W., Erdal, F. (Mart-Nisan 2003). Determinants of Foreign Ownership in Turkish Manufacturing. *Eastern European Economics, Volume 41, Number 2.*
- TCMB. (2004). 2005 Yılında Para ve Kur Politikası, sayı: 2004:59.
- TCMB. (Ağustos, 2005). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi.
- Uctum, M., ve Uctum, R. (2005). Portfolio Flows, FDI, Crisis and Structural Changes in Emerging Markets, Evidence From Turkey. *Paper Presented at Global Finance Conference 2005, Ireland.*
- Uygur, E. (2005). Bölgesel Gelişme Stratejileri ve Akdeniz Ekonomisi. Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları, Ankara.
- Wei, S. J. ve Wu, .Y. (2001). Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows and Currency Crises.
- World Bank (Nisan 2005). Global Development Finance.
- World Bank (1997). Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration. New York: Oxford University Press.
- World Bank (Mart, 1997). Causes of Capital Inflows and Policy Responses to Them, *Finance and Development.*

Yeldan, E. (1996). Az Gelişmiş Ükelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri Üzerine Gözlemler, Bilkent Üniversitesi.

# **EKLER**

EK 1

VAR SONUÇLARI

Sample(adjusted): 1992:05 2005:04  
 Included observations: 156 after adjusting endpoints  
 Standard errors & t-statistics in parentheses

	TS	DMBNDV	APIMB	ONFAIZ	REER	DLM2	SUTR	DTRTUFE
TS(-1)	-0.05054 (0.10706) (-0.47204)	0.15489 (0.09213) (1.68114)	0.00057 (0.00033) (1.69397)	-0.00589 (0.00263) (-2.23727)	0.00021 (0.00029) (0.74311)	0.00000 (0.00000) (-0.04453)	0.00003 (0.00004) (0.80114)	0.00027 (0.00032) (0.85489)
TS(-2)	-0.030832 (0.10694) (-0.28832)	0.070206 (0.09203) (0.76287)	-0.000627 (0.00033) (-1.87798)	0.004088 (0.00263) (1.55356)	-0.000551 (0.00029) (-1.92199)	-4.36E-06 (2.6E-06) (-1.69681)	-1.83E-06 (3.6E-05) (-0.05107)	0.000499 (0.00032) (1.57534)
TS(-3)	0.083311 (0.10901) (0.76422)	-0.064059 (0.09382) (-0.68280)	-0.000652 (0.00034) (-1.91351)	-0.002556 (0.00268) (-0.95277)	0.000175 (0.00029) (0.59721)	-1.18E-06 (2.6E-06) (-0.44925)	-3.94E-07 (3.7E-05) (-0.01078)	-0.000236 (0.00032) (-0.73200)
DMBNDV(-1)	-0.065307 (0.12125) (-0.53862)	-0.105445 (0.10435) (-1.01054)	-0.000260 (0.00038) (-0.68716)	0.001784 (0.00298) (0.59808)	-0.000169 (0.00033) (-0.51925)	2.88E-06 (0.00000) (0.98981)	6.58E-05 (0.00004) (1.61984)	-0.000151 (0.00036) (-0.42125)
DMBNDV(-2)	0.004845 (0.11507) (0.04211)	-0.084923 (0.09903) (-0.85759)	-0.000532 (0.00036) (-1.48050)	-0.000879 (0.00283) (-0.31059)	0.000240 (0.00031) (0.77788)	1.68E-06 (0.00000) (0.60569)	1.84E-05 (0.00004) (0.47808)	-0.000470 (0.00034) (-1.38044)
DMBNDV(-3)	0.230076 (0.11618) (1.98038)	-0.052089 (0.09998) (-0.52098)	0.000476 (0.00036) (1.31240)	-0.003413 (0.00286) (-1.19375)	-0.000116 (0.00031) (-0.37331)	3.06E-06 (0.00000) (1.09717)	-1.11E-07 (0.00004) (-0.00285)	-0.000169 (0.00034) (-0.48976)
APIMB(-1)	22.60372 (26.54700) (0.85146)	-13.65753 (22.84630) (-0.59780)	0.518671 (0.08295) (6.25313)	2.956215 (0.65324) (4.52546)	0.037277 (0.07120) (0.52352)	0.003472 (0.00064) (5.44106)	-0.005449 (0.00890) (-0.61251)	-0.116407 (0.07863) (-1.48045)
APIMB(-2)	-8.323538 (28.26420) (-0.29449)	27.02359 (24.32410) (1.11098)	-0.187652 (0.08831) (-2.12490)	-0.90746 (0.69550) (-1.30477)	-0.209671 (0.07581) (-2.76575)	-0.0000382 (0.00068) (-0.05627)	0.002069 (0.00947) (0.21846)	-0.008825 (0.08372) (-0.10541)
APIMB(-3)	30.46799 (16.09890) (1.89255)	49.26903 (13.85470) (3.55612)	0.065591 (0.05030) (1.30398)	-0.396109 (0.39615) (-0.99991)	0.128173 (0.04318) (2.96832)	0.000258 (0.00039) (0.66559)	0.003152 (0.00539) (0.58436)	-0.000124 (0.04768) (-0.00260)
ONFAIZ(-1)	-1.976234 (3.68365) (-0.53649)	5.991856 (3.17014) (1.89009)	-0.118819 (0.01151) (-10.3235)	0.202551 (0.09064) (2.23459)	-0.044049 (0.00988) (-4.45824)	0.0000869 (0.00009) (0.98192)	-0.000416 (0.00123) (-0.33698)	0.050972 (0.01091) (4.67182)
ONFAIZ(-2)	-3.653576 (5.51806) (-0.66211)	-4.27056 (4.74883) (-0.89929)	0.139537 (0.01724) (8.09330)	0.813642 (0.13578) (5.99224)	-0.001358 (0.01480) (-0.09177)	0.000739 (0.00013) (5.57210)	-0.001996 (0.00185) (-1.07940)	-0.003106 (0.01634) (-0.19003)
ONFAIZ(-3)	2.890494 (6.45539) (0.44776)	0.970467 (5.55549) (0.17469)	-0.068063 (0.02017) (-3.37453)	-0.425509 (0.15885) (-2.67873)	-0.023087 (0.01731) (-1.33339)	-0.000154 (0.00016) (-0.99004)	0.001967 (0.00216) (0.90944)	-0.007697 (0.01912) (-0.40256)

REER(-1)	55.81798	65.63993	0.007337	-1.278254	1.399918	0.000762	0.012821	0.01976
	(33.78540)	(29.07570)	(0.10556)	(0.83136)	(0.09062)	(0.00081)	(0.01132)	(0.10007)
	(1.65213)	(2.25756)	(0.06950)	(-1.53755)	(15.44840)	(0.93843)	(1.13242)	(0.19746)
REER(-2)	-74.81073	-62.07193	-0.073529	1.478649	-0.611807	-0.00109	-0.003549	-0.13031
	(52.07160)	(44.81270)	(0.16270)	(1.28132)	(0.13967)	(0.00125)	(0.01745)	(0.15423)
	(-1.43669)	(-1.38514)	(-0.45194)	(1.15400)	(-4.38050)	(-0.87068)	(-0.20341)	(-0.84490)
REER(-3)	42.35878	6.017412	0.003903	-0.462051	0.136792	0.000355	-0.011045	0.076979
	(32.17650)	(27.69100)	(0.10054)	(0.79177)	(0.08630)	(0.00077)	(0.01078)	(0.09530)
	(1.31645)	(0.21731)	(0.03882)	(-0.58357)	(1.58502)	(0.45924)	(-1.02438)	(0.80773)
DLM2(-1)	-4901.273	-867.6782	-32.12715	-93.58963	18.55389	-0.247559	-0.161743	-27.41068
	(3766.85000)	(3241.74000)	(11.76950)	(92.69070)	(10.10340)	(0.09054)	(1.26227)	(11.15700)
	(-1.30116)	(-0.26766)	(-2.72970)	(-1.00970)	(1.83640)	(-2.73417)	(-0.12814)	(-2.45681)
DLM2(-2)	3962.949	4182.302	11.87041	-132.7285	5.906795	0.134155	0.776719	-12.03479
	(3888.12000)	(3346.11000)	(12.14840)	(95.67490)	(10.42870)	(0.09346)	(1.30291)	(11.51620)
	(1.01924)	(1.24990)	(0.97712)	(-1.38729)	(0.56640)	(1.43546)	(0.59614)	(-1.04503)
DLM2(-3)	2192.972	4129.986	-11.16811	157.0278	-7.045226	0.053419	-1.719864	-5.414353
	(3517.16000)	(3026.86000)	(10.98930)	(86.54650)	(9.43369)	(0.08454)	(1.17860)	(10.41750)
	(0.62351)	(1.36445)	(-1.01627)	(1.81438)	(-0.74682)	(0.63187)	(-1.45925)	(-0.51974)
SUTR(-1)	57.32586	187.1047	-0.889229	-0.105408	-0.029014	0.008399	0.256095	0.770292
	(275.04000)	(236.69800)	(0.85936)	(6.76789)	(0.73771)	(0.00661)	(0.09217)	(0.81464)
	(0.20843)	(0.79048)	(-1.03476)	(-0.01557)	(-0.03933)	(1.27048)	(2.77864)	(0.94556)
SUTR(-2)	-97.44436	-89.60711	0.1891	-0.92807	-0.736634	-0.011619	0.386786	-0.655575
	(263.40100)	(226.68200)	(0.82299)	(6.48150)	(0.70649)	(0.00633)	(0.08827)	(0.78017)
	(-0.36995)	(-0.39530)	(0.22977)	(-0.14319)	(-1.04266)	(-1.83517)	(4.38207)	(-0.84030)
SUTR(-3)	160.0255	-78.26518	1.197873	4.457333	0.191935	0.007286	0.113171	0.458268
	(261.38800)	(224.95000)	(0.81670)	(6.43197)	(0.70109)	(0.00628)	(0.08759)	(0.77421)
	(0.61221)	(-0.34792)	(1.46671)	(0.69300)	(0.27376)	(1.15970)	(1.29204)	(0.59192)
DTRTUFE(-1)	29.84424	32.85634	-0.116312	-0.306329	0.198038	0.000138	-0.019125	0.327807
	(30.33510)	(26.10630)	(0.09478)	(0.74645)	(0.08136)	(0.00073)	(0.01017)	(0.08985)
	(0.98382)	(1.25856)	(-1.22716)	(-0.41038)	(2.43396)	(0.18994)	(-1.88144)	(3.64841)
DTRTUFE(-2)	5.661926	-10.64565	0.173484	-0.879421	0.081819	-0.00027	-0.006595	-0.107201
	(32.21560)	(27.72470)	(0.10066)	(0.79273)	(0.08641)	(0.00077)	(0.01080)	(0.09542)
	(0.17575)	(-0.38398)	(1.72352)	(-1.10936)	(0.94689)	(-0.34835)	(-0.61090)	(-1.12348)
DTRTUFE(-3)	-4.465195	-13.6619	-0.122499	0.64681	-0.019281	-0.000156	-0.008315	-0.008155
	(28.46970)	(24.50090)	(0.08895)	(0.70055)	(0.07636)	(0.00068)	(0.00954)	(0.08432)
	(-0.15684)	(-0.55761)	(-1.37712)	(0.92329)	(-0.25250)	(-0.22797)	(-0.87153)	(-0.09671)

C	-2028.543	-1438.916	11.85818	60.28757	13.45979	-0.001676	0.408292	2.351655
	(1359.33000)	(1169.83000)	(4.24720)	(33.44890)	(3.64597)	(0.03267)	(0.45551)	(4.02619)
	(-1.49231)	(-1.23002)	(2.79200)	(1.80238)	(3.69168)	(-0.05129)	(0.89634)	(0.58409)
D1	-1134.572	-2121.184	-9.094293	81.45116	0.824966	0.028434	-0.415356	-3.75188
	(829.94400)	(714.24800)	(2.59315)	(20.42240)	(2.22607)	(0.01995)	(0.27811)	(2.45821)
	(-1.36705)	(-2.96982)	(-3.50704)	(3.98832)	(0.37059)	(1.42534)	(-1.49347)	(-1.52626)
D2	-2574.635	-2838.967	1.032659	6.779741	3.011543	-0.019607	-0.003273	0.138505
	(1088.12000)	(936.43400)	(3.39982)	(26.77530)	(2.91855)	(0.02615)	(0.36463)	(3.22290)
	(-2.36613)	(-3.03168)	(0.30374)	(0.25321)	(1.03186)	(-0.74964)	(-0.00898)	(0.04298)

R-squared	0.294081	0.275345	0.762209	0.60816	0.961599	0.477318	0.694645	0.430776
Adj. R-squared	0.151803	0.12929	0.714282	0.529184	0.953859	0.371971	0.6331	0.316048
S.E. equation	1408.339	1212.013	4.400339	34.65495	3.777436	0.033852	0.471934	4.171358
Akaike AIC	17.49432	17.19406	5.957351	10.08487	5.652078	-3.777536	1.492154	5.85047
Schwarz SC	18.02218	17.72192	6.48521	10.61273	6.179938	-3.249676	2.020014	6.37833

Log Likelihood	-4386.641
Akaike Information Criteria	59.00821
Schwarz Criteria	63.23109