Atılım Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Finansman Yüksek Lisans Programı

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Muhtar TÜZÜN

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2014

GCRIS

KABUL VE ONAY

Muhtar TÜZÜN tarafından hazırlanan 'Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Fiyat İstikrarı Ve Finansal İstikrar Çerçevesinde Değerlendirilmesi' başlıklı bu çalışma, 14.01.2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak oy birliği ile kabul edilmiştir.

.....

Yrd.Doç.Dr. Neslihan Topbaş (Başkan)

.....

Yrd.Doç.Dr. Zeki Yanık (Danışman)

.....

Yrd.Doç.Dr. Burcu Dinçergök (Üye)

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

□ Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

□ Tezim/Raporum sadece Atılım Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

□ Tezimin/Raporumun …… yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

GCRIS

Muhtar Tüzün

TEŞEKKÜR

Yüksek Lisans tez çalışmamın planlanması ve yürütülmesinde desteklerini benden esirgemeden, bilgi ve deneyimleriyle çalışmama yön veren danışman hocam sayın Yrd. Doç. Dr. Zeki Yanık'a, anlayışları için kızlarıma ve eşime çok teşekkür ederim.

Muhtar TÜZÜN

GCRIS

ÖZET

TÜZÜN, Muhtar. *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Fiyat İstikrarı Ve Finansal İstikrar Çerçevesinde Değerlendirilmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2014.

Bu çalışmada uluslararası sermaye akımlarına yön veren belirleyicilerinin neler olduğuna değinilmiş ve bu bağlamda sermaye akımlarına ihtiyaç duyan gelişmekte olan ekonomilerin enflasyon, büyüme ve cari açık çerçevesinde değerlendirilmesine gayret edilmiştir. Küresel kriz sonrasında "finansal istikrar" söyleminin çok tekrarlanır hal alması özellikle tüm dünyadaki merkez bankalarını "finansal istikrar" terimini çok kullanır duruma getirmiştir. O kadar ki, gelişmiş ülkelerde yaşanan çok düşük enflasyon ortamında, finansal istikrar fiyat istikrarının önüne geçer hale gelmiştir. Bu çalışmada son olarak finansal istikrarsızlık tanımından hareket ile çok farklı ülke gruplarında yapılan çalışmaların sonuçları değerlendirilmiştir. Ülke uygulamaları göstermiştir ki finansal istikrar olmadan fiyat istikrarının sağlanması ve korunmasının olanaksız olduğu kabul edilmekle birlikte asıl sorun, finansal istikrarın resmi sorumlusunun kim olacağı üzerinde düğümlenmektedir. Finansal istikrarın sorumlusunun kim olacağı "finansal istikrar" ve "finansal istikrarsızlık" kavramlarından ne anlaşıldığı ile yakından ilgilidir. Çalışmada "finansal istikrar olmadan fiyat istikrarı sağlanamaz ve korunamaz" söyleminden hareketle, finansal istikrarın sorumlusu olarak sadece merkez bankasının gösterilmesinin doğru bir yaklaşım olamayacağı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Büyüme, Enflasyon Hedeflemesi, Finansal İstikrar, Fiyat İstikrarı, Para Politikası

ABSTRACT

TÜZÜN, Muhtar. *Evaluation of International Capital Movements Within the Context of Price and Financial Stability,* Master Thesis, Ankara, 2014.

Current study mainly deals with the determinants of international capital flows. Within this context emerging market economies which are needed capital flows has been evaluated in within the framework of inflation, growth and current deficit. After the global crisis the discourser of the "financial stability" becomes more repetitive and the term "financial stability" becomes usable for the plenty of federal banks of the world. Even at the low interest rate conditions in developed countries, financial stability gained emphasis more than price stability. After that different studies in different groups of countries have been evaluated taking the definition of financial instability within the consideration. The empirical results indicated and accepted that financial stability cannot be provided and kept without price stability. But the main problem is that the definition of the official actors of financial stability. Moreover definition of the actors of financial stability is very much related with the understanding of the concepts of "financial stability" and "price stability". Finally study confirms the sentence of “financial stability cannot be provided and kept without price stability” and concludes that considering federal banks are the main actors of financial stability is not the proper approach.

Keywords: Growth, Inflation Targeting, Financial Stability, Price Stability, Monetary Policy

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

İÇİNDEKİLER

ÖZET……V
İÇİNDEKİLER……..……VII
KISALTMALAR DİZİNİ…….....X
TABLOLAR DİZİNİ……XI
ŞEKİLLER DİZİNİ……..XII
GİRİŞ……..……...13

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ: TARİHSEL GELİŞİMİ VE TEMEL KAVRAMLAR…….....14
1.1. SERMAYE KAVRAMI VE ÖNEMİ……16
1.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE ÇEŞİTLERİ……17
1.2.1. Kullananlar İtibariyle: Resmi Ve Özel Sermaye Hareketleri……17
1.2.2. Kullanım Şekli İtibariyle: Doğrudan Ve Dolaylı Sermaye Hareketleri…….……19
1.2.3. Portföy Yatırımları Biçimindeki Sermaye Hareketleri……...22
1.2.3.1.Ortaklık Hakkı Veren Araçların Meydana Getirdiği Uluslararası Sermaye Hareketleri…….....22
1.2.3.2.Alacak Hakkı Veren Araçların Meydana Getirdiği Uluslararası Sermaye Hareketleri ……..25
1.2.4. Diğer Uluslararası Sermaye Hareketleri ……..……27
1.2.5. Vadelerine Göre Uluslararası Sermaye Hareketleri……..28
1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ ……..29
1.3.1. Sermaye Hareketinin Yöneldiği Ülkeden Kaynaklanan Faktörler……30
1.3.1.1. Ülkelerin kaynak ihtiyaçları……...31
1.3.1.2. Yapısal reformlar……31
1.3.1.3. Yatırım araçlarının getiri oranları……....32
1.3.1.4. Döviz kuru politikası……..33

1.3.1.5. Özelleştirme faaliyetleri……..34
1.3.2. Sermaye İhraç Eden Ülkelerden Kaynaklanan Faktörler……...34
1.3.2.1. Kaynak Fazlasına Sahip Ülkelerdeki Ekonomik Gelişmeler……....34
1.3.2.2. Dış Ticaretin Liberalleşmesi ve Küreselleşme Hareketleri……36
1.3.2.3. Finansal Ürün Çeşitliliğindeki Artış……..37
1.3.2.4. Bilgi İşlem Teknolojisindeki Gelişmeler……37
1.3.2.5. Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Tercihlerindeki Gelişmeler…….38
1.4. GEÇMİŞTEN GÜNÜMÜZE TÜRKİYE'YE YÖNELİK YABANCI SERMAYE AKIMLARININ HACİM VE İÇERİK AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ…..38
1.4.1. Sermaye Hareketlerinin Miktarındaki Gelişmeler……..38
1.4.2. Sermaye Hareketlerinin Türlerindeki Gelişmeler……...40

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ……45
2.1. SERMAYE AKIMLARININ UZUN DÖNEM ETKİLERİ……..45
2.2. ULUSLARARASI SERMAYENİN ORTA VADELİ ETKİLERİ……...45
2.3. ULUSLARARASI SERMAYENİN KISA VADELİ ŞOK ETKİLERİ……46
2.4.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK YAPIYA ETKİSİ……..46
2.5. SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ……47
2.5.1. Sermaye Hareketlerine Yönelik Önlemler……48
2.6. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: LİTERATÜR……49
2.6.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Ekonomik Büyümeye İlişkin Ampirik Literatür……50
2.6.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Literatür……..51
2.6.3. Portföy Yatırımları Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Literatür……..53
2.6.4. Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Literatür……..55
2.6.4.1. Uluslararası doğrudan yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi pozitif bulan çalışmalar……..56

2.6.4.2. Uluslararası doğrudan yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi pozitif ve negatif olarak bulan çalışmalar……57
2.7. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN ENFLASYON, BÜYÜME VE CARİ AÇIK ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ……58
2.8. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE DEĞERLENDİRME……65

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR

3. FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR……70
3.1. FİYAT İSTİKRARI……70
3.1.1. İktisat Politikaları ve Fiyat İstikrarı……71
3.1.2. Enflasyonla Mücadelede Sermaye Akımlarının Rolü……72
3.1.3. Finansal Sistemin Aracılık İşlevi……75
3.2. FİNANSAL İSTİKRAR……75
3.2.1. Finansal İstikrar Tanımlarına Bakış……76
3.2.2. Finansal İstikrarın Tanım Sorunu ve Tanımlanmasında Karşılaşılan Güçlükler……81
3.2.3. Finansal İstikrarı Bozan Nedenler……84
3.2.4. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler ve Öncü Göstergeler……90
3.2.5. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Kamusal Müdahale Gerekliliği ve Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası……92
3.2.6. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Kamusal Politika Türleri……92
3.2.7. TCMB'nin Finansal İstikrar İçin Kullandığı Para Politikası Araçları……96
3.2.8. Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Arasındaki İlişkinin Şekli……99
3.2.9. Merkez Bankasının Finansal İstikrarı Sağlama Gücü ve Para Politikası: Faiz Düzleştirme Kuralı……104
3.2.10. Para Politikası ve Finansal İstikrar İlişkisi Açısından Finansal Sağlamlık Endeksinin Değerlendirilmesi……105
3.3. FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR AÇISINDAN DALGALI KUR REJİMİNDE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN SONUÇLARI……107

SONUÇ VE ÖNERİLER……111
KAYNAKÇA……116

KISALTMALAR DİZİNİ

AB : Avrupa Birliği
ABD : Amerika Birleşik Devletleri
ADR : American Depository Receipt
BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS : Bank for International Settlement (Uluslararası Takas Bankası)
BIST:Borsa İstanbul A.Ş.
ÇUŞ: Çok Uluslu Şirketler
DİBS : Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB : European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
EPS: Ek Parasal Sıkılaştırma
FED: Federal Reserve System (Amerikan Merkez Bankası)
FSI: Financial Strength Index (Finansal Sağlamlık Endeksi)
GDR : Global Depository Receipt
GOE: Gelişmekte Olan Ekonomiler
GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
ICI: Investment Company Institute (Yatırım Şirketleri Enstitüsü)
IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
MFO: Marjinal Fonlama Oranı
OBFSD: Ortalama Banka Finansal Sağlamlık Dereceleri
OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
OFM: Ortlama Fonlama Maliyeti
REKE: Reel Efektif Kur Endeksi
ROA: Return On Assets ((Net Karın, Toplam Aktiflere oranı)
ROE: Return on Equity (Net Karın, Özkaynaklara oranı)
ROK: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM: Rezerv Opsiyon Mekanizması
SEC: U.S.Securities and Exchange Commission(Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
SFİ: Sistem Fonlama İhtiyacı
SÜ: Sanayileşmiş Ülkeler
SYR: Sermaye Yeterliliği Standart Rasyosu
TBB: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TGA: Tahsili Gecikmiş Alacaklar
TL : Türk Lirası
TP: Türk Parası
TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi
UDY: Uluslararası Doğrudan Yatırımlar
UNCTAD: United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)
WB: World Bank (Dünya Bankası)
WFE: World Federation of Exchanges (Dünya Borsalar Federasyonu)
YP: Yabancı Para

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1 GOÜ Özel Sektör (2002-2011) Dönemi Yurtdışından Sağlanan Uzun Vadeli Kredi Borcu…..……..…19
Tablo 2 Doğrudan Yatırımlar (2002-2012)..……..……21
Tablo 3 Dünya Borsaları Piyasa Değeri (2013)...……23
Tablo 4 Pay Senedi İşlem Hacmi (2013)...……..……24
Tablo 5 Dünya Borsaları Sabit Getirili Menkul Kıymet İşlemleri (2013)……..……26
Tablo 6 GOÜ Kısa Vadeli Borç Stoku (2002-2011).....……..……..28
Tablo 7 Ülke Bazında Yatırım Fonları Dağılımı..……..36
Tablo 8 Dayanak Varlık Bazında Vadeli İşlem ve Opsiyon Hacmi……..……..37
Tablo 9 Türkiye Kısa Vadeli Borç Stoku (2002-2013)……...……40
Tablo 10 Borsa İstanbul'daki Yabancı Yatırımcıların Ülke Bazında Portföy Değerleri..44
Tablo 11 Türkiye Ekonomisi Makro Çerçeve (2000-2014)……59
Tablo 12 Türkiye Brüt Dış Borç Stoku (1989-2013)……69
Tablo 13 Enflasyon Hedeflemesi Değerlendirmesi (2006-2008)…….....74
Tablo 14 Finansal İstikrarı Tehdit Edebilecek Risk Unsurları…….....84
Tablo 15 Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri……91

GOÜ

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1 Türkiyeye Yönelik Sermaye Akımları……...39
Şekil 2 Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu……42
Şekil 3 Türkiye'ye Yönelik FinansalSermaye Hareketleri ile Sıcak Para……43
Şekil 4 Enflasyon Değerlendirmesi 2014……..60
Şekil 5 Enflasyon Beklentileri……61
Şekil 6 GSYH Büyüme Değerlendirme……62
Şekil 7 Türkiye'de Büyümenin Alt Kalemleri……63
Şekil 8 Bütçe Gerçekleşmeleri ve Hedefler (2005-2016)……..64
Şekil 9 Cari Denge Bileşenleri……....65
Şekil 10 GSYM Büyüme (2000-2014)……...68
Şekil 11 Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Sonrası Gerçekleşen Enflasyon Performansı……72
Şekil 12 Finansal İstikrarsızlık ve Kriz Sürecinin Reel Ekonomiyi Etkileme Süreci…...89
Şekil 13 TCMB Ağırlıklı Ortalama Fon Maliyetleri (2011-2014)……98
Şekil 14 Finansal Sağlamlık Endeksi (1999=100)……...106
Şekil 15 Enflasyon……..107
Şekil 16 Tasarruf Oranı……107

GİRİŞ

20.Yüzyılın son çeyreğinde yaşanan teknolojik, ekonomik ve siyasi gelişmeler birçok yeni problemin ve buna bağlı olarak uluslararası oluşumun meydana gelmesine neden olmuştur. Bunların içinde en öne çıkanları hiç şüphesiz sermaye hareketlerindeki artış ve finansal dalgalanmalar sonucu meydana gelen finansal krizlerdir. Son yıllarda sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması, gelişmiş ülkelerdeki kar sıkışması ve az gelişmiş ülkelerdeki sermaye darlığı, artan sermaye hareketlerinin en temel nedenleri arasındadır.

Özellikle kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımları aşırı oynak olmaları ve kısa sürede ülkeyi terk edebilme yetenekleri sebebiyle gelişmekte olan ülkelerde makro ekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyerek krizlere dahi sebep olabilmektedirler. Kısa vadeli sermaye hareketleriyle krizler arasında ilişki olduğu bir çok ampirik çalışmada kanıtlandığı için spekülatif sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi ihtiyacı büyük önem arzetmektedir. Bütün bu yaklaşımlar ışığında, çalışmamızın birinci bölümünde uluslararası sermaye hareketleri, nedenleri ve etkileri üzerinde durulacak, ardından literatürde fiyat istikrarı ve finansal istikrara ilişkin yer verilen tespitlere ayrıntılı olarak değinilecektir. Bu bölümde ayrıca fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sebepleri açıklanarak, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir çelişkiden söz edilip edilemeyeceğinden bahsedilecek ve ülkemiz açısından önemi göz önünde bulundurularak, TCMB tarafından politika stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin seçilmesinin, fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki muhtemel riskleri incelenecektir. Son bölümde ise uluslararası sermaye akımlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar çerçevesinde değelerdirilmesinin ardından önerilere yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ TARİHSEL GELİŞİMİ VE TEMEL KAVRAMLAR

Gelişmekte olan ülkeler (GOÜ)'e yönelik uluslararası sermaye hareketleri, 18.yüzyılın son yarısında sanayi devrimi ile ilk tohumları atılan ve izleyen yıllarda ülke sınırları dışındaki ekonomik faaliyetler ile hızla genişleyen bir oluşum göstermiştir. Bu oluşumun arka planında, Avrupa ülkelerinin 18. yüzyılda sömürge ülkelerin ucuz hammadde, işgücü ve pazar olanaklarından yararlanma çabaları ile üretim, haberleşme ve ulaşım teknolojileri alanındaki yeniliklerin üretim ve ticarette hızlı artışlara yol açması yatmaktadır.

20.yüzyılın ilk yarısında yaşanan, I.ve II. Dünya Savaşları, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı içe dönük ekonomi politikalarının oluşumuna neden olmuştur. Sermaye hareketleri, dünya ekonomisinin içe dönük yapısından negatif yönde etkilenmiş ve özellikle Soğuk Savaş ortamında sermaye hareketleri, önce dış yardımlar ve bağışlar, sonrasında krediler şeklinde resmi kurumlar tarafından yönlendirilmiştir.

1973-74 Petrol Krizi ve Bretton Woods Sistemi'nin yıkılışı, dünya ekonomisinde yapısal değişimleri zorunlu kılmış yaşanan petrol krizinin ardından, uluslararası bankacılık sisteminin aracılığı ile petrol üreticisi ülkelerin ellerindeki fon fazlalıkları yeniden dolaşıma sokulmuştur. Bu süreç,1982 dış borç krizlerine kadar devam etmiştir.

GOÜ, makroekonomik dengelerini yeniden inşaa etmek ve ülkeden çıkan sermaye fonlarını ulusal ekonomiye tekrar yönlendirebilmek için Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası (WB) tarafından oluşturulan yapısal uyum programları uygulamışlardır. Bu programlar aracılığıyla ulusal piyasaları, dış ticareti ve finansal piyasaları serbestleştirme yönünde adımlar atmışlardır. GOÜ, sermaye fonlarını ulusal ekonomilerine çekmeye çalışmışlar; sermayeyi yönlendiren yatırımcılar ise Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ)'deki düşük kazançlardan, GOÜ'deki daha yüksek kazançlara yönelmişlerdir. Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ), kurumsal portföy yatırım kuruluşları ve uluslararası bankalar, sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde önemli roller üstlenmişlerdir. Milli ekonomilerin dışa açık hale gelmeleri sonucunda birbirine

bağlı ve dış gelişmelere oldukça duyarlı ekonomik yapılar oluşmuştur.Yoğun olarak sermaye akımları, genelde sermaye girişi olan ülkede toplam talebin artışına yol açmış, toplam talep artışının ekonomi üzerine etkisi ise enflasyon oranlarında yükselme, cari açıkta artış ve reel döviz kurunun değer kazanması şeklinde kendini göstermiştir.

II. Dünya savaşı, yabancı sermaye yatırımları için değişimin başladığı önemli bir döneme işaret etmektedir. Bu döneme kadar daha çok portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen uluslararası sermaye akımları, bu dönemden itibaren uluslararası doğrudan yatırım şeklinde gerçekleşmeye başlamıştır. Sermayenin niteliğindeki bu değişimin temelinde 1950'li yıllardan itibaren uluslararası şirketlerin dünya ekonomisi üzerinde giderek daha fazla söz sahibi olmaları yatmaktadır. 1980'lerden sonra liberal düşünce akımlarının ortaya çıkması ile birlikte dünyada ve gelişmekte olan ülkelerde uluslararası sermayenin önündeki engellerin kaldırılması için gerekli zemin hazırlanmış, gelişmekte olan ülkelerin yatırım ve tasarrufları için iyi bir finansman kaynağı olduğu anlaşılması ile beraber, bu yatırımların ülkelere çekilebilmesi için yasal düzenlemelere hız verilmiş ve teşvik tedbirleri uygulamaya konulmuştur.

Bu gelişmelerle beraber gelişmiş finansal piyasalarda ortaya çıkan serbestleşme, teknoloji ve iletişimde meydana gelen ilerlemeler uluslararası sermaye hareketliliğini büyük oranda arttırmış ve bu akımlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman kaynağı haline gelmiştir.

GOÜ uluslararası sermayeyi kendi ülkesine getirebilmek için yabancı sermaye üzerindeki mevcut kısıtlamaları kısmen kaldırmış ve teşvik tedbirleri uygulamak yoluyla büyümelerinin önündeki en büyük engeli teşkil eden sermaye yetersizliğini uluslararası sermaye akımları yolu ile aşmaya çalışmıştır. GOÜ'lere giren sermaye hareketlerinin, milli ekonomilerin makro ekonomik dengesizliğinden kaynaklanan ihtiyaçlarını gidermesi beklenirken, sermaye akımları daha çok arbitraj kazancı elde etmek isteyen, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür.

Uluslararası sermaye hareketleri ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen, ekonomik büyümenin kaynaklarını araştıran klasik iktisatçılar büyümede emek ve sermayenin önemli olduğu üzerinde durmuş ancak ekonomilerin uzun dönemli büyüme süreçlerini açıklamakta yetersiz kalmışlardır. Solow (1957), büyümenin uzun dönemli analizini ilk yapan iktisatçılardan biri olarak, asıl belirleyicilerin nüfus ve dışşal teknolojik gelişme olduğunu ortaya koymuştur. 80'li yılların sonlarına doğru meydana çıkan içsel büyüme kavramı, öncülüğünü Romer'in (1986) "Increasing Returns and Long Run Growth" adlı çalışmasında içsel büyüme modellerinin öncelikli olarak teknolojik gelişmenin iktisadi sistemin içinde olduğunu ve iktisadi kararlardan etkilendiğini ileri sürmesi ile temelleri

atılan bir kavramdır. İçsel büyüme modellerinde bilgi, AR-GE çalışmaları, beşeri sermaye, teknolojik gelişme gibi geleneksel büyüme modellerindeki dışsal sayılan faktörlerin içselleştirilerek, özellikle gelişmiş ekonomilerin yaşayacağı olası durgunlukların azaltılabileceği varsayımı yapılmaktadır. Lucas'ın (1988) yaptığı içsel büyüme teorisi de, büyümeyi, neoklasiklerin aksine dışarıdan etken olan güçlerin bir ürünü olarak değil, ekonomik sistemin işleyişinin içsel bir sonucu olarak ele almıştır. İçsel büyüme teorileri, uluslararası sermaye akımlarının ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerindeki pozitif etkisini açıklamada diğer büyüme teorilerine göre daha başarılı olmuştur. Geleneksel büyüme teorilerinde uluslararası sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkisi sermaye birikimine yaptığı katkıyla açıklanmaktayken, içsel büyüme teorileri özelikle Uluslararası Doğrudan Yatırım şeklindeki sermayenin ülkelere sadece sermaye getirmediği aynı zamanda yeni teknoloji, yönetimsel beceri ve eğitimli işgücü getirerek ev sahibi ülkede verimliliği arttırmak suretiyle büyüme üzerinde pozitif etki gösterdiğini kabul etmektedir.

1.1. SERMAYE KAVRAMI VE ÖNEMİ

Sermaye kavramının önemi, kalkınma için öneminden ziyade, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin içine saplandıkları borç sarmalından kurtulabilmelerinin güçlüğünden kaynaklanmaktadır. Özellikle kısa vadeli borçların finansmanında bu tür sermaye hareketleri daha fazla önem kazanmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler sahip oldukları borçları devam ettirebilmek için ne kadar çok gayret sarf ediyorlar ve maliyet ödüyorlar ise, borç veren ülkeler de sağladıkları kolay rantın avantajını yitirmemek için aynı şekilde gayret sarf etmektedirler.

Bu gün tüm dünyada gezen sermaye akımları, gittikleri ülkelerde doğrudan yeni yatırımlar yapmaktan ziyade, ilgili ülkelerdeki kısa vadeli sermaye açıklarını finanse etmekte kullanılır hale gelmişlerdir. Dolayısıyla söz konusu sermaye akımları için, gittikleri ülkelerde yeni istihdam alanları oluşturdukları ve o ülkelerin kalkınmalarına olumlu yönde katkı yaptıklarını söyleyebilmek oldukça zor hale gelmektedir.

Diğer yandan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmek için gerekli olan fiziki sermaye ihtiyacı, ülkelerin beşeri ve sosyal sermaye ihtiyaçlarından daha sonra gelmektedir. Bu nedenle ülkelerin öncelik vermeleri gereken konu sosyal ve beşeri sermaye alanındaki açıklarını kapatabilmek için alınması gereken önlemlerin neler olması gerektiğidir.

1.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE ÇEŞİTLERİ

Uluslararası sermaye hareketi, bir ülkede yerleşik kişi ya da kuruluşların başka bir ülkede yerleşik kişi ya da kuruluşlara fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi (transfer etmesi) şeklinde tanımlanır (Yalçıner, 2012:89).
Küreselleşme olarak ifade edilen ve teknolojik gelişmelerinde etkisiyle finans piyasalarını birbirine yaklaştıran bu yeni oluşum ülkelerin ekonomik sınırlarını büyük ölçüde ortadan kaldırarak global bir ekonomi sonucunu ortaya çıkarmıştır. Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen geleneksel sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde bu işlevinden hızla uzaklaşarak, daha çok spekülatif nitelikli para hareketine dönüşmüştür. Yeni dönem sermaye hareketlerini önceki dönem sermaye hareketlerinden farklı kılan bir diğer özellik de; sermaye hareketlerinin kaynakları ve kanallarındaki farklılıktır. Önceki sermaye hareketlerinin çoğunluğu (resmi nitelikliler hariç) özel kesimden kamu kesimine doğru iken 1990'ların sermaye hareketleri genellikle özel kesimden özel kesime doğru yoğunlaşmıştır. Yeni dönem sermaye hareketleri, uzun vadeli finansman kaynağı olan kurumsal yatırımcıların önemini artırmış, kamu sektöründe yoğunlaşan borçlanmanın daha dengeli bir hal alarak özel sektör firmalarına da akışını sağlamıştır. Bu dönemde banka kaynaklı sermaye hareketlerinden , banka dışı kaynaklı sermaye hareketlerine, özellikle de portföy ve direkt sermaye hareketlerine doğru bir gelişmenin olduğu gözlenmiştir. Borçluluk ilişkisi doğuran enstrümanlarda bir azalış, ortaklık ilişkisi doğuran enstrümanlarda ise bir artış meydana gelmiştir. Ülke, bölge veya küresel ölçekte krizlerin yaşandığı yıllarda uluslararası sermayenin seçici davrandığı, yükselen piyasalarda daha iyi cari işlem pozisyonuna sahip ve uluslararası rezervleri daha kuvvetli ülkelere yöneldiği görülmektedir.

1.2.1. Kullananlar İtibariyle: Resmi ve Özel Sermaye Hareketleri

1980'lere kadar uluslararası sermaye hareketleri ağırlıklı olarak hep resmi sermaye hareketlerinden meydana gelmekteydi. Ancak, son yıllarda gün geçtikçe resmi sermaye hareketlerinde nispi bir azalma yaşanırken, özel sermaye hareketlerinde hızlı bir yükselişe şahit olunmaktadır. Bu gelişme doğal olarak devleti küçültme ve ekonomik faaliyetlerden uzaklaştırma amaçlı liberal ekonomi politikalarının etkisi ile oluşmuştur. Ancak, özel sermaye hareketindeki artış ve devletin etkinliğindeki azalma, beraberinde yeni tür sorunlar yaratmış, devletin kontrol mekanizmalarının zayıflaması, dolaşan sermaye miktarının adeta patlamış olması; sermaye hareketlerine, bütün milli

ekonomiler, hatta özel sermaye akımlarının kendisi için dahi tehdit edici bir boyut kazandırmıştır.

Resmi nitelikteki sermaye hareketleri doğrudan hükümetler arasında, hükümet organları arasında meydana gelebilmektedir. Hükümetler arası sermaye hareketlerinde ülkelerin sosyal, ekonomik, politik, kültürel, askeri ve dini faktörleri göz önüne alınırken, hükümet organları arasındaki sermaye hareketlerinde plan ve proje bazında değerlendirmeler yapılmaktadır (Yalçıner, 2012:91). Resmi nitelikteki sermaye hareketlerinin elde edilmesinde ve kullanılmasında kullanıcı açısından çeşitli sınırlamaların var olması, buna karşın uluslararası piyasalardan sağlanan kredilerin kullanımının daha esnek bir yapıya sahip olması, yıllar geçtikçe resmi nitelikteki sermaye hareketlerinin hacmimin daralmasına neden olmuştur.

Özel nitelikli uluslararası sermaye hareketleri, 1980'li yılların sonlarından itibaren gelişme trendi gösteren bir sermaye hareketi türüdür. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik düzenlemeler nedeniyle, hane halkı ve kurum tasarruflarının ülkeler arasında dolaşımı daha serbest bir hale gelmiş ve bu serbesti ortamı özel sermaye hareketlerinin gelişimini hızlandırmıştır. Bu hacim artışında ülkelerarası hisse senedi yatırımları ve uluslararası tahvil ihracı faaliyetleri önemli bir paya sahip olmuştur. Uluslararası özel sermaye hareketlerinin dört farklı formda gerçekleştiği görülmektedir. Bunlar doğrudan yatırım, portföy yatırımı, ticari banka kaynaklı sermaye hareketleri ve diğer özel sermaye hareketleridir (Yalçıner 2012:93).

Tablo 1 GOÜ Özel Sektör (2002-2011) Dönemi Yurtdışından Sağlanan Uzun Vadeli Kredi Borcu

(Milyar ABD Doları - In Billions of US Dollars)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gelişmekte Olan Ülkeler Developing Countries	**398,0**	**436,1**	**465,2**	**530,6**	**682,1**	**898,0**	***1.046,5***	***1.079,2***	***1.176,3***	***1.332,2***
Latin Amerika ve Karayib Ülkeleri Latin America and the Caribean	***178,7***	***175,8***	***163,4***	***167,9***	***195,8***	***242,6***	***274,8***	***283,2***	***332,2***	***436,0***
Arjantin - Argentina	28,6	28,5	23,9	26,4	27,0	30,2	30,5	27,9	25,6	26,8
Brezilya - Brazil	88,3	83,7	73,8	70,9	90,1	120,0	147,1	152,4	188,0	266,1
Kolombiya - Colombia	8,9	10,7	9,0	9,0	8,5	11,1	12,3	13,3	18,6	26,3
Meksika - Mexico	34,3	32,3	33,6	35,2	38,9	45,9	44,8	44,5	49,6	59,5
Şili - Chile	28,7	27,8	26,9	29,2	29,4	33,3	40,5	44,8	51,8	61,5
Venezuela - Venezuela	6,3	6,3	4,5	3,8	4,8	3,0	3,3	3,3	3,1	3,1
Doğu Asya ve Pasifik Ülkeleri East Asia and Pacific	***121,3***	***121,5***	***132,3***	***149,0***	***167,2***	***190,4***	***214,0***	***218,7***	***254,4***	***272,6***
Çin - China	31,8	35,0	42,2	50,8	63,9	82,5	101,9	97,8	111,0	105,6
Endonezya - Indonesia	30,0	29,8	33,5	45,2	46,8	48,5	49,3	54,8	58,8	69,8
Filipinler - Philippines	20,4	19,1	19,3	19,6	18,6	20,9	18,9	17,2	21,5	22,1
Malezya - Malaysia	13,6	14,7	15,2	16,4	20,6	20,0	21,9	25,8	25,1	26,0
Tayland - Thailand	24,5	22,2	21,2	15,7	15,5	16,1	19,1	19,7	21,4	23,3
Güney Asya Ülkeleri South Asia	***21,6***	***50,2***	***53,1***	***58,2***	***75,0***	***99,2***	***110,2***	***122,8***	***131,1***	***146,2***
Hindistan - India	19,1	48,3	51,2	56,8	73,5	97,1	106,1	118,3	127,5	142,6
Pakistan - Pakistan	2,1	1,7	1,6	1,0	0,9	1,2	3,2	3,3	2,6	2,6
Avrupa ve Orta Asya Ülkeleri Europe and Central Asia	***58,1***	***68,5***	***94,5***	***133,4***	***219,2***	***329,4***	***419,7***	***426,7***	***420,7***	***430,8***
Bulgaristan - Bulgaria	1,1	1,8	3,8	5,5	7,5	13,7	25,9	30,1	28,2	21,9
Kazakistan - Kazakhstan	13,0	16,5	25,6	33,1	59,3	82,5	94,8	99,7	105,9	110,3
Romanya - Romania	6,1	8,0	11,5	18,1	23,4	40,0	58,8	68,5	61,5	58,1
TÜRKİYE - TURKEY	31,2	31,3	37,4	55,6	87,6	127,3	146,5	134,3	124,4	125,6
TÜRKİYE - TURKEY (*)	29,1	30,1	36,8	50,7	82,2	122,4	141,6	129,2	119,9	127,2
Ukrayna - Ukraine	2,0	2,8	4,3	7,6	9,6	24,2	39,7	56,6	59,1	59,9

Kaynak : World Bank International Debt Statistics, 2013

(*) Kalkınma Bakanlığı

1.2.2. Kullanım şekli itibariyle: Doğrudan ve dolaylı sermaye hareketleri

Uluslararası sermaye hareketleri kullanım alanına göre ikiye ayrılmaktadır. Yeni bir tesis kurmak için ya da eski bir tesisi satın almak için gelen sermaye, doğrudan sermaye akımı olarak adlandırılmaktadır. Burada dışarıdan gelen sermayenin, ilgili ülke için pozitif etkisi; var olan işletmeleri satın almasından çok, yeni tesisler kurması, ilave katma değer imkânı oluşturması halinde mümkün olabilmektedir. Eğer dışarıdan gelen sermaye, bunların dışında, var olan tesislere menkul kıymetler aracılığı ile mali kaynak

oluşturuyor ise dolaylı sermaye akımı olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu dolaylı yatırımların mevcut milli tesisler için yeni bir sermaye imkânı oluşturduğu doğrudur. Ancak bu tür yatırımların, kısa vadeli olması, piyasanın istikrarı ve uzun vadeli hedefleri için yeterli güvenceyi vermiyor olması nedeniyle ülke için yeni istihdam imkânı ile katma değer oluşturması da olası değildir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, girişimcilerin kendi ülkeleri dışında mal ve hizmet üretmek amacıyla meydana getirdikleri sabit kıymet yatırımlarını ifade edebileceği gibi, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla yabancı ülkeye yapılan sermaye transferi işlemlerini de ifade etmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gelişmekte olan ülkeler için nakdi bir sermaye transferinin yanı sıra, finansman, teknoloji, know-how, eğitim ve pazarlama konularında da büyük imkanlar sağlamaktadır (Yalçıner, 2012:93).

UNCTAD (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı) bir ülkeye giren yabancı doğrudan yatırımları belirlemede kullanılan faktörleri şu şekilde sıralamaktadır;

- **Piyasanın Büyüklüğü:** Piyasanın büyüklüğü (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) GSYİH ya da kişi başına GSYİH ile ölçülmektedir. Bu yaklaşıma göre Yabancı doğrudan yatırımlar büyük ve genişleyen piyasalara sahip ülkelere akmaktadır. Bu piyasalara yapılan yatırımların kar beklentisi de büyük olmaktadır.
- **Dışa Açıklık:** Genelde ihracat ve ithalatın GSYİH' ya oranı ile ölçülür. Ülkenin dışa açıklığı yabancı doğrudan yatırımları çekmede yatırımcılar açısından dikkate alınan bir özelliktir. Özellikle pazara yönelik yatırımlarda ülkede eğer ticareti kısıtlayan uygulamalar varsa yabancı yatırımcılar bu kısıtlamalar maruz kalmamak için doğrudan yatırımı tercih edecektir.
- **İşgücü Maliyeti ve Verimlilik:** Yabancı yatırımcılar yatırıma karar verirken ücretlerin düşük olduğu ve verimliliğin yüksek olduğu yerleri tercih etmektedirler.
- **Politik Risk:** Politik risk, genel olarak savaş, komşu ülkelerle oluşan ilişkiler, ideolojik hareketler, siyasi eylemler, ihtilal veya ayaklanma gibi olaylar nedeniyle verilen kredinin geri ödenmesini zorlaştıracak olaylardan oluşmaktadır. Politik risk her ne kadar olumsuz bir etken gibi gözükse de bazı durumlarda göz ardı edilebilmektedir. Özellikle ülkenin zengin doğal kaynaklara sahip olması ve karlılığın çok yüksek olması durumunda yatırımcılar bu riski göze alabilmektedirler.
- **Altyapı:** Altyapı kavramı karayolları, demiryolları, limanlar ve haberleşme sitemlerinden kurumsal gelişmişliğe (muhasebe, hukuki hizmetler vs) kadar

geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır. Kaliteli ve gelişmiş bir alt yapıya sahip bir ülkenin yabancı yatırımcılar açısından cazip olması beklenmektedir.

- **Büyüme:** Büyüyen bir ekonominin yavaş büyüyen ya da hiç büyümeyen bir ekonomiye göre daha fazla kar imkanlarına sahip olduğu düşünülmektedir.
- **Vergiler:** Vergi oranlarının düşük olması yabancı doğrudan yatırımları çeken önemli bir faktördür (Kurtaran, 2007).

Tablo 2 Doğrudan Yatırımlar (2002-2012)

(Milyar ABD Doları - In Billions of US Dollars)

ÜLKELER - COUNTRIES	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A - Gelişmiş Ekonomiler	445,6	387,5	423,7	621,5	985,9	1.319,9	1.026,5	613,4	696,4	820,0	560,7
A - Advanced Economies											
I - AB-15 - EU-15	287,6	265,5	186,8	451,5	518,2	783,3	480,0	327,8	346,1	402,1	219,7
Almanya-Germany	53,5	32,4	-10,2	47,4	55,6	80,2	8,1	22,5	57,4	48,9	6,6
Avusturya- Austria	0,1	6,2	3,2	10,8	7,9	31,2	6,9	9,3	0,8	11,4	6,3
Belçika-Belgium	16,3	33,5	43,6	34,4	58,9	93,4	194,0	61,0	85,7	103,3	-1,6
Danimarka-Denmark	6,6	2,7	-10,4	12,9	2,7	11,8	1,8	3,9	-11,5	12,7	2,9
Finlandiya-Finland	8,0	3,3	2,8	4,8	7,7	12,5	-1,1	0,7	7,4	2,7	-1,8
Fransa-France	49,0	42,5	32,6	84,9	71,8	96,2	64,2	24,2	33,6	38,5	25,1
Hollanda-Netherlands	25,0	32,8	12,5	39,0	14,0	119,4	4,5	38,6	-7,4	17,2	-0,2
İngiltere-UK	25,2	27,4	57,1	177,9	156,2	200,0	89,0	76,3	50,6	51,1	62,4
İrlanda-Ireland	29,3	22,8	-10,6	-31,7	-5,5	24,7	-16,5	25,7	42,8	11,5	29,3
İspanya-Spain	39,2	25,8	24,8	25,0	30,8	64,3	77,0	10,4	39,9	26,8	27,7
İsveç-Sweden	12,3	5,4	12,2	11,6	27,5	28,8	36,9	10,0	-0,1	9,2	13,7
İtalya-Italy	17,1	19,4	20,1	23,3	42,6	43,8	-10,8	20,1	9,2	34,3	9,6
Lüksemburg-Luxembourg(1)	4,1	2,9	5,2	6,6	31,8	-28,3	16,9	19,9	34,8	22,2	27,9
Portekiz-Portugal	1,8	7,1	1,9	3,9	10,9	3,1	4,7	2,7	2,6	11,1	8,9
Yunanistan-Greece	0,1	1,3	2,1	0,6	5,4	2,1	4,5	2,4	0,3	1,1	2,9
II - Diğer Gelişmiş Avrupa Ekonomileri	24,0	28,5	16,5	24,4	75,5	68,9	43,5	53,6	61,2	38,6	32,9
Other Advanced European Economies											
Çek Cumh.-Czech Rep.	8,5	2,1	5,0	11,7	5,5	10,4	6,5	2,9	6,1	2,3	10,6
Estonya - Estonia	0,3	0,9	1,0	2,9	1,8	2,7	1,7	1,8	1,6	0,3	1,5
GKRY - GCASC(2)	1,0	0,9	1,1	1,2	1,8	2,2	1,4	3,5	0,8	1,4	0,8
İzlanda-Iceland	0,1	0,3	0,7	3,1	3,8	6,8	0,9	0,1	0,2	1,1	0,5
İsviçre-Switzerland	6,3	16,5	0,9	-1,0	43,7	32,4	15,1	28,9	32,5	11,8	3,6
Malta - Malta	-0,4	1,0	0,4	0,7	1,8	0,8	0,8	0,4	1,0	0,4	0,2
Norveç-Norway	0,8	3,5	2,5	2,2	10,5	8,0	10,3	16,6	16,8	18,2	12,8
Slovakya - Slovakia	5,9	3,0	4,0	3,1	5,8	4,0	4,9	0,0	1,8	2,1	2,8
Slovenya - Slovenia	1,6	0,3	0,8	0,6	0,6	1,5	1,9	-0,7	0,4	1,0	0,1
III - Diğer Gelişmiş Ekonomiler	123,7	81,9	191,0	115,3	342,7	412,7	454,6	208,7	266,9	347,3	285,0
Other Advanced Economies											
ABD-USA	74,5	53,1	135,8	104,8	237,1	216,0	306,4	143,6	197,9	226,9	167,6
Avustralya-Australia	15,0	9,4	42,5	-24,2	31,0	45,5	47,0	26,7	35,2	65,3	57,0
İsrail-Israel	1,6	3,3	2,9	4,8	15,3	8,8	10,9	4,6	5,5	11,1	10,4
Japonya-Japan	9,2	6,3	7,8	2,8	-6,5	22,5	24,4	11,9	-1,3	-1,8	1,7
Kanada-Canada	22,2	7,5	-0,4	25,7	60,3	116,8	61,6	22,7	29,1	41,4	45,4
Yeni Zelanda-New Zealand	1,2	2,2	2,4	1,5	5,4	3,1	4,3	-0,8	0,4	4,3	2,9
IV - Yeni Sanayileşmiş Asya Ekonomileri	16,7	39,6	57,8	67,0	98,1	125,8	95,9	91,0	148,9	160,3	144,3
Other Industrialized Asian Economies											
G. Kore- S. Korea	2,4	3,5	9,2	6,3	9,0	9,0	11,2	9,0	10,1	10,2	9,9
Hong Kong-Hong Kong	6,7	18,6	22,2	41,0	44,9	62,1	67,0	54,3	82,7	96,1	74,6
Singapur-Singapore	6,2	17,1	24,4	18,1	36,7	47,0	12,2	24,9	53,6	55,9	56,7
Tayvan-Taiwan Province of China	1,4	0,5	1,9	1,6	7,4	7,8	5,4	2,8	2,5	-2,0	3,2
B - Yükselen ve Gelişmekte Olan Ekonomiler	169,2	193,8	280,3	334,5	432,1	589,4	668,4	530,3	637,1	735,2	702,8
B - Emerging and Developing Economies											
I - AB Ülkeleri(3)	11,7	13,4	29,7	32,3	52,7	58,9	55,1	26,5	22,5	33,4	23,9
EU Countries(3)											
Bulgaristan-Bulgaria	0,9	2,1	3,4	3,9	7,8	12,4	9,9	3,4	1,5	1,8	1,9
Hırvatistan-Croatia	1,1	2,0	1,2	1,8	3,5	5,0	6,2	3,3	0,4	1,5	1,3
Letonya - Latvia	0,7	0,2	0,8	1,0	1,8	2,0	2,0	0,0	0,8	1,4	0,8
Litvanya - Lithuania	0,7	0,2	0,8	1,0	1,8	2,0	2,0	0,0	0,8	1,4	0,8
Macaristan - Hungary	3,0	2,1	4,3	7,7	6,8	4,0	6,3	2,0	2,2	5,8	13,5
Polonya - Poland	4,1	4,6	12,9	10,3	19,6	23,6	14,8	12,9	13,9	18,9	3,4
Romanya-Romania	1,1	2,2	6,4	6,5	11,4	9,9	13,9	4,8	2,9	2,5	2,2
II - AB Adayı Ülkeler	2,2	3,7	4,0	11,9	23,7	27,0	25,7	11,8	9,4	17,4	13,7
EU Accession Countries											
Makedonya-Macedonia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
TÜRKİYE-TURKEY	1,1	1,7	2,8	10,0	20,2	22,0	19,8	8,7	9,0	16,0	12,4

Kaynak : World Bank International Debt Statistics, 2013

1.2.3. Portföy Yatırımları Biçimindeki Sermaye Hareketleri

Portföy yatırımı yabancı bir ülkedeki yatırımı ifade etmekte olup, direkt işletme kurma veya işletmeye katılma yerine, çeşitli menkul kıymetler biçiminde ihraç edilen araçlar yoluyla fonların kullanılmasını ifade etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının geliştirilmesi suretiyle bu piyasalara yapılacak olan portföy yatırımlarının ülkelerin finansal sorunlarının çözümüne yardımcı olacağı görüşünün özellikle uluslararası mali kuruluşlar tarafından gelişmekte olan ülkelere telkin edilmesi ve yaşanan borç krizleri sonrası bankaların gelişmekte olan ülkelere kredi kullandırmada daha temkinli davranmaları, ülkelerin portföy sermaye hareketleri için gerekli alt yapıyı oluşturmaları konusunda etkili olmuştur (Yalçıner, 2012:94).

Yeni dönem finansman alternatifinin arkasında sanayileşmiş ülkelerde önemli boyutlara ulaşmış sigorta şirketi ve emekli sandığı fonları için yeni yatırım alanları yaratılması ve bu fonların portföylerinin gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleri ile çeşitlendirilebilmesi düşüncesinin payı büyük olmuştur. Bu nedenle hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler öncelikle sermaye akımlarını serbestleştirici düzenlemeler yapmışlar, daha sonra sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli yasal düzenlemeleri uygulamaya koymuşlardır. Portföy yatırımları genel olarak, ortaklık hakkı veren araçlar ve alacak hakkı veren araçlar şeklinde iki grup halinde incelenebilir (Masood ve Sudarshan, 1993).

1.2.3.1. Ortaklık Hakkı Veren Araçların Meydana Getirdiği Uluslararası Sermaye Hareketleri

Ortaklık hakkı veren araçlarla, diğer bir ifade ile hisse senedi ve çeşitli türevleriyle yaratılan sermaye hareketi çok farklı yapılarda meydana gelebilmektedir. Hisse senetlerinin meydana getirdiği sermaye hareketleri, hisse senetlerinin yabancı yatırımcılarca ev sahibi piyasalardan direkt satın alınması, ülke fonları, depo sertifikaları ve uluslararası piyasalara direkt hisse senedi ihracı şeklinde gerçekleşebilir (Claessens, 1995:3).

Bunlardan en belirgin olanı, hisse senetlerinin yabancılarca ev sahibi piyasalardan doğrudan satın alınması işlemidir. Gerek bireysel ve gerekse kurumsal yatırımcıların ev sahibi ülkenin hisse senedi piyasasından hisse senedi satın alması, özellikle yabancı

yatırımcılara uygulanan piyasalara giriş ve işlem yapma sınırlamalarının kaldırılması ile önemli bir artış göstermiştir.

Tablo 3 Dünya Borsaları Piyasa Değeri (2013)

Borsaların Piyasa Değeri (2013)					
		Ülke	Piyasa Değeri (Milyar $)	Piyasa Değeri Payı	Piyasa Değeri/ GSYH
1	New York Borsası	ABD	17,950	27.8%	107%
2	Nasdaq OMX	ABD	6,085	9.4%	36%
3	Tokyo Borsası	Japonya	4,543	7.0%	93%
4	Londra Borsası Grubu	İngiltere, İtalya	4,429	6.8%	96%
5	NYSE Euronext (Avrupa)	Hollanda, Belçika, Fransa, Portekiz	3,584	5.5%	84%
6	Hong Kong Borsası	Hong Kong	3,101	4.8%	1133%
7	Şanghay Borsası	Çin	2,497	3.9%	27%
8	TMX Grubu	Kanada	2,114	3.3%	116%
9	Deutsche Börse	Almanya	1,936	3.0%	53%
10	İsviçre Borsası	İsviçre	1,541	2.4%	237%
36	**Borsa İstanbul**	**Türkiye**	**196**	**0.3%**	**24%**
	Toplam*		**64,751**	**100.0%**	**95%**
	Amerika		28,299	43.7%	121%
	Asya-Pasifik		18,415	28.4%	84%
	Avrupa-Afrika-Orta Doğu		18,038	27.9%	78%

Kaynak : WFE,IMF,TUİK

Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchanges-WFE), borsaları "Amerika, Asya-Pasifik ve Avrupa-Afrika-Ortadoğu" şeklinde 3 farklı bölgesel sınıflandırmaya ayırmıştır. Buna göre, ABD, Kanada ve Güney Amerika ülkelerinin yer aldığı 10 Amerika borsası, toplam piyasa değerinde %44 paya sahiptir. Asya ve Pasifik bölgesindeki 17 borsanın toplamdaki payı %29 iken, Avrupa, Afrika ve Ortadoğu bölgesindeki 28 borsanın payı ise %28'dir.

Borsa İstanbul'daki şirketlerin piyasa değeri, 2013 yılında 196 milyar $ olarak gerçekleşmiştir. Dünya borsaları arasında Borsa İstanbul 2013 yılında 36. Sıradadır.

Borsaların piyasa değerinin, bu borsaların yer aldığı ülkelerdeki milli gelire oranı, hisse senedi piyasasının ülke ekonomisindeki yerini göstermektedir. 2013'te WFE'ye üye borsaların toplam piyasa değerinin ilgili ülkelerdeki toplam GSYİH'ya oranı %95'tir. Bu karşılaştırmada, milli gelirinin 12 katı piyasa büyüklüğüne sahip olan Hong Kong dikkat çekmektedir. Borsa İstanbul'un piyasa değeri, Türkiye milli gelirinin sadece dörtte birine denk gelmektedir. Bölgesel sınıflandırmada ise Amerika kıtası %121 oran ile ilk sıradadır.

Tablo 4 Pay Senedi İşlem Hacmi (2013)

Pay Senedi İşlem Hacmi (2013)		İşlem Hacmi (Milyar $)	İşlem Hacmi Payı	Hacim/Piyasa Değeri
1	Nasdaq OMX	26,644	34.2%	438%
2	New York Borsası	15,309	19.6%	85%
3	Tokyo Borsası	6,496	8.3%	143%
4	Şenzhen Borsası	3,939	5.0%	271%
5	Şanghay Borsası	3,800	4.9%	152%
6	Londra Borsası Grubu	3,732	4.8%	84%
7	NYSE Euronext (Avrupa)	3,123	4.0%	87%
8	Deutsche Börse	1,500	1.9%	77%
9	Hong Kong Borsası	1,447	1.9%	47%
10	Kore Borsası	1,361	1.7%	110%
21	**Borsa İstanbul**	**375**	**0.5%**	**191%**
	Toplam	**78,014**	**100.0%**	**120%**
	Amerika	44,281	57%	156%
	Asya-Pasifik	20,506	26%	111%
	Avrupa-Afrika-Orta doğu	13,228	17%	73%

Kaynak: WFE

Pay senedi işlem hacminin toplam piyasa değerine oranı, piyasanın likiditesine ilişkin bir gösterge olarak kullanılabilmektedir. Pay senedi devir hızını ifade eden bu oranın yüksek olması likit bir piyasaya işaret ederken, aynı zamanda bu borsadaki yatırımcıların portföylerini daha kısa vadeli olarak değerlendirdiklerini göstermektedir. Bu anlamda, daha önceki yıllarda olduğu gibi en likit piyasanın %438 devir hızı ile Nasdaq olduğu görülmektedir. Onu takip eden Şenzhen Borsasında ise devir hızı %271'dir. %191 devir hızıyla Borsa İstanbul üçüncü sırada yer almaktadır.

Ülke fonları, yabancı yatırımcıların direkt ülke piyasalarından hisse senedi satın almasının taşıdığı çeşitli riskleri ve ilave maliyetleri bertaraf etmektedir. Şirket mali tabloları hakkında bilgi edinememe riski, sermaye ve temettü kazacının ülkeye transferinde var olan risk unsurları ve yüksek işlem masrafları ülke fonlarına yatırım ile ortadan kaldırılabilmektedir (Yalçıner, 2012:95).

Uluslararası piyasalara hisse senedi ihracı ise hisse senetlerinin yabancı kişi ya da kuruluşlara satılmasını ifade etmektedir. Uluslararası piyasalara ihraç edilen hisse senetleri bir veya birkaç borsaya kote ettirilmek suretiyle varlıkların likidite derecesi arttırılmakta ve daha fazla tasarruf sahibine hitap edebilme imkanı yaratılmaktadır.

Uluslararası piyasalara hisse senedi ihraç etmenin bir diğer yolu ise (American Depository Receipt) ADR ve (Global Depository Receipt) GDR olarak adlandırılan ve hisse senetlerini temsil eden depo sertifikalarının yabancı piyasalarda satılması işlemidir. Hisse senetlerinin depo sertifikaları yoluyla yabancı ülke piyasalarına kayıt ettirerek işlem görmesi, firmanın daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmasını sağlamakta ve depo sertifikaları temsil ettikleri hisse senetlerine göre daha likit bir varlık olabilmektedir. Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi büyük kurumsal yatırımcılar yabancı hisse senetlerini portföylerine alma konusunda çok tutucu davranmalarına rağmen SEC tarafından kayıt edilen depo sertifikalarını portföylerine kolaylıkla alabilmektedirler.

1.2.3.2. Alacak Hakkı Veren Araçların Meydana Getirdiği Uluslararası Sermaye Hareketleri

Uluslararası piyasalara ihraç edilen tahviller, finansman bonoları ve mevduat sertifikaları uluslararası sermaye hareketi doğuran alacak hakkı veren enstrümanlardır. Portföy yatırımı şeklindeki uluslararası sermaye hareketleri genellikle yabancı hisse senedi yatırımları ile ilişkilendirilse de, son yıllarda hazine bonosu ve devlet tahvilinin de portföy yatırımları kapsamında önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir.

Uluslararası piyasalardan kaynak kullanmanın en yaygın şekillerinden birisi uluslararası piyasalara tahvil ihracıdır. Uluslararası piyasalara tahvil ihracı bir yönüyle gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik göstergelerindeki iyileşmelere ve kredi değerliliklerine diğer yönüyle de uluslararası piyasalarda var olan vade yapısına ve borçlanma maliyetlerine bağlı olmaktadır. Hükümetlerin borçlanma maliyetini düşürmek ve ödemeler dengesi açıklarını kapatmak amacıyla piyasalara yabancı yatırımcıların girişlerini kolaylaştırıcı düzenlemeler yapmaları, uluslararası piyasalarda tahvil ve bonolara olan talebin artmasında etkili olmuştur. Hazine bonosu ve devlet tahvillerinin likidite derecesinin yüksekliği ve risksiz varlık olarak kabul edilmeleri bu yatırım araçlarını portföy yatırımları için vazgeçilmez bir menkul kıymet haline getirmiştir. İhraç edilen tahviller farklı risk düzeylerine sahip tahvillerdir. Yatırım yapılabilir, riski düşük tahvillerin yanı sıra riski yüksek tahvillerde uluslararası piyasalarda işlem görme şansına sahip olmuşlardır (Yalçıner 2012:97).

Tablo 5 Dünya Borsaları Sabit Getirili Menkul Kıymet İşlemleri (2013) (Milyar ABD Doları)

Sabit Getirili Menkul Kıymet İşlemleri (2013)		Tahvil Hacmi	Kote Tahvil Sayısı			
		Milyar $	Toplam	Kamu	Özel	Yabancı
1	BME İspanya Borsası	8,808	3,824	437	3,367	20
2	Londra Borsası Grubu	4,110	21,486	226	12,891	8,369
3	Nasdaq OMX (Avrupa)	2,624	7,086	433	5,375	1,278
4	Johannesburg Borsası	1,968	1,539	172	1,291	76
5	Kore Borsası	1,253	11,249	5,020	6,229	0
6	Kolombiya Borsası	910	720	219	492	9
7	Norveç Borsası	655	1,569	60	1,490	19
8	**Borsa İstanbul**	**459**	**379**	**54**	**299**	**26**
9	Moskova Borsası	423	1,104	140	931	33
10	Tel Aviv Borsası	293	747	33	714	0
	Toplam	**22,715**	**151,046**	**16,199**	**63,199**	**71,648**
	Amerika	1,143	4,177	812	3,354	11
	Asya-Pasifik	1,923	27,254	11,037	16,188	29
	Avrupa-Afrika-Ortadoğu	19,649	119,615	4,350	43,657	71,608

Kaynak: WFE

Tahvil ihracını içeren uluslararası sermaye hareketleri ise, tahvil piyasalarında, yabancı ihraççıların tahvilini piyasaya çıkarttığı, diğer bir ülkenin para birimi ile yabancı piyasalara sunduğu, yabancı tahvil ve tahvil ihracı yapan ülkenin kendi para birimi dışındaki bir döviz cinsinden ve uluslararası bir konsorsiyum aracılığı ile bir banka ve/veya sendikasyon tarafından birden çok ülkede eş zamanlı olarak ihraç edilen, genellikle hamiline kayıtlı euro tahvil araçları şeklinde olmaktadır. Uluslararası tahvil piyasalarında tahvil ihraç eden yani borçlanan şirketler kendi ülkesi dışında tahvillerini satışa çıkarttığı için, tahvilini ihraç ettiği ülkedeki yabancı paralarla daha düşük maliyetle ve ihtiyacı olduğu para biriminde finansman sağlamış olmaktadır. Bunun yanında şirketler uluslararası piyasalara tahvil ihracı yaparak yurt dışında tanınma ve yurtiçine oranla daha likit piyasalarda işlem yapabilme imkanı da elde etmektedirler. Yabancı tahvil ve euro tahviller arasında benzerlik ve farklılıklara bakacak olursak; yabancı tahvil piyasasında yasal düzenlemeler daha etkinken, euro tahvil piyasası yabancı tahvile oranla daha çok gelişmiş bir yapıya sahiptir. Yabancı tahvillerin, çıkartıldığı ülkenin yasal düzenlemelerine uygun olarak ihraç edildikten sonra ikincil piyasalarda işlem görmeye başlar ve likidite kazanırlar. Yabancı tahviller çıkarıldığı

ülkelere göre isim alabilirler. Örneğin, ABD piyasasında, "Yankee", İngiliz piyasasında, "Buldog", İspanya da ise "Matador" adlarını alabilmektedirler.

Euro tahviller ise yabancı tahvillerden bazı farklılıklar göstermektedirler. Tahvilin ihraç edildiği ülke dışındaki bir para birimiyle ihraç yapıldığını ifade eden euro tahvillerin taşıyana kayıtlı bir biçimde olması, ulusal yasal düzenlemelerin dışında olmaları, ulusal faiz sınırına tabi olmamaları ve faiz gelirlerinden vergi alınmaması, borsalara kayıt zorunluluğunun bulunmaması gibi özellikleri euro tahvil piyasalarının tahvil piyasaları arasında en gelişmiş ve yaygın olmasını sağlamıştır. Euro tahvil piyasalarının hükümet kısıtlamalarının dışında kalması ve vergilendirilmemesi bu piyasaları ödünç alıcı ve ödünç vericiler açısından avantajlı kılmaktadır. Kredi değerliliği yüksek firmalar tarafından kısa vadeli finansman sağlamak amacıyla yabancı bir para biriminde uluslararası piyasalara ihraç edilen finansman bonoları ve uluslararası piyasada bir bankaya dolar cinsinden mevduat hesabı açtırılması veya tasarruf hesabına belirli bir miktar paranın yatırıldığını gösteren, devredilebilir nitelikte olan mevduat sertifikasının satın alınması işlemleri de, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini arttıran, alacak hakkı veren enstrümanlar olmuştur.

1.2.4. Diğer Uluslararası Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketi yaratan diğer araçlarda ticari banka kredileri ve sendikasyon kredileridir. Uluslararası finansal piyasaların büyümesi ile banka kredilerinin hacminde bir artış yaşanmıştır. Petrol fiyatlarındaki yükseliş ve ekonomik durgunluk sonucu gelişmekte olan ülkeler finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ticari bankaların en önemli müşterileri olmuşlardır.

Hükümetlerin yanı sıra özel sektör firmaları da ticari bankalardan elde ettikleri krediler, ile projelerini finanse etmişlerdir. Ülkelerarası kredi işlemlerinde ülke ve firma risklerinin bazen önemli boyutlara ulaşması ve riskin bir tek banka tarafından karşılanmasının mümkün olmaması sendikasyon kredilerini gündeme getirmiş ve bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar sayesinde ihtiyacı olan ülkelere büyük miktarda kredi imkanı sağlanmıştır (Yalçıner, 2012:98).

Geçmişin ticari banka kaynaklı finansman biçimi, günümüzde yerini portföy yatırımları ağırlıklı finansman biçimine terk etmiştir.

1.2.5. Vadelerine Göre Uluslararası Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir başka özelliği, vade farklılığında göze çarpmaktadır. Bu bağlamda bir yıla kadar vadeli sermaye hareketlerini kısa vadeli, bir yıldan uzun vadeli olanları ise uzun vadeli olarak ele almak mümkündür. Sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketleri, yüksek reel faiz geliri ve spekülatif kar elde edebilmek için çoğunlukla iç borç senetlerine ve menkul kıymetlere yatırım yapma saiki ile hareket etmektedir.

Spekülatif amaçlı ve yüksek faiz beklentisinde olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin hem gelişleri, hem de çıkışları misafir olduğu ülke açısından da sermayenin anavatanı ülke açısından da önemli risk potansiyeli taşıyan iktisadi faaliyetlerdendir.

Tablo 6 GOÜ Kısa Vadeli Borç Stoku (2002-2011)

(Milyar ABD Doları - In Billions of US Dollars)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gelişmekte Olan Ülkeler Developing Countries	**290,5**	**338,1**	**402,6**	**463,9**	**538,1**	**671,3**	**681,5**	**724,9**	**967,8**	***1.143,7***
Latin Amerika ve Karayib Ülkeleri Latin America and the Caribean	***87,0***	***94,0***	***99,1***	***111,1***	***106,1***	***129,8***	***132,1***	***123,8***	***161,9***	***157,9***
Arjantin - Argentina	14,8	22,3	26,5	34,8	28,3	19,3	20,0	19,8	13,9	16,7
Brezilya - Brazil	23,4	24,6	25,3	24,0	20,3	39,2	36,7	39,8	65,5	42,1
Kolombiya - Colombia	3,7	3,6	5,1	6,2	4,8	5,2	5,6	4,0	8,2	10,8
Meksika - Mexico	23,9	22,9	20,3	22,2	26,3	27,4	28,4	27,6	39,0	51,3
Şili - Chile	5,8	7,0	7,5	7,1	11,5	13,6	14,4	14,6	14,9	17,2
Venezuela - Venezuela	7,2	7,1	7,8	10,1	11,5	18,1	19,9	17,4	16,8	16,7
Doğu Asya ve Pasifik Ülkeleri East Asia and Pacific	***110,9***	***136,0***	***169,3***	***198,8***	***224,0***	***277,1***	***263,8***	***328,9***	***477,9***	***623,0***
Çin - China	65,7	88,1	115,8	148,3	173,4	203,7	187,2	240,5	347,5	476,9
Endonezya - Indonesia	17,6	19,5	22,0	11,0	12,2	18,7	20,5	24,0	33,0	38,2
Filipinler - Philippines	5,6	6,2	5,0	6,4	5,0	7,1	7,0	4,0	6,3	7,0
Malezya - Malaysia	8,4	8,6	11,4	13,2	11,8	23,1	22,8	23,7	35,1	43,7
Tayland - Thailand	11,9	11,0	11,5	16,0	17,8	18,3	20,5	29,7	46,9	45,0
Güney Asya Ülkeleri South Asia	***7,0***	***8,9***	***9,5***	***11,8***	***28,7***	***41,6***	***49,5***	***52,1***	***63,9***	***86,5***
Hindistan - India	4,1	6,3	6,9	8,8	25,1	36,1	43,8	46,6	56,4	78,1
Pakistan - Pakistan	1,5	1,2	1,2	1,2	1,3	2,2	1,4	1,5	2,3	2,5
Avrupa ve Orta Asya Ülkeleri Europe and Central Asia	***36,1***	***46,8***	***60,7***	***79,7***	***104,4***	***138,2***	***149,8***	***142,3***	***179,4***	***193,6***
Bulgaristan - Bulgaria	1,8	2,7	3,3	4,4	8,0	14,0	18,3	18,6	15,4	12,9
Kazakistan - Kazakhstan	1,8	2,8	3,9	8,2	10,9	11,6	9,5	9,3	8,9	8,9
Romanya - Romania	1,3	2,5	4,4	7,4	16,6	29,3	28,7	22,5	26,1	29,8
Rusya - Russian Federation	16,3	30,5	26,4	27,1	40,6	100,3	74,2	53,1	60,3	69,9
TÜRKİYE - TURKEY	16,4	23,0	30,9	38,3	42,6	43,1	53,1	49,7	78,1	83,8
Ukrayna - Ukraine	8,8	9,0	10,4	12,1	15,4	22,9	20,6	19,9	27,3	32,7

Kaynak : World Bank International Debt Statistics, 2013

1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ

1973 yılı meydana gelen Petrol Krizi sebebiyle petrol fiyatlarında yaşanan hızlı artış, petrol ithal eden az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bu dönemde dış açık vermeye başlamalarına, dolayısıyla eş zamanlı olarak petrol ihraç eden ülkelerin ve onların Yabancı Para cinsi varlıklarını kasalarında tutan gelişmiş ülkelerin de, ciddi miktarlarda dış fazla vermeye başladıkları bir dönemin yaşanmasına neden olmuştur. Dolayısıyla eş zamanlı olarak ülke bazında döviz arz ve talebindeki dengesizliklerin ortaya çıkması, dünyada borçluluk sorununun başlangıcı olmuştur.

Günümüzde ise borç stokundaki artışın kaynağı petrolle sınırlı kalmamakta, dışa bağımlı ekonomik yapıların üretim yetersizliği diğer yandan aşırı talep baskısı nedeniyle dış ticaret açığındaki artışlar, mevcut borçların, sürdürülebilmesi için alınan yeni borçlar ve bunların faiz giderleri, günümüzde uluslararası sermayeye ihtiyaç duyulmasının temel nedenlerini oluşturmaktadır.

Bir tarafta sermaye fazlası olan ülkelerin dışarı borç verme arzusu, öte yanda sermaye açığı olan ülkelerin borç alma ihtiyacı, dünya'da uluslararası sermaye piyasalarının gelişiminde son derece önemli bir etkendir. Ancak bu noktada şu gerçeği de göz ardı etmemek gerekmektedir.

Döviz açığı olan ülkeler için dışarıdan sermaye bulmak ne kadar gerekli ise sermaye fazlası verenler için de söz konusu sermaye fazlasını dışarı ithal etmek o derece zorunlu bir ihtiyaçtır.

Sermayenin belli başlı ülkelerde yoğunlaşması, sermayenin sözkonusu ülkelerdeki verimliliğinin ve karlılığının düşmesine yol açmıştır ki bu da dünyadaki uluslararası sermaye akımlarının bir başka temel nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü sermayenin, yoğun olduğu ülkelerde karlı yatırım yapma imkânı azalmakta ve buna bağlı faiz getirisi de düşmektedir. Bu nedenle ilgili ülkeler, karlılığı azalan sermayelerini özellikle gelişmekte olan ülkelerde değerlendirmeye çalışmaktadırlar.

Özellikle son 50 yıl içinde iletişim teknolojilerinin kullanımının bütün dünyada yaygınlaşması ve doğal olarak ucuzlaması her türlü iktisadi hareketliliğin artmasında önemli bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır (Berikol, 2008: 5).

1950'li yıllarda sermaye akımlarının nedenleri, iki ülke getiri oranları arasındaki farklılıklardan ve dış ticaret dengelerinden hareketle oluşturulan teorilerle açıklanırken, günümüzde yatırımcının risk ve getiri kompozisyonuna göre portföyünü çeşitlendirmesi ihtiyacına dayanan modern portföy teorisi ile açıklanmaya çalışılmaktadır.

Klasik teori olarak bilinen akım teorisi, döviz kurları dahil diğer şeyler sabit kalırken, iki ülke arasında meydana gelen sermaye hareketini açıklamaya çalışmaktadır. İç faiz oranlarındaki bir artış veya yabancı faiz oranlarındaki bir düşüş, ülkeye olan yabancı sermaye akımlarında bir artışa tersi durum ise sermaye çıkışına neden olabilmektedir (Geoffrey vd., 1994).

Sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklayan modern portföy teorisine göre, belirli bir risk seviyesinde, arzu edilen bir getirinin elde edilmesi portföy oluşturmakla sağlanabilir. Doğal olarak birden fazla menkul kıymetten oluşan bir portföyün riski, tek bir menkul kıymetin riskine göre daha düşüktür. Portföye ilave edilen her bir hisse senedi portföy riskini düşürmekte fakat, belirli bir noktadan sonra portföye ilave hisse senetleri portföyün riskinin düşmesine katkı sağlayamamaktadır. Çünkü, çeşitlendirme ile sadece sistematik olmayan risk yok edilebilmektedir. Aynı ekonomik ortamda faaliyet gösterilmesinden kaynaklanan sistematik risk ise yok edilememektedir. Sistematik riskinde yok edilebilmesi uluslararası çeşitlendirmeye bağlıdır. Çünkü farklı ülkelerden hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, aynı ülkedeki hisse senetleri arasındaki ilişkiden daha düşüktür. Aynı ekonomik yapı içerisinde işlem gören menkul kıymetlerden oluşturulan portföylerin sistematik riskinin çeşitlendirme ile yokedilememesi, farklı ülke menkul kıymetlerinin portföye ilave edilmesini zorunlu kılmaktadır (Yalçıner, 2012:99).

Sanayileşmiş ülke sermaye piyasalarının birbirleriyle yüksek derecede entegre olması, sanayileşmiş ülke hisse senetleriyle çeşitlendirme imkanlarını sınırlandırırken, gelişmekte olan ülke menkul kıymetleriyle çeşitlendirme yapmak fırsatını doğurmaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere doğru olan yoğun portföy sermaye hareketlerinin sebebi, çeşitlendirme yoluyla riski düşürme mantığı ile açıklanmaya çalışılmaktadır.

1.3.1. Sermaye Hareketinin Yöneldiği Ülkeden Kaynaklanan Faktörler

Kaynak fazlasına sahip ülkelerdeki yatırım araçlarının getiri oranlarının düşmesi ve ekonomik büyümenin yavaşlaması, yüksek getiri elde etme arayışı içerisindeki sermayenin diğer ülkelere yönelmesinde etkili faktörler olmakla beraber, uluslararası sermayenin yöneldiği ülkelerdeki çeşitli faktörlerde meydana gelen değişmeler de bu hareketlilikte etkili olmaktadır (Schadler, 1994:21).

Sermaye hareketlerine konu olan ülkelerin kaynak ihtiyacı, ekonomik ve sosyal yapılarında meydana gelen gelişmeler, hızlı büyüme performansları, piyasalarda işlem

gören yatırım araçlarının yüksek getiri imkanları ve yabancıların piyasalarda yatırım yapmasını engelleyen sınırlamaların tamamen veya kısmen ortadan kaldırılması, uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde çekici faktörler olmuştur. Bütün bu faktörler gönüllü sermaye hareketini ülkeye çekmede etkili olmaktadır (Claessens, 1995:4).

1.3.1.1. Ülkelerin kaynak ihtiyaçları

Ülkelerin milli gelir ve tasarruf oranlarının düşük olması, kalkınmaları için gerekli olan kaynağı yurtdışından elde etmelerini zorunlu kılmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin tasarruf yetersizliği ve döviz yetersizliği (ödemeler bilançosu açığı) ülkelerin kalkınma programlarının yürütülebilmesi için uluslararası piyasalardan kaynak sağlanmasını zorunlu kılmaktadır.

Bireylerin elde ettikleri gelirlerin, harcamalarından fazla olması durumunda, tasarruf edilen kısım çeşitli yatırım araçları vasıtasıyla tekrar ekonomiye aktarılmaktadır. Eğer ülkede tasarruf yetersizliği varsa, ekonomik kalkınma için gerekli finansman için yurtdışı kaynaklara ihtiyaç duyulacaktır.

Uluslararası kaynaklara başvurmayı gerektiren bir diğer unsur ise döviz yetersizliğidir. Ülkeler ihtiyaç duydukları mal ve hizmetlerin tamamını sahip oldukları üretim kaynakları ile üretemedikleri durumda bir kısım mal ve hizmetleri zorunlu olarak döviz karşılığı yurt dışından satın almak zorunda kalmaktadır. Cari işlem dengesi fazla veren ülkeler açısından bir sorun yoktur. Ancak bu durum cari dengesi açık veren ülkeler açısından büyük sorun teşkil etmektedir (Yalçıner, 2012:101).

Bir ülkede ihraç edilen menkul kıymetlerin satılabilmesi için gerekli fonların maliyeti bazı durumlarda iç kaynaklı fonların maliyetinin yüksek olması, fona ihtiyacı olan kişi ve kuruluşları yurt dışında menkul kıymet ihraç etmeye veya yurt dışı mali kuruluşlardan kredi almaya teşvik etmektedir.

1.3.1.2. Yapısal reformlar

Yapısal değişim programları sayesinde, cari açıkların azaltılması, gerçekçi döviz kuru politikalarının takip edilmesi ve enflasyonun düşürülmesi sağlanabilmiştir. Ülkelerin ekonomik yapısının iyileştirilmesine yönelik düzenlemeler, yatırımcıların güveninin sağlanması ve piyasaların uyarılması açısından büyük önem taşımaktadır. Yapısal değişim programlarını uygulayan ülkelere yönelen yabancı sermaye akımlarındaki hızlı

artış, bu ülkelere duyulan güvenin sonucu olmaktadır. Yaşadıkları borç krizleri nedeniyle fon akımı açısından güven duyulmayan pek çok ülkenin uygulamaya koydukları yapısal uyum faaliyetleri sonucunda ülkelerin ekonomik göstergelerinde önemli derecede iyileşmeler yaşanmış, ülke riski düşmüş, ülkelerin kredi notları ve kredibiliteleri yükselmiştir. Diğer bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan mali düzeni sağlamaya yönelik ekonomik politikaların yabancı yatırımcılar tarafından onay görmesi bu ülkelerin makro ekonomik riskini azaltırken, sermayenin de bu ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Genel olarak yabancı sermayenin, özellikle de portföy sermaye hareketlerinin bir ülkede kalıcı olarak tutulabilmesi, kurumsal reformların uygulanmasına bağlı olduğu kadar mevcutların korunmasıyla da yakından ilgilidir.

1.3.1.3. Yatırım araçlarının getiri oranları

Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalara yönelmesindeki ana unsurlardan birisi de, bu ülkelerdeki yatırım araçlarının getiri oranlarının yüksekliği olmuştur. Finansal varlıklardaki yüksek getiri iki faktörden kaynaklanmaktadır. Bunlar, hisse senedi piyasalarındaki fiyat artışları ve yurtiçi faiz oranlarının yüksekliğidir (Turner, 1995:20).

Pek çok yatırımcı yüksek getiri oranları ve getirilerdeki yüksek volatilite kavramlarını gelişmekte olan piyasalar ile özdeşleştirmektedir. Yüksek iç faiz oranları özellikle döviz kurlarının sabitlendiği ülkelerde sermaye akımları için çekici bir unsur olabilmektedir. Diğer bir ifade ile, yüksek faiz oranı politikası, yüksek getiri sağlama beklentisine sahip fonların ülkeye gelmesinde etkili bir faktör olmaktadır (Aksoy, 1983:45). Ülkelerarası faiz oranı farklılıkları sermaye akımlarını farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Diğer şeyler sabit kalmak şartı ile, iç piyasa faiz oranlarının diğer ülke piyasa faiz oranlarına göre artması, sermaye akımlarının ülkeye yönelmesinde çekici faktör olurken, faiz oranlarındaki bir düşüş de sermaye hareketlerinin ülke dışına çıkmasında itici bir faktör olabilmektedir. Piyasaların büyük oranda birbirleriyle entegre olması nedeniyle, bir ülkede fonlara olan arz ve talep etkisini diğer ülkelerde risksiz faiz oranlarında ve fon hareketlerinde gösterebilmektedir. Nominal Faiz Oranı = Nominal Risksiz Faiz Oranı + Risk Priminden meydana gelmektedir. Bir ülkedeki risksiz faiz oranı, ülke ve uluslararası boyutta kredi piyasasına olan arz ve talebe göre değişir. Fonlardaki bu hareketlilik bölgesel risksiz faiz oranlarını büyük ölçüde etkileyebilmektedir. Nominal risk priminde olduğu gibi, geri ödenmeme risk priminde de ülkeler arasındaki entegrasyon artmaktadır. Zayıf ülkelerde ödenmeme olasılığının nispeten yüksek

olması, ödenmeme risk priminin de yüksek olmasına neden olmaktadır. Ülkenin sahip olduğu ekonomik yapı, ödenmeme risk primi için bir gösterge olmaktadır. İç piyasa faiz oranlarının yüksekliği, sermaye hareketlerini çekici kılmada her zaman belirleyici bir faktör olmakla birlikte bazı ilave faktörler de sermayenin ülkeye yönelmesinde faiz oranlarının yüksekliği kadar önemli bir etkiye sahip olabilmektedir. Örneğin piyasalarda uygulanan döviz kuru politikalarının faiz oranlarıyla birlikte değerlendirilmesi bir zorunluluktur. Uluslararası sermaye hareketinin oluşmasında döviz ve faiz arbitrajının birlikte varlığı, faiz oranlarının çekiciliğine göre daha teşvik edici bir faktör olabilmektedir. Yatırım aracının reel getirisinin yüksek olmasına karşılık, devalüasyon oranının enflasyonun altında kalması, yerli para biriminin değerini artırmaktadır. Uluslararası piyasalara ihraç edilen tahvillerde ise, tahvillerin yabancı para birimi ile ihraç edilmesi nedeniyle, ihraççı ülkede uygulanan döviz kuru politikası ülkenin genel ekonomik dengelerini belirgin bir şekilde olumsuz etkilemedikçe yatırımcılar için fazla bir şey ifade etmemekte, direkt tahvilin faiz oranı daha belirleyici bir faktör olmaktadır. Tahvilin ikincil piyasada değerini koruyabilmesi ihraççı ülkenin genel makro ekonomik performansına bağlı olmaktadır.

1.3.1.4. Döviz kuru politikası

Döviz kuru politikası, ilgili dövizin değerini etkileyerek dövizin yönünü belirlemekte, dövizin girişi ve çıkışı için teşvik edici ya da caydırıcı olabilmektedir. Yatırım yapılan ülkenin izlediği döviz kuru politikası yabancı yatırımcı için önemli olmakla beraber dikkatle takip edilmesi gereken bir konudur. Çünkü, yatırımcı elde edeceği reel getiri oranını,döviz kurunda beklenen artış oranına ve yatırımdan beklenen nominal getiri oranına göre hesaplamak zorundadır. Bu nedenle yabancı para biriminin gelecekteki değerindeki belirsizlik yatırım kararı sürecini etkileyebilecek ve fonların bir ülkeden diğer ülkeye gitmesinde cesaret kırıcı olabilecektir.

Yatırım yapılan ülkenin sabit kur politikası izlemesi veya esnek kur politikası izlemekle birlikte döviz kurunun baskı altında tutulmasına yönelik uygulamalar içinde bulunulması, yatırım kararı sürecinde karar almayı teşvik eden önemli bir faktör olabilmektedir. Çünkü yatırımcı döviz olarak götürdüğü sermayeyi ülkenin milli parasına dönüştürerek yatırım yapmakta, yatırımdan çıktıktan sonra da anapara ve nemasını dövize çevirerek ülkeden ayrılmaktadır. Yatırımcı, yatırımın başlangıcında yerel paranın her birimi için ödediği döviz karşılığının, yatırımın sonucunda dövizin her bir birimi için ödeyeceği yerel para birimi ile aynı olmasını isteyebilecek veya dövizin her

bir birimine daha az yerel para ödemeyi arzulayacaktır. Eğer ülkede sabit döviz kuru politikası uygulanıyorsa, yatırımcının bu amacına ulaşması daha kolay olmaktadır. Esnek kur politikası uygulanması durumunda ise yatırımcının daha dikkatli olması gerekmektedir.

Çeşitli ülkelerdeki gözlemler ithalatın artması ve ihracatın gerilemesinin cari işlemler dengesini bozduğu ve ödemeler dengesi sorununu gündeme getirdiği yönündedir. Döviz kurunun reel olarak değerlenmesi ihracatı tehdit etmekte yabancı yatırımcıların ülkeye olan güvenlerini azaltmaktadır. Bu süreç piyasalarda devalüasyon beklentisinin ortaya çıkmasına ve sermaye hareketinin yönünü ülke dışına çevirmesine neden olabilmektedir (Yalçıner, 2012:108).

1.3.1.5. Özelleştirme faaliyetleri

Gelişmekte olan ülkelerde geniş kapsamlı özelleştirme programlarının uygulanması, yerel sermaye piyasalarına yurtdışı kaynakların akmasını sağlamaktadır. Kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi ile sağlanan yabancı kaynaklar, özellikle borç baskısı altında kalan ve dış finansmana ihtiyaç duyan ülkelerin finansal sorunlarının çözümüne katkı sağlamaktadır.

1.3.2. Sermaye İhraç Eden Ülkelerden Kaynaklanan Faktörler

İtici faktörler olarak da isimlendirilen sermaye ihraç eden ülkelerin makro ekonomik yapılarında meydana gelen gelişmeler,sermayenin gelişmekte olan piyasalara yönelmesinde etkili faktörler olmuştur. Küreselleşme hareketleri ve finansal ürün çeşitliliğindeki artışlarda uluslararası sermaye hareketinin ivme kazanmasında önemli olan diğer faktörlerdendir.

1.3.2.1. Kaynak Fazlasına Sahip Ülkelerdeki Ekonomik Gelişmeler

Kaynak fazlasına sahip ülkelerdeki yatırım araçlarının getiri oranlarının düşmesi, ülkelerin tasarruf oranlarında ve ödemeler dengesi hesaplarında meydana gelen değişmeler, kurumsal ve bireysel tasarrufların coğrafik dağılımında etkili olmaktadır. Örneğin 1990'ların ilk yıllarında dünya faiz oranlarında meydana gelen belirgin düşüşler, yeni dönem sermaye hareketinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde etkili bir faktör olmuştur. Özellikle ABD hazine bonosu olan Treasury Bills faiz oranlarındaki

belirgin düşüşler, daha yüksek getiri arayışındaki sermayeyi diğer ülke piyasalarına yönlendirmiştir. Treasury Bills faiz oranı 1989'un birinci çeyreğinde %8,53 iken , 1993'ün ikinci çeyreğinde %2,98'e kadar düşmüştür. Bu oran ABD ekonomisinde 1960'ların ilk yıllarından sonra görülen en düşük faiz oranı olarak tarihe geçmiştir. Bu seviyenin altı 2004 'ün birinci çeyreğinde %2 ile de test edilmiştir.

Kaynak fazlasına sahip ülkelerdeki ekonomik gelişmelerin uluslararası sermaye hareketlerine etkisi bakımından ele alınabilecek bir diğer unsur da ülkelerin tasarruf oranlarında meydana gelen değişmelerdir. Dünya tasarruf oranlarında görülen düşüş trendi uluslararası sermayenin arz kaynağında bir azalmaya neden olmaktadır. Ülkeler ve bölgeler arasında tasarruf oranlarında büyük farklılıkların var olması, tasarruf oranlarının düşük olduğu bölge ve ülkelere doğru daha hızlı bir oranda sermaye akışının gerçekleşmesine neden olmaktadır. Dünyada gözlemlenen trend özel tasarruflarda bir artış, kamu tasarruflarında ise bir düşüş olduğu yönündedir. Kamu sektörü tasarrufları, ciddi boyutlarda olan bütçe açıkları nedeniyle azalış trendine girmiştir. Faiz oranlarının yüksek olduğu yıllar genellikle dünya tasarruf oranlarında azalmanın olduğu yıllara denk gelmektedir. Diğer bir ifadeyle arz kaynağında görülen azalma sermayenin fiyatını artırmaktadır (Yalçıner 2012:110).

Yatırım Şirketleri Enstitüsü (Investment Company Institute-ICI) tarafından yayınlanan rakamlar ABD'nin, 14 trilyon $'ı aşan yatırım fonu büyüklüğü ile dünya sıralamasında ilk sırada yer aldığını göstermektedir. Bu tutar, dünya genelindeki toplam yatırım fonu büyüklüğünün yaklaşık yarısını oluşturmaktadır. Lüksemburg ve İrlanda'daki yatırım fonları büyüklüğünün milli gelire oranının yüksek olması da ayrıca dikkat çekicidir. Lüksemburg, vergi ve operasyonel alanlarda sunduğu olanaklardan dolayı yatırım fonu ve yatırım ortaklığı gibi kolektif yatırım kuruluşlarının merkezi haline gelmiştir. Bu nedenle, Avrupa'da pek çok fon Lüksemburg'da kurulmakta, ancak payları diğer ülkelerdeki yatırımcılara satılmaktadır.

Tablo 7 Ülke Bazında Yatırım Fonları Dağılımı

Yatırım Fonları (2013/09)		Portföy (Milyar $)	Dağılım	Portföy/ GSYH
1	ABD	14,306	49.5%	85.2%
2	Lüksemburg	2,872	9.9%	4799.5%
3	Avustralya	1,647	5.7%	109.4%
4	Fransa	1,491	5.2%	54.5%
5	İrlanda	1,387	4.8%	636.4%
6	İngiltere	1,101	3.8%	43.4%
7	Brezilya	1,072	3.7%	47.8%
8	Kanada	912	3.2%	50.0%
9	Japonya	782	2.7%	15.9%
10	Çin	420	1.5%	4.6%
31	**Türkiye**	**15**	**0.1%**	**1.8%**
	Toplam	**28,880**	**100.0%**	**46%**
	Amerika	15,140	52.4%	71.7%
	Asya-Pasifik	3,322	11.5%	16.7%
	Avrupa-Afrika	8,375	29.0%	45.8%

Kaynak: ICI,IMF,TÜİK

1.3.2.2. Dış Ticaretin Liberalleşmesi Ve Küreselleşme Hareketleri

Mal ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması veya azaltılmasına yönelik uygulamalar, tarifelerin azaltılması,döviz kuru kontrollerinin elimine edilmesi ve faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi uygulamaları ülkeler arasındaki ekonomik farklılıkları gidererek ülkeler arasında daha serbest bir ekonomik ortam yaratmaktadır.

Küreselleşme hareketinin en büyüğü çok sayıda ülkenin katılımıyla oluşan ticaret ve tarifeler genel antlaşması olarak bilinen (GATT) organizasyonudur. Dünya ticaretinde rekabet ortamının yoğunlaşması ABD'nin Japonya,Güney Kore, Tayvan, Singapur gibi ülkelerin rekabet güçleri karşısında zarar görmesine neden olmuş bu gelişmeler de küreselleşme fikrine desteğin azalmasını, bunun yerine ekonomik birliklerin desteklenmesini gündeme getirmiştir. Bunlara örnek olarak (Avrupa Birliği) (AT), (Latin Amerika Serbest Ticaret Antlaşması) (LAFTA),(Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi) (EFTA), (Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği) (APEC), (Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği) (ASEAN) verilebilir (Yalçıner, 2012:113).

1.3.2.3. Finansal Ürün Çeşitliliğindeki Artış

Finansal liberalizasyonun artması ve rekabet ortamının genişlemesi, piyasalara kolay girişi sağlamış ve düşük maliyete sahip olan yeni finansal araçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ülke fonları, depo sertifikaları, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve türev araçlar yatırımcılar için vazgeçilmez imkanlar olmuştur. Yatırımcılar özellikle ülke fonları sayesinde firmalar hakkında detaylı bilgiye sahip olamadan gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırım yapma imkanına kavuşmuştur.

Tablo 8 Dayanak Varlık Bazında Vadeli İşlem ve Opsiyon Hacmi

Dünya Borsalarında Dayanak Bazında Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri Toplam İşlem Hacmi (Milyar $)				
	2012	2013	2013/2012 Değişim	2013 Dağılım
Vadeli İşlem Sözleşmeleri				
Faiz	1,205,215	1,628,239	35.1%	85.7%
Hisse Senedi Endeksi	104,551	125,681	19.8%	6.6%
Emtia	108,256	114,164	5.5%	6.0%
Döviz	32,106	31,524	-1.8%	1.7%
Hisse Senedi	2,279	2,258	-34.7%	0.1%
Borsa Yatırım Fonu	0	0	46.8%	0.0%
Toplam	**1,452,408**	**1,901,867**	**30.9%**	**100.0%**
Opsiyon Sözleşmeleri				
Faiz	313,319	419,057	33.7%	76.9%
Hisse Senedi Endeksi	101,556	108,671	7.0%	19.9%
Emtia	9,337	10,906	16.8%	2.0%
Döviz	2,306	2,843	23.3%	0.5%
Hisse Senedi	8,904	3,178	-64.3%	0.6%
Borsa Yatırım Fonu	3,203	70	-97.8%	0.0%
Toplam	**438,625**	**544,725**	**24.2%**	**100.0%**

Kaynak: WFE. Borsa İstanbul

Bu kontratlara dayanak varlıklara göre bakıldığında, hem vadeli hem de opsiyon sözleşmelerinde faiz kontratlarının önemli yer tuttuğu görülmektedir.

1.3.2.4. Bilgi İşlem Teknolojisindeki Gelişmeler

Bilgisayar teknolojisindeki ve yazılımlardaki gelişmeler bilginin çok hızlı iletilmesini ve işlem görmesini, takas, saklama ve denkleştirme işlemlerinin gelişmesini ve daha az

maliyetle yapılmasını sağlamıştır. Piyasalar arasında sağlanan bilgisayar bağlantılarıyla günün 24 saatinde dünyanın çeşitli borsalarında işlem yapabilmek mümkün hale gelmiştir.

1.3.2.5. Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Tercihlerindeki Gelişmeler

Hayat sigortası ve müşterek fon organizasyonlarının gelişmekte olan ülke piyasalarını portföy çeşitlendirmesi amacıyla kullanmaya başlamaları uluslararası sermaye hareketlerine hız kazandıran diğer bir gelişme olmuştur.

1.4. GEÇMİŞTEN GÜNÜMÜZE TÜRKİYE'YE YÖNELİK YABANCI SERMAYE AKIMLARININ HACİM VE İÇERİK AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Türk finansal tarihine bakıldığında 1989 yılından başlayarak, Türkiye ekonomisin de makroekonomik sonuçlar meydana getiren, büyük miktarda yabancı sermaye girişi olduğu görülmektedir. İşte bu nedenle Türkiye'de özellikle cari açığın finansmanı noktasında ihtiyaç duyulan bu bu sermaye girişlerinin hacim ve içerik açısından incelenerek aslında ekonomide kırılganlıklar yaratıp yaratmadığının ortaya konmasının büyük önem arz edeceği açıktır.

1.4.1. Sermaye Hareketlerinin Miktarındaki Gelişmeler

Türkiye'ye yönelik 1989 yılı sonrası toplam net sermaye akımlarının sunulduğu Şekil 1'e bakılacak olursak, özellikle 2000'li yıllarda Türkiye ekonomisine ciddi boyutlarda sermaye girişi olurken, 1991, 1994, 1998, 2001 ve 2009 yıllarındaki kriz dönemlerinde Türkiye'den önemli boyutlarda ani sermaye çıkışlarının da yaşanmasının önüne geçilemediği görülmektedir.

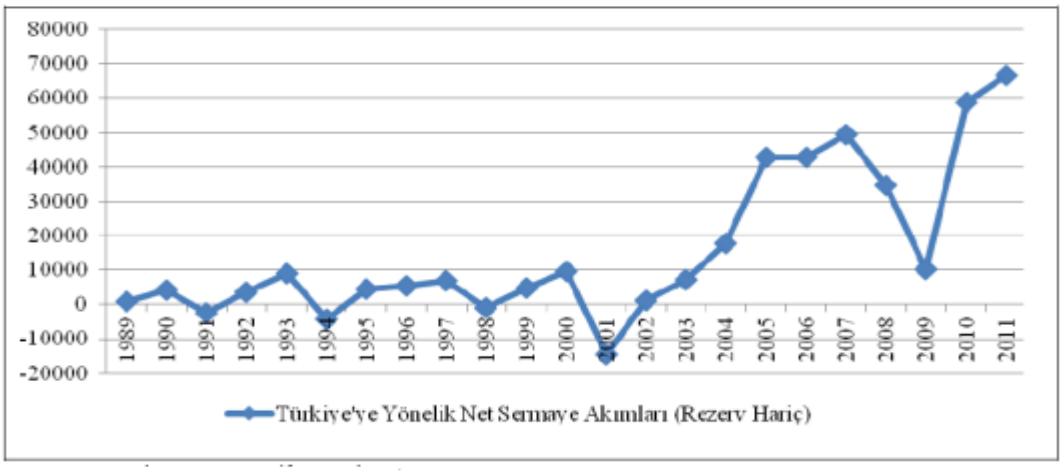
Türkiye'nin sunduğu yüksek reel faiz kazancına rağmen 1991 yılında Körfez Savaşı nedeniyle girdiği riskli ülke konumu sebebiyle oluşan belirsizlik ortamında ülkeden ani sermaye kaçışları yaşanmasının önüne geçilememiştir (Kaya, 1998: 107).

1994 yılındaki sermaye çıkışına sebep olan olaya bakacak olursak, bankaların alışıla gelmiş bankacılık fonksiyonlarını bir kenara bırakarak dövizle borçlanarak ulusal piyasalarda borç veren arbitrajcı durumuna geçmeleri nedeniyle zayıflayan bankacılık sistemi ve buna paralel olarak artan cari açık rakamının Türkiye'nin kredi notunda indirime yol açması sonucu sermaye kaçışınının başlamasıdır. Ekonominin girdiği derin

kriz ortamına 1994 Nisan ayında uygulanmaya başlayan istikrar programı sayesinde dur denilebilmiştir (Tokat, 2009: 25).

Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerine sekte vuran diğer bir olay ise 1998 yılında yaşanan Asya ve Rusya krizleridir. Başlangıçta lokal olarak etkilerinin sınırlı kalacağı düşünülen Asya ve Rusya krizleri sonraki dönemlerde bütün yükselen piyasaları içine alan büyük bir kriz haline dönüşmüştür (Eğilmez ve Kumcu, 2008: 384).

Türkiye ekonomisine yönelik net sermaye girişlerine bakıldığında ise Türkiye'nin 1999 yılının sonunda IMF kontrolünde döviz kuruna dayalı enflasyonla mücadele ve yapısal reform programı izlemeye başlaması ile birlikte uygulamaya konulan döviz çapası programı kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin artmasına neden olurken aynı başarıyı enflasyonun düşürülmesinde gösterememiştir. Programın başlangıç dönemlerinde koyulan hedeflere ulaşılamaması ve gerekli yapısal reformların yapılamaması programın inandırıcılığını yitirmesine neden olurken yapısal reformların gerçekleştirilmesindeki gecikmeler ve artan cari açık finansal yatırımcıları rahatsız etmiş ve programa inancın zayıflaması neticesinde, ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye ülkeyi hızla terk etmiştir. Bu süreç Türkiye'yi önce Kasım 2000 ve daha sonrada Şubat 2001 dönemlerinde kriz ile karşı karşıya bırakmıştır (Güriş, 2007: 312). Ancak IMF ile yapılan yeni standby anlaşması ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının ilanı ile 2001'in Mayıs ayında piyasalar istikrara kavuşabilmiştir (Tokat, 2009: 25-26).



Şekil 1 Türkiyeye Yönelik Sermaye Akımları (Net Milyon Dolar)

Kaynak:http://evds.tcmb.gov.tr/

2000'li yılların ikinci yarısına bakıldığında ise, tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye' de 2008 yılındaki küresel krize kadar yüksek montanlı yabancı sermaye girişine maruz kalmıştır. Global krizden çıkış için Amerikan ve Avrupa Merkez bankalarının aldığı müthiş büyüklükteki önlemler sonucu yaşanan küresel ölçekteki düşük faiz ortamı ve gelişmekte olan ekonomilere ilişkin risk algılamalarında gözlenen iyileşme nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye'ye yönelik sermaye akımları 2010 yılında güçlenmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin risk primi diğer gelişmekte olan ülkeler ortalamasına kıyasla daha olumlu seyretmiştir. Bu durumun bir sonucu olarak da, Şekil 1'de görüldüğü üzere 2010 yılındaki toplam sermaye akımları 2007 yılındaki daha önceki rekor seviyesini bile geçmiştir. Toplam yabancı sermaye hacminde 2009 ve 2010 yılları arasında %500 oranı civarında artış yaşanmıştır (TCMB, 2010: 16).

Tablo 9 Türkiye Kısa Vadeli Borç Stoku (2002-2013)

KISA VADELİ DIŞ BORÇ STOKU (Milyon ABD Doları)												
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
MERKEZ BANKASI	**1655**	**2860**	**3287**	**2763**	**2563**	**2282**	**1.874**	**1.764**	**1.553**	**1.239**	**1.036**	**833**
BANKER KREDİ								0	0	0	0	0
MUHABİR AÇIKLARI	15	11	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
KREDİ MEKTUPLU DTH	1.640	2.849	3.286	2.762	2.562	2.281	1.873	1.763	1.552	1.238	1.036	833
DÖVİZE ÇEV. MEVDUAT&DİĞER								0	0	0	0	0
GENEL HÜKÜMET								**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
BANKALAR	**6.344**	**9.692**	**14.529**	**18.932**	**21.785**	**18.347**	**26.840**	**25.185**	**50.866**	**52.239**	**68.183**	**91.019**
KREDİLER	3.195	5.320	8.716	11.804	9.229	7.523	9.502	6.307	18.098	23.936	29.179	43.072
DÖVİZ TEVDİAT HESABI	2.453	3.038	3.340	2.967	2.811	3.288	4.600	5.539	4.828	7.230	8.768	11.502
BANKA MEVDUATI	696	1.334	1.694	2.581	4.354	3.724	4.793	4.577	10.363	12.681	18.588	25.390
TL CİNSİNDEN MEVDUAT			779	1.580	5.391	3.812	7.945	8.762	17.577	8.392	11.648	11.055
DİĞER SEKTÖRLER	**8.425**	**10.461**	**14.387**	**17.219**	**18.505**	**22.516**	**23.805**	**22.041**	**24.875**	**28.361**	**31.319**	**38.706**
TİCARİ KREDİLER	**7.144**	**8.866**	**12.593**	**15.011**	**16.383**	**21.084**	**22.032**	**21.101**	**22.765**	**25.373**	**26.390**	**32.322**
İTHALAT BORÇLARI	5.136	6.297	9.088	10.674	11.354	14.085	14.049	14.710	17.483	20.132	22.084	27.825
PREF.&PEŞİN İHRACAT	2.008	2.569	3.505	4.337	5.029	6.999	7.983	6.391	5.282	5.241	4.306	4.497
DİĞER KREDİLER	**1.281**	**1.595**	**1.794**	**2.208**	**2.122**	**1.432**	**1.773**	**940**	**2.110**	**2.988**	**4.929**	**6.384**
KAMU	0	0	25	400	195	0	100	0	0	0	0	0
ÖZEL	1.281	1.595	1.769	1.808	1.927	1.432	1.673	940	2.110	2.988	4.929	6.384
TOPLAM	**16.424**	**23.013**	**32.203**	**38.914**	**42.853**	**43.145**	**52.519**	**48.990**	**77.294**	**81.839**	**100.538**	**130.558**

Kaynak:http://www.tcmb.gov.tr

1.4.2. Sermaye Hareketlerinin Türlerindeki Gelişmeler

Uluslararası sermaye girişlerinin miktarı kadar kompozisyonu da ekonomide yol açacağı etkileri şekillendirmekte ön plana çıkmaktadır. Buradan hareketle finansal

serbestleşme sonrası Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermayenin kompozisyonundaki değişmeler Şekil 2'de incelenmeye çalışılmıştır.

İlk olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına baktığımızda, 1990 - 2001 döneminde Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çok küçük miktarlarda seyrettiği görülmektedir. Buna sebep olarak, Türkiye'de yaşanan makroekonomik ve siyasi istikrarsızlıkların yanı sıra Latin Amerika ülkelerinin çekiciliği, ağırlıklı olarak Uzakdoğu ve Çin olmak üzere diğer gelişmekte olan ülkelerin aldıkları etkili özendirici tedbirler nedeniyle Türkiye'ye olan doğrudan yabancı yatırım hacminde kaydadeğer bir artış sağlanamaması gösterilebilir.

Türkiye'nin payına bu sermaye hareketlerinden ülkenin ihtiyacı olan miktardan çok daha azı düşmüştür.Bunun diğer önemli nedeni ise Sovyet Bloğunun çözülmesinden sonra Doğu Avrupa Ülkelerinin serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde önemli miktarlarda özelleştirmeye gitmeleri ve bu yolla büyük miktarlarda doğrudan yabancı sermaye çekebilmeleridir (Kont, 1998: 696–697).

2000'li yıllarda yaşanan ağır kriz sonrası Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırım miktarında önemli artışlar gerçekleşmiştir. Bu artışın en önemli nedenlerinden biri 2000'li yıllarda gerçekleştirilen büyük çaplı özelleştirmeler ve alınan istikrar tedbirleri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları için Türkiye'nin güvenilirliğinin ve cazibesinin artmış olmasıdır. Biraz daha açıklanacak olursa, kriz döneminde doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişindeki yükseliş, krize rağmen değil krizin bir sonucudur. (Şimşek ve Behdioğlu, 2006: 58).

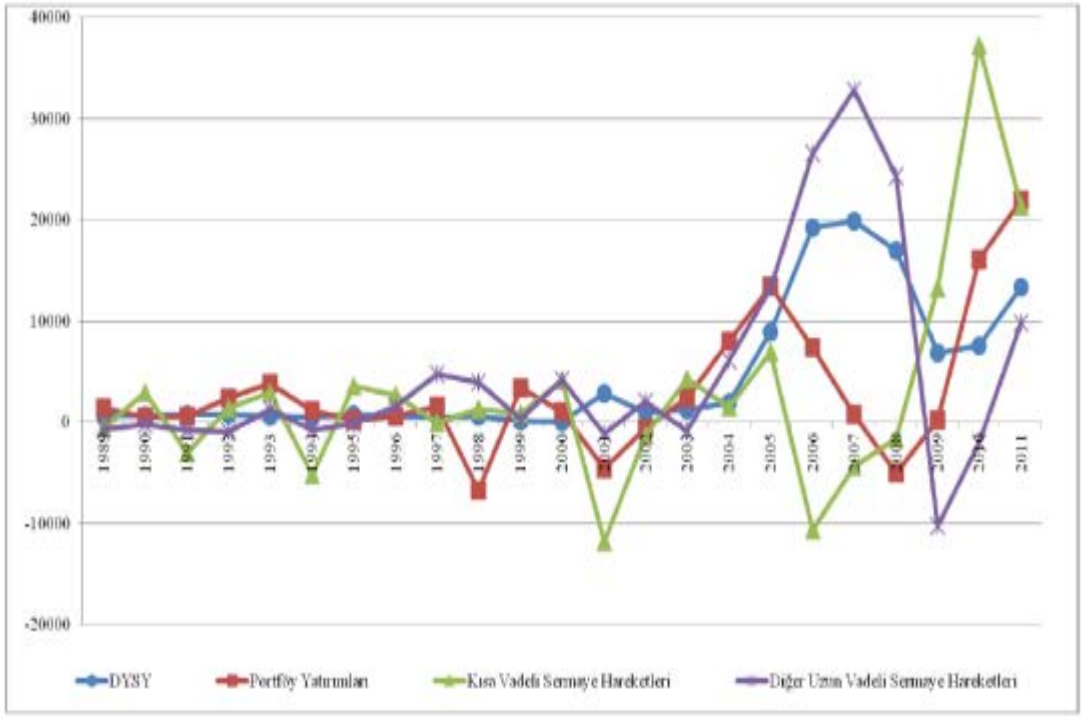
2005 yılı sonrasında büyüme, enflasyon ve faiz oranları gibi makroekonomik göstergelerde görülen iyileşme, yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik yapısal reformların hız kazanması ile Türkiye'ye yönelik doğrudan yatırımlar 2007 yılında rekor seviyeye ulaşmıştır.

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerine ilişkin olarak portföy yatırımlarının gelişimine bakacak olursak, ilk önemli kırılma 1998 yılında Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle gerçekleşmiştir.Ancak 2005 yılı içerisinde ülkede oluşan reel faiz farklarının yanı sıra, gerçekleştirilen yapısal reformlar sonucunda Türkiye'ye o zamana kadarki en yüksek net portföy yatırımının girdiği görülmektedir (TCMB, 2006: 23).

Türkiye'ye yönelmiş olan Uzun Vadeli Diğer Yatırımlara bakıldığında ise 2007 yılında bankacılık sektörü ile bankacılık dışı özel sektörün yurtdışından sağladıkları uzun vadeli krediler sayesinde 2007 yılında UVDY' de çok büyük bir sıçrama görülmektedir. Bu tür borçlanmalar, yurt içindeki yatırım harcamalarını teşvik ederken cari işlemler açığının kaliteli bir şekilde finansmanına da yardımcı olmaktadır (TCMB, 2007: 22).

Global krizle birlikte, 16 Haziran 2009 tarihinde “Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar’da” yapılan değişiklikle özel sektörün yurt içi bankalardan döviz kredisi kullanma imkânlarının artırılması, özel sektörün yurt dışından kullandığı uzun vadeli kredilerin yılın üçüncü çeyreğinden itibaren gerilemesinde etkili olmuştur (TCMB, 2009: 20).

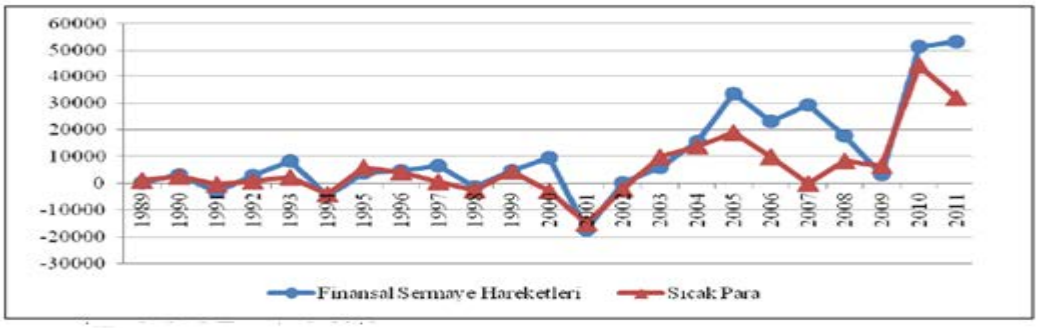
Türkiye'ye yönelik Kısa Vadeli Diğer Yatırımlara bakıldığında 2010 yılında kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam yabancı sermaye içindeki payı %63 seviyesine kadar yükselmiştir. Ancak TCMB tarafından kısa vadeli sermaye hareketlerini kısıtlamaya yönelik olarak alınan para politikası tedbirleri, 2011 yılında kısa vadeli sermaye hacminin tekrar düşüş eğilimine girmesine neden olmuştur (TCMB, 2012b: 20). İzlenen politikaların etkisiyle 2010-2011 yılları arasında kısa vadeli sermaye akımlarının toplam yabancı sermaye içerisindeki payı %63'ten %32'ye düşürülebilmiştir.



Şekil 2 Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Net Milyon Dolar)

Kaynak:http://evds.tcmb.gov.tr/

Şekil 2'de aktarılmak istenen, yabancıların yurtiçinde hisse senedi ve hükümete ait iç borçlanma senedi alım satımlarından oluşan portföy akımları; bankaların yurtdışında kullandırdıkları kısa vadeli krediler, yurtiçinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurtdışından kullandırdıkları kısa vadeli krediler ve yabancıların yurtiçinde yerleşik bankalarda tuttukları kısa vadeli mevduatlardaki değişimden oluşan kısa vadeli sermaye akımları ve net hata noksan kalemlerinin toplamı olarak ifade edebileceğimiz sıcak para hareketinin gelişimidir.



Şekil 3 Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ile Sıcak Para (Milyon Dolar) Kaynak:http://evds.tcmb.gov.tr/

Şekil 3'de Türkiye'ye yönelik finansal sermaye akımlarındaki ve sıcak paradaki gelişim trendi incelendiğinde finansal krizlerin her iki tür sermaye hareketini de doğrudan etkilediği görülmektedir. İncelenen yıllar arasında 2007 ve 2011 yıllarında sıcak parada azalma yaşanırken finansal sermaye hareketlerinin yüksek gerçekleşmesinin sebebi, finansal sermaye hareketleri tanımlamasında yer alıp sıcak para tanımlamasında olmayan diğer uzun vadeli sermaye akımlarıdır.

Tablo 10 Borsa İstanbul'daki Yabancı Yatırımcıların Ülke Bazında Portföy Değerleri

	Adres Ülkesi	Portföy Değeri (Milyon TL)	Payı
1	AMERİKA BİRLEŞİK DEV.	45.666	33%
2	BİRLEŞİK KRALLIK	22.551	16%
3	LÜKSEMBURG	8.255	6%
4	İRLANDA	5.863	4%
5	HOLLANDA	5.237	4%
6	NORVEÇ	4.593	3%
7	SİNGAPUR	4.125	3%
8	CAYMAN ADALARI	3.730	3%
9	FRANSA	3.191	2%
10	YUNANİSTAN	3.154	2%
	DİĞER	31.939	23%

Kaynak: TÜYİD (Yatırımcı İlişkileri Derneği) & MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu) Borsa Trendleri Raporu Sayı 10: Ocak – Eylül 2014 Ekim 2014

2014 yılı Eylül ayı itibarıyla Borsa İstanbul'da en yüksek portföy değerine sahip ilk üç ülkenin ABD, İngiltere ve Lüksemburg olduğu görülmektedir.İlk iki sırada yer alan ABD ve İngiltere adresli yatırımcılar toplam portföyün %49'unu elinde tutmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

Yapılan araştırmalarda uluslararası dolaşımdan faydalanan ülkelerin nihai ekonomik başarı açısından farklılıklar göstermelerinin sebepleri olarak; ülkelerin ekonomik açıdan güçlü ve zayıf yönlerindeki farklılıklardan, dışa açıklık derecelerinden, kamu ve özel sektör borçları ile reel faizlerin seviyelerindeki farklılıktan, uluslararası sermayenin hangi şartlarda ve nerede kullanıldığının ülkeden ülkeye değişiklik göstermesinden kaynaklandığı kabul edilmektedir.

Küresel sermayenin gelişmekte olan piyasalar üzerindeki etkilerinin bir kısmı kısa sürede ani bir şekilde etki tepki olarak ortaya çıkmasına rağmen, birçok etkisi orta ve uzun döneme yayılan etkiler şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

2.1.SERMAYE AKIMLARININ UZUN DÖNEM ETKİLERİ

Yabancı sermayenin doğrudan yatırımlarda kullanılması, reel kazanç elde etme ihtimalinin olduğu tek alan olmakla birlikte bu koşullara bağlı bir durumdur. Yatırımlarda kullanılan yabancı sermayeden kazanç elde edilebilmesi; ilgili yatırımın net karının, ileride ödenecek olan reel faizinin üstünde olması şartına bağlıdır. Aksi takdirde, yatırımlarda kullanılan sermayenin de ülkeye kazanç sağlaması olası değildir.

2.2. ULUSLARARASI SERMAYENİN ORTA VADELİ ETKİLERİ

Uluslararası sermayenin orta vadeli etkileri ise, daha çok tüketim alanında kullanılmasıyla ortaya çıkmaktadır. Ancak, tüketimin dış kaynak ile finansmanı kısa dönemde toplum üzerinde yapay bir pozitif etki bırakmasına karşılık, ilerleyen yıllarda önüne geçilmesi mümkün olmayan çok ciddi krizler için temel oluşturmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003: 27).

Liberalleşmenin ilk dönemlerinde, yabancı sermaye sadece kamu borçları ve yatırımları için kullanılırken, son yıllarda özel sektör yatırım ve borçlarının finansmanında da kullanılmaya başlanmıştır. Gelinen son nokta ise, bireysel tüketimin finansmanı aşamasıdır.

GOÜ' de, üretmek yerine, tüketimin ön plana çıkarılması nedeniyle, herkes gelirini aşan bir düzeyde tüketim yapar hale gelmiştir. Bu da söz konusu ülkelerde tasarruf oranlarının düşmesinde etkili olmuştur. Gelirini aşan bir düzeyde tüketimin olduğu toplumlarda, bankalar da kredi politikalarını değiştirerek, yatırım kredisi vermek yerine, tüketim kredisi vermeye başlamışlardır.

Bir yandan önü alınamayan tüketim arzusu, diğer yandan gelirin azlığı, ister istemez tüketim için yabancı sermayeyi kaynak olarak kullanılmasını gerektirmiştir. Bu nedenle, bankalar iç piyasalardan toplayamadıkları tasarrufu, dış piyasalardan temin ederek, tüketicilere tüketim kredisi olarak kullandırma yoluna başvurmuşlardır.

Üretimin ve gelirin yetersiz olduğu, dolayısıyla ithalatın ihracatı aştığı ülkelerde, ithal mallarına yönelik olan iç talep, bankaların dış piyasalardan temin ettiği sermaye ile karşılanmaya başlanmıştır. Böylece bu ülkelerdeki, aşırı tüketim arzusu bir yandan dışarının mal piyasaları için, diğer yandan da sermaye piyasaları için talep yaratmıştır. Netice itibariyle; önlenemeyen tüketim arzusu, hem mal üzerinden kar aktarımına, hem de o malı alabilmek için borç olarak kullanılan sermayeye ödenen faiz neticesinde dışarıya ciddi bir kaynak aktarımına neden olmaktadır.

Öte yandan, değişik nedenlerle iç piyasaya gelen döviz, dış ticaret açığından kaynaklanan döviz kıtlığını ortadan kaldırmakta, hatta döviz bolluğu oluşturarak, yerli paranın yapay bir şekilde değer kazanmasına neden olmaktadır.

2.3. ULUSLARARASI SERMAYENİN KISA VADELİ ŞOK ETKİLERİ

Uluslararası sermayenin gelişmekte olan piyasalar üzerindeki bir başka olumsuz etkisi, kontrol edilememesi sebebiyle iç ekonomik dengeleri sarsması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Özellikle sıcak para olarak tabir edilen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ne zaman geleceği ve ne zaman çıkacağı konusunda hiçbir garantinin ve kontrolün olmaması, gelişmekte olan ve derinliği olmayan piyasalar için son derece tehditkâr bir durumdur (Atamtürk, 2003: 45).

2.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK YAPIYA ETKİSİ

Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerdeki deneyimler göstermektedir ki, sağlam ekonomik temellere sahip ülkelerde sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri kolaylıkla giderilebilmektedir.

Tutarsız politikaların hakim olduğu gelişmekte olan ülkelerde ise, uluslararası sermaye hareketleri zaman zaman sorun olabilmekte, geçici bir ferahlama döneminden sonra ekonomiler tam bir darboğaza sürüklenebilmekte, finansal kriz olasılığı ortaya çıkmaktadır.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi kararı verilmeden önce gerekli alt yapının oluşturulamaması sermaye hareketlerinin ekonomiye verdiği tahribatın şiddetini artırabilmektedir.

Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılabilmesi için temel önkoşullardan birisi, mali açıkları önemli ölçüde azaltan ve geriye kalan açıkları da enflasyonist olmayan bir biçimde finanse eden mali bir reformun yapılmasıdır. Mali reformun gerçekleştirilmesi ile beraber ülkenin yabancı sermayeye bağımlılığı azaltılmakta, yabancı sermayenin üretken yatırımlarda kullanılması sağlanmış olmaktadır.

Otorite tarafından gerçekleştirilmesi gereken diğer bir düzenleme ise, ülkeler arasındaki getiri oranı farklılıklarının ortaya çıkardığı sermaye hareketliliğine yöneliktir. Ülke içerisindeki finansal araçların getiri oranları ile alternatif piyasalardaki finansal araçların getiri oranları arasındaki dengesizlikleri giderebilecek çeşitli politikaların uygulanması,yatırım araçları arasında var olan getiri dengesizliklerini azaltırken sermaye hareketlerinin aniden herhangi bir yatırım aracına yönelmesiyle ortaya çıkacak dengesizlikleri de giderilebilecektir.

Sermaye hareketi vergi düzenlemelerine karşı da oldukça duyarlıdır. Bu nedenle fonların ülke dışına yönelmesine yol açacak vergi düzenlemelerinden kaçınılmalı, özellikle finansal sistemdeki vergilerin diğer ülkelerdeki yürürlükte olan vergiler ile uyumlu olmasına özen gösterilmelidir.

2.5. SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ

Sermaye hareketlerinin ekonomide yaratacağı olumsuzlukları önlemenin en geçerli yolu sermaye kontrolleridir. Sermaye kontrolleri çok geniş kapsamlı olup, uzun vadeli direkt sermaye hareketlerini, portföy sermaye hareketlerini, kısa dönemli ticari banka dış pozisyonlarını ve ülke vatandaşlarının döviz işlemleriyle ilgili faaliyetlerini kapsamaktadır.

En gelişmiş ülkelerde dahi, zaman zaman sermaye hareketleri üzerine yoğun kısıtlamaların konulduğu görülmektedir.Hükümetlerin sermaye hareketlerine müdahale etmedeki amaçlarının ulusal tasarrufları çok riskli girişimlere karşı korumak olarak

görülmesine karşın, asıl amaç ulusal tasarrufların yabancılar tarafından kullanılmasını engellemektir.

Son yıllarda yaşanan finansal krizlerin sıklığı ve ulusal ekonomiler üzerindeki derin tahribatı, küresel sermaye hareketlerinin kontrolünü kaçınılmaz hale getirmektedir. Bu konuda bir çok değişik tedbir tartışılmaktadır.

Sermaye kontrolleri ile ülkelerin hem yurtiçi hem de yurt dışı yerleşiklerin sermaye işlemleri üzerine koydukları kontrol ve düzenlemeler ifade edilmek istenmektedir. Ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin önemli bir kısmının spekülatif karakterli olması ve bu tür sermaye hareketleriyle krizler arasındaki ilişkinin net olarak ortaya çıkması, ülkeleri spekülatif sermaye hareketlerini kontrol etmeye yönelik tedbirler almaya zorlamaktadır.

Genel olarak sermaye kontrolleri, ülke içerisine ve ülke dışarısına olan kontroller olarak iki ana gruba ayrılabilir ki. Her iki grupta da kontrolün yerine getirilmesinde döviz kuru düzenlemeleri, vergi politikaları yatırım ve kredi düzenlemeleri ve ticaret sınırlamaları birer araç olarak kullanılmaktadır.

2.5.1. Sermaye hareketlerine yönelik önlemler

Uluslararası sermaye girişleri gelişmekte olan ülkeler tarafından kalkınma politikalarını gerçekleştirmekten daha çok kısa süreli de olsa cari açıkların finansmanında kullanılmaktadır. Global konjonktürün değiştiği dönemlerde dış kaynaklı sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kalkmış olması durumunda gelişmekte olan ekonomiler çok ağır bedeller ödemek zorunda kalabilmektedirler. Bu tahribatı en az seviyeye indirebilmek için, sermaye hareketlerine doğrudan ya da dolaylı kontrol ve kısıtlama getirilmesi ülkelerin finansal bünyelerinin sağlıklı bir şekilde büyüyebilmesi için zorunlu hale gelmiştir.

Bahsettiğimiz kontrol ve kısıtlamaları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Bankacılık sistemi için ile gerekli seviyede rezerv tutulmasını sağlayacak önlemler almak,
- Finansal ve reel sistemdeki tüm kurumların işleyişlerinin şeffaf hale getirilerek bilgi akışının kurumlar ve yatırımcılar arasında doğru ve hızlı olmasını sağlamak,
- Kısa dönemli sermaye hareketlerinin tahribatının önüne geçilebilmesi için asgari bir mevduat tutma süresinin belirlenmesi ve bunun özendirilmesi için gerekli önlemlerin alınmasını sağlamak,

- Büyük montanlı kurumsal yatırımcıların hareketlerinin takip edilmesine imkan verecek yapının oluşturulmasını sağlamak,
- Uluslararası ticaret ve sermaye hareketlerinde dengesizliklerin giderilmesini sağlamak,
- Finansal sistemden faydalanan tüm katılımcıların sermaye piyasası denetimleri yapılmak suretiyle dalgalanmalara karşı risk derecelerinin istenen sınırlarda hareket etmesini sağlamak,
- Güçlü ve etkin para birimleri arasındaki parite istikrarının sağlamak,
- Kara para aklamanın önlenebilmesi için bankacılık ve vergilendirme sistemleri arasındaki işbirliğinin artırılmasını sağlamak.

2.6. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: LİTERATÜR

GOÜ'lerde uluslararası sermaye hareketleri, artan ve ucuzlayan haberleşme ağları, ekonomik ve finansal entegrasyon, enformasyon ve finans sektöründeki gelişmeler ve ulaştırma sektöründeki yeniliklere bağlı olarak artış göstermektedir. Önceleri milli egemenliğe ve ekonomiye bir müdahale olarak görülen kısa ve uzun vadeli portföy yatırımları ve (Uluslararası Doğrudan Yatırımlar) UDY'ler, GOÜ'lere yaptığı olumlu etkileri nedeniyle tanıtım ve teşvikler ile ülkelere girmesi istenen birer yatırım haline dönüşmüştür. Bu dönüşüm sürecinde portföy yatırımlarının ve UDY'lerin ekonomik büyümeyi hızlandırıcı etkisi önemli bir rol oynamıştır.

Ekonomik büyüme teori ve modellerinde ele alınan büyüme dinamikleri, uluslararası sermaye akımlarının ev sahibi ülkelerde etkisini gösterdiği dinamikler ile oldukça benzerlik göstermektedir. Örneğin, Harrod (1939) ve Domar (1946) büyüme teorilerinde; ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi için mutlaka tasarruf yapılması ve bu tasarrufların belli bir kısmının da yatırımlarda kullanılması gerektiğinden bahsedilmektedir. Teorilerine göre ekonomik büyümeyi yatırımlar belirlemekte ve yatırım miktarı arttıkça büyüme hızı da artmaktadır. Bu durumda, kısa dönem tüketimler azaltıp yatırımlar arttırılırsa veya dış borç alınıp mevcut tasarruflara katılırsa uzun dönem büyüme hızında yükselme sağlanacaktır.

Harrod-Domar tarafından büyümenin gerçekleşmesinde yatırım ve tasarruf oranlarına pozitif vurgu yapılıyor olması, portföy yatırımları ve UDY'lerin ev sahibi ülkeye yeni kaynak getirerek ekonomik büyümeyi sağlayacağı savı ile örtüşmektedir. Ancak Harrod-Domar, büyüme denklemine özellikle içsel büyüme modellerinde ele alınan

teknoloji, beşeri sermaye ve AR-GE gibi büyümede önemli rol alan değişkenleri almamıştır. Bu durum Harrod-Domar'ın büyüme teorisinin, sermaye akımlarının büyüme üzerindeki olumlu etkisini açıklamada yetersiz kalmasına neden olmuştur. Sonraları Neoklasik büyüme teorisi ile Solow (1957), tasarruf ve sermaye birikimine teknolojik gelişmeyi de eklemiştir. Özellikle UDY akımlarının ekonomik büyümeye katkısının teknolojik gelişme sonucunda oluşan verimlilik artışı ile açıklanması büyüme analizlerinde teknolojik gelişmenin önemini arttırmıştır.

Günümüzde uluslararası sermaye akımları daha çok içsel büyüme modelleri ile analiz edilmektedir. Bu modellerin AR-GE, beşeri sermaye birikimi ve dışsallıkları büyüme denklemine dâhil etmesi, uluslararası sermaye akımlarının büyümeyi dolaylı olarak arttırdığını açıklamada yeterli görülmektedir. Daha önceki büyüme teorileri, uluslararası akımların büyüme üzerinde etkisi olan sermaye, işgücü ve ürün girişi gibi doğrudan etkileri açıklamakta yeterli olsa da teknik bilgi, yönetimsel bilgiler, rekabete ve beşeri sermayeye katkılarını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. İçsel büyüme teorileri, uluslararası sermaye akımlarının büyüme üzerinde oluşturduğu dolaylı etkileri de açıklamayı başarmıştır.

Sonuç olarak, uluslararası sermaye akımlarının, büyüme teorilerinde bahsi geçen büyüme denklemine dâhil birçok değişkeni etkilediği kabul edilmektedir. Bu etki yatırımın türüne ve zamanına göre büyüme üzerinde olumlu ve olumsuz etkiler doğurmaktadır. Aşağıda bu etkileri (Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri) KVSH, portföy yatırımları ve UDY'ler açısından analiz eden çalışmalara yer verilmiştir.

2.6.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyümeye İlişkin Ampirik Literatür

Finansal piyasaların serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye hareketleri özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman kaynağı haline gelmiştir. Ekonomilerine kaynak aktaramayan birçok ülke, sıkıntısını duyduğu kaynak yetersizliğini, bu tür sermaye akımları ile karşılamaya çalışmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin birçoğu yabancı sermaye girişini özendirecek politikalar düzenleyerek, potansiyel büyümelerinin önündeki en büyük sorunu olan sermaye yetersizliğini uluslararası yabancı sermaye girişi ile aşmaya çalışmaktadır. Ülkeler, yabancı sermayenin büyümenin finansmanında oynadığı rolün önemini fark etmiş ve bu nedenle uluslararası sermaye önündeki engellerin kaldırılması yönünde düzenlemeler yapmıştır (Oktar, 1995:5).

Uluslararası sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalarda yer alan ortak görüşe göre; kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeyi terk etmesi sonucunda ortaya çıkan ekonomik krizler bir yana, sermaye girişlerinin ülke tasarrufları ve yatırımları üzerinde arttırıcı etki yaparak büyümede önemli rol oynamaktadır. Örneğin kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve uluslararası doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştıran Gruben ve McLeod (1998) çalışmasında doğrudan yabancı yatırımların, portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranının bütçe açıkları, uzun vadeli sermaye akımları ve ithalat ile ihracat toplamından oluşan ticaret değişkenlerine göre ekonomik büyüme üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak istatistiksel olarak portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki etkisinin, doğrudan yatırımlardan daha az olduğu belirtilmiştir. Diğer yandan sermaye hareketleri ve büyüme arasındaki bu sonuçlara dayanarak, Gruben ve McLeod (1998) doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları için sermaye kontrollerinin uygulanmaması gerektiğini öne sürmektedir. Literatürde konu ile ilgili çalışmaların pek çoğu Gruben ve Mcleod ile benzer sonuçlara ulaşmıştır.

Büyüme ve yabancı sermaye arasındaki ilişkiye yönelik yapılan ampirik çalışmalarda kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve uluslararası doğrudan yatırımların ülkenin milli gelirinde ortaya çıkardığı ekonomik büyüme potansiyeli ön plana çıkarılmaktadır. Bu çalışmada da bu sıra takip edilerek kısa vadeli sermaye hareketlerinin, portföy yatırımlarının ve uluslararası doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz eden literatür taramaları gözden geçirilecektir.

2.6.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Literatür

1980'li yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde liberalleşme uygulamalarının başlamasıyla, bu ülkelere yönelen yabancı fonlarda büyük artış gözlenmiştir. Bu artışta, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen makroekonomik reformlar sonucu oluşan ekonomik ortam ve gelişmiş ülkelerdeki faiz ve getiri oranlarındaki düşüş etkili olmuştur.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde 1980 sonrası ortaya çıkan artışlar, ülkelerin makroekonomik yapısını olumlu veya olumsuz olarak etkilemiştir. Ülkeye fiziki yatırım şeklinde giren uluslararası doğrudan yatırımlar beraberinde teknoloji ve yönetim becerisini de getirmekte, verimlilik

artışı sonucunda ülkenin ekonomik büyümesini olumlu olarak etkilemektedir. Ancak, son yıllarda bu ülkelere yönelik uluslararası sermaye yatırımları içerisinde kısa vadeli fonlar önemli bir oran teşkil etmektedir. Bu tür fonlar ilgili ülkelerde enflasyonist baskı oluşturabilmekte, döviz kurlarının aşırı değerlenmesine yol açarak cari işlemler açığına neden olabilmekte ve ayrıca yurt içi yatırım ve tasarruflar üzerinde olumsuz etki oluşturabilmektedir (Kar vd., 2003:10).

Ev sahibi ülkelere giren kısa vadeli sermaye, ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelmektedir. Bu nedenle, bu tür sermaye büyük ölçüde spekülatiftir ve sıcak para özelliği taşımaktadır. Vadelerin kısalığı nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir (Kont, 1998:695–707). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu özellikleri, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde makro ekonomik istikrarı tehdit etmektedir. Finansal krizlerin oluşumunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisini araştıran çalışmalardan Kregel (2000) yaptığı araştırmasında, 1997 yılında meydana gelen Güneydoğu Asya krizindeki esas nedenin kısa vadeli sermaye hareketleri olduğunu ileri sürmektedir. Lopez-Mejia (1999) ise 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerdeki ortaya çıkan krizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin bankacılık sistemini olumsuz etkilemesi ve krediler ile vade yükümlülüğü arasındaki uyumsuzluğun krizlerin oluşmasında etken olduğunu ileri sürmektedir (Lopez-Mejia, 1999:4).

Türkiye'de 2001 krizinin nedenlerine yönelik yapılan çalışmalardan biri olan Işık vd. (2004), 1991–2001 dönemindeki verileri yorumladığı çalışmasında Türkiye'de 2001 yılında ortaya çıkan krizin, yükselen ekonomik konjonktürde kısa vadeli spekülatif borçlanmaya dayanan bankacılık sisteminin kırılgan yapısı ve uygulanan iktisat politikalarına güvensizlikten kaynaklanan para ikamesi sonucunda ortaya çıktığını ileri sürmüştür. Bu da demektir ki, hızlı ekonomik büyüme ve kırılgan bankacılık sistemiyle istikrarsız hale gelen Türk ekonomisi, bekleyişlerdeki en küçük bir kötüleşmeyle finansal bir krizin içine girebilmektedir.

Papanek (1972) gelişmekte olan ülkelerin kronik sorunu haline gelen bütçe açıklarının finanse edilmesinin değişik yolları olduğunu söylemiş ve kısa vadeli sermaye borçlanmaları, yabancı yardım ve yabancı özel yatırımlar gibi sermaye hareketlerinin girişinin ülkeler tarafından cari açığın finansmanında kullanıldığını ifade etmiştir. Ancak bu tür yatırımlar kısa vadede sermaye birikimi vasıtasıyla büyümeyi azda olsa etkilemekte, uzun vadede ise bu kaynakların, etkin olmayan alanlarda kullanılması ve

kısa süre içinde ülkesine tekrar dönmesi nedeniyle büyüme üzerindeki etkisi negatif olmakta ve kronik bütçe açığı sorunu daha da büyümektedir.

Baharumshah vd. (2006) ise, kısa dönemli sermaye akımlarının uzun dönemli sermaye akımlarının aksine büyüme üzerinde negatif bir etkisinin olduğunu göstermiştir. Literatürdeki çalışmalar kısa vadeli sermaye hareketlerinin krizlere neden olduğunu söylese de, bu tür sermaye hareketleri girdiği ülkede geçici de olsa ülkelerin ekonomik dinamiklerine olumlu etkiler göstermektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ölçen çalışmalarda, bu tür sermaye akımlarının ülkelere girmesiyle ekonomik büyüme sağlandığı ancak çıkmasıyla ülkede ekonomik daralma ve bazen de kriz yaşandığı belirtilmiştir.

Bu çalışmalardan biri olan İnsel ve Sungur'un (2003) çalışmasında 1989–1999 döneminde Türkiye'ye giren kısa vadeli yabancı sermaye ve GSYİH verileri incelenmiş ve bu tür sermayenin ülkeye girişi büyüme üzerinde pozitif etki gösterirken çıkışının ise negatif etki gösterdiği ortaya konmuştur.

Son olarak yapılan ampirik çalışmaların sonuçlarını da göz önünde tutarak KVSH ile ilgili olarak şu açıklamalar yapılabilir;

- KVSH, cari açıklara ve enflasyona neden olmaktadır.
- KVSH, özel sektörün kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılayarak, bu sektörün yatırım ve üretimine olumlu katkıda bulunmaktadır. Sonuç olarak, Türkiye'de ekonomik değişkenler kısa vadeli sermaye girişinden olumlu, çıkışından olumsuz etkilenmekte bu durum ekonomik dengelerin bozulmasına ve oynaklıkların artmasına neden olmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003:16).

2.6.3. Portföy Yatırımları Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Literatür

1980 öncesi dönemde, uluslararası sermaye hareketleri, uluslararası doğrudan yatırımlar, banka kredileri, hükümetlere verilen yabancı kredi ve yardımlar şeklinde gerçekleşmiştir. 1980'lerden itibaren ise, uluslararası sermayenin serbest dolaşımını sağlayan koşullarla birlikte sadece getiri amaçlı sayılabilecek portföy yatırımları ağırlık kazanmıştır. 1990 yılına doğru yeni kazanç fırsatlarını gelişmekte olan ülkelerde gören uluslararası yatırımcılar, sermaye hareketlerini gelişmekte olan piyasalara doğru yönlendirmiştir (Göksu, 2005:1).

Literatürde portföy yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar; ekonomik büyümenin, portföy yatırımlarının

çeşitlerine ve yatırımı alan ülke gruplarına göre olumlu veya olumsuz yönde etkileneceğini öne sürmüşlerdir. Bu çalışmalardan biri olan Mosley vd. (1987), yaptıkları çalışmada; portföy yatırımları ve dış yardımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisinin negatif ve anlamsız olduğu yönünde bir sonuca ulaşılmıştır. Ancak, veri setindeki ülkeler bölge ve gelir gruplarına ayrıldığında; Asya'daki gelişmiş ülkelerde, açıklayıcı değişkenlerin ekonomik büyümeye katkısının pozitif ve anlamlı olduğu, fakir ülkelerde ise negatif ve anlamsız olduğu görülmüştür.

Yabancı portföy yatırımları ile GSYH arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan biri olan Bekaert ve Harvey (1998) araştırmasında sermayenin maliyetinin düşmesi sonucunda ülkelere giren hisse senedi ve tahvil akımlarındaki yükselme ev sahibi ülkelerin sermaye başına ekonomik büyümelerinde artış sağlamıştır. Buna ilave olarak sermaye akımlarındaki artış yatırımı alan ülkelerde, daha yüksek sermaye başına gayrisafi yurtiçi hâsıla, daha büyük ticaret sektörü, daha az uzun vadeli borçlanma ve daha az enflasyon sağlamıştır.

Reisen ve Soto (2001) çalışmalarında, uzun ve kısa vadeli sermaye girişleri normal şartlar altında ekonomik büyüme üzerinde belirli bir etki yapmazken, bankacılık sisteminin güçlendirilmesiyle uluslararası sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Buna göre; borç akımları yerine portföy yatırımları şeklinde menkul kıymetler piyasasına gelen yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin daha olumlu olduğu sonucuna varılmıştır. Menkul kıymet piyasasına gelen portföy yatırımlarının reel ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlı çıkarken; bono portföy yatırımları, uzun ve kısa vadeli ticari krediler ve banka kredilerinin etkisi negatif ve anlamlı çıkmıştır. Bu çalışmanın sonucu; gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerini arttırmada kredi almak yerine menkul kıymet piyasalarına gelen yatırımları teşvik etmesi gerektiğidir.

Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran bir diğer çalışmada Durham (2004), 80 ülkenin 1979–1998 yılları arasındaki verilerini kullanarak uluslararası doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının ülkelerin ekonomik büyümelerine etkisini ölçmeye çalışmıştır. Çalışma sonucunda yabancı portföy yatırımlarının doğrudan olmasa da, dolaylı olarak büyüme üzerinde olumlu etki gösterdiğine ilişkin bulgular elde edilmiştir (Durham, 2004:285). Portföy yatırımlarının ülkelerin sermaye birikimi ve tasarruf oranına katkı yapması ve bu tür fonların göreceli olarak uzun vadeye sahip olması, ülkelerdeki yatırılabilir fonlarda artış sağlayacağından, bu yatırımların ülkelerin ekonomik büyümesini gerçekleştirmesinde önemli bir rolü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bekaert ve Harvey (1998), 1987-1994 döneminde Amerika'dan 17 adet gelişmekte olan ülke ekonomilerine giren portföy yatırım verileri üzerinde yapılan çalışmada sermayenin maliyetinin düşmesi sonucunda ülkelere giren hisse senedi ve tahvil akımlarındaki yükselmenin, ev sahibi ülkelerin sermaye başına ekonomik büyümelerinde artış sağladığı tespit edilmiştir.

Kula (2003), Türkiye'ye ait 1980–2000 yılları arasındaki uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin bulguları kullanarak portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin negatif olduğunu göstermiş ve portföy yatırımları ile ilgili korelasyonlar istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Kula (2003), dışındaki tüm çalışmalarda portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca söz konusu çalışmalar ülkelerin borçlanmaları yerine uzun vadeli tahvil ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımlarını teşvik etmelerinin büyümeleri üzerinde olumlu katkı yapacağını göstermektedir.

Sonuç itibariyle, portföy yatırımlarının içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması ve yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmesi gibi nedenlerle büyümenin finansmanına katkıda bulunmasının yanısıra, ülke ekonomisinde enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve cari işlemler dengesinin kötüleşmesi şeklinde olumsuz etkiler de oluşturabileceği anlaşılmaktadır (Alp, 2000:180-199). Bu nedenle, portföy yatırımların kısa vadede ülkeden çıkışının engellenmesi ve üretken alanlara yönlendirilmesi gibi önlemler ile büyüme üzerindeki olumlu etkisi arttırılmalıdır.

2.6.4. Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Literatür

Uluslararası doğrudan yatırımlar ev sahibi ülkeler açısından, yurtiçi özel yatırımları tamamlayıcı ve yeni iş imkânları ile teknoloji transferine yol açan ve ev sahibi ülkede ekonomik büyümeyi sağlayan tüm aktörleri harekete geçiren önemli bir sermaye kaynağı olarak görülmektedir (Romer, 1993:567). Bununla birlikte, doğrudan yatırımlar bu rolünü her zaman etkin bir şekilde gerçekleştiremeyebilir. Yapılan ampirik çalışmalara göre yüksek massetme kapasitesine sahip ülkeler yabancı sermaye akımlarından daha fazla yararlanmaktadır (Caves, 1999:16).

2.6.4.1. Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi Pozitif Bulan Çalışmalar

Literatürde uluslararası doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini, bazı ülkeler ve sektörler için negatif bulan çalışmalar mevcut olmakla birlikte literatürdeki görüş birliği bu ilişkinin pozitif yönde olduğu şeklindedir. De Mello (1999), 1970–1990 dönemine ait toplam 33 ülkenin verilerini dinamik panel yöntemi kullanarak incelemiş ve doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasında güçlü bir pozitif etkinin varlığını tespit etmiştir. Büyüme üzerindeki bu etkinin, doğrudan yabancı yatırımların OECD ülkelerinde verimlilik artışı, OECD üyesi olmayan ülkelerde ise sermaye birikimi yoluyla ortaya çıktığını göstermiştir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, teknolojik olarak ileri olan ülkelerde daha çok, teknolojik olarak geri kalmış ülkelerde ise daha az çıkmıştır. Alfaro vd. (2004), 1975–1995 döneminde 71 ülke üzerine yaptığı çalışmada aynı pozitif sonuçlara ulaşmıştır. Uluslararası doğrudan yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğini gösteren diğer çalışmada Carkovic ve Levine (2002), 72 ülkenin 1960–1995 dönemine ait teknoloji transferi yoluyla ülkelere giren UDY'lerin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğini vurgulamıştır. Ancak çalışmada kullanılan model, söz konusu ülkelerdeki büyümenin gerçekleşmesi için uluslararası doğrudan yatırımların tek başına yeterli olmayacağını ortaya koymuştur. Balasubramanyam vd. (1999) ise; UDY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ihracatı teşvik eden ve ithal ikameci politika izleyen 46 ülkenin 11 yıllık verilerini incelemiş ve UDY'nin büyüme üzerindeki etkisini pozitif olarak bulmuştur. Çalışmada, ihracatı teşvik eden ülkelerde UDY'nin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin ithal ikameci politika izleyen ülkelere göre daha fazla olduğu sonucuna varılmıştır. Baharumshah vd. (2006), 1982-2001 dönemi Doğu Asya ülkelerinin verilerini panel veri yöntemi ile incelemiş ve UDY'lerin ekonomik büyümeye pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte, UDY'lerin büyüme üzerinde yurt içi tasarruflardan daha fazla pozitif etkisinin olduğu, UDY akımlarının beşeri sermaye gibi kaynakları daha etkin kullanarak verimliliği daha fazla arttırdığı ve tasarruf yatırım açığını kapattığı tespit edilmiştir. Benzer bir çalışmada, Li ve Liu (2004) tarafından gerçekleştirilmiş ve özellikle 1980'lerin ortalarından itibaren UDY ve büyüme arasında pozitif ve güçlü bir ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur. Bu pozitif ilişkinin beşeri sermaye ile desteklendiğinde güçlendiği; teknoloji açığı olan ülkelerde ise zayıfladığı görülmüştür. UDY ile ekonomik büyüme üzerine yapılan çalışmaların çoğu bu yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğunu göstermiştir.

Bunlardan biri olan Makki ve Somwaru'nun (2004) çalışmasında, UDY' nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışma sonunda UDY'lerin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği ve UDY'ler; dış ticaret, beşeri sermaye ve yurtiçi sabit sermaye yatırımlar ile beraber desteklendiğinde bu etkinin daha güçlü olduğu ortaya konulmuştur.

McLean ve Shrestha (2002), Asya, Latin Amerika ve Afrika'daki 20'si gelişmiş, 20'si de gelişmekte olan 40 ülkenin 1976–95 dönemine ait verilerini panel veri yöntemiyle incelemiş ve sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Buna göre UDY'nin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği, ticari krediler şeklindeki sermaye girişlerinin ise ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Soto (2000), uzun ve kısa vadeli sermaye girişlerinin normal şartlar altında ekonomik büyüme üzerinde belirli bir etki oluşturmadığı; bankacılık sisteminin güçlendirilmesiyle yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği sonucuna ulaşmıştır. UDY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkinliğini ölçen Nunnenkamp ve Spatz (2004), çalışmalarında, sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde etkilerinin olabilmesinde ülke ve yatırımın yapıldığı endüstri özelliklerinin dikkate alınması gerektiğini belirtmiştir. Bu açıdan teknoloji yoğunluğu, faktör gereksinimi, yerel ve yabancı piyasalarla bağlantılar ile yabancı menşeli şirketlerin dikey entegrasyon derecesi gibi endüstri özellikleri, UDY'lerin büyümeyi etkilemesinde önemli faktörlerdir.

2.6.4.2. Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiyi Pozitif ve Negatif Olarak Bulan Çalışmalar

Ülkelere özgü ekonomik faktörler, sahip oldukları gelir ve uluslararası sermayeden yararlanma derecelerine göre, UDY'lerin büyüme üzerindeki etkisi pozitif veya negatif olarak değişebilmektedir. Ülkelerin uyguladıkları ekonomik reformun zamanı dikkate alınarak yapılan çalışmada Merlevede ve Schoors (2004), 25 GOÜ ekonomisini incelemiş ve UDY'ye ilişkin reformları daha eskiye dayanan ülkelerde daha yüksek büyüme gerçekleştiğini yeni reformist sürece başlamış ekonomilerde büyümenin negatif etkilendiğini tespit etmiştir. Laureti ve Postiglione (2005), analize katılan ülkelerin yüksek gelirli ve orta gelirli gibi iki sınıfa ayrıldığı çalışmada, açık pazar ekonomisini benimseyen ve uluslararası ticari özelleştirmeye taraf olan yüksek gelirli ülkelerde uluslararası doğrudan yatırımların ekonomik büyümeye etkisi pozitif iken;

uluslararası ticari serbestleşmeyi benimseyemeyen orta gelirli ülkelerde bu etkinin negatif olduğu görülmüştür.

UDY'ler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi farklı sektörleri dikkate alarak araştıran diğer çalışmada Khaliq ve Noy (2007), çalışması sonucunda UDY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin güçlü ve pozitif olduğunu tespit etmiştir. Araştırmada; tarım ve hayvancılık, imalat, elektrik-su, yapı ve inşaat, otel ve restoran, banka ve finans, taşımacılık ve haberleşme endüstrisi gibi sektörlerde ülkeye giriş yapan UDY'lerin ekonomik büyümeye katkısı pozitif çıkarken, madencilik ve taşçılık endüstrisinde bu etkinin negatif olduğu görülmüştür.

Borensztein, Gregorio ve Lee (1998) 1970–89 yılları arasında 69 GOÜ üzerinde yaptıkları çalışmada UDY akımlarının büyüme üzerinde marjinal rolünün olduğunu ve bunun yatırımın yapıldığı ülkenin beşeri sermaye düzeyine bağlı olduğunu tespit etmiştir. Yani UDY ile beşeri sermayeyi temsilen kullanılan eğitimsel yetenekler arasında güçlü ve pozitif bir etkileşim bulunmuştur. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerdeki düşük beşeri sermaye düzeyleri, UDY akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin negatif olmasına yol açmaktadır.

2.7. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN ENFLASYON, BÜYÜME VE CARİ AÇIK ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

2014 yılı sonuna yaklaşırken Türkiye'nin özet makro görünümünün negatif unsurları; yüksek enflasyon, zorlanan bir para politikası, görece düşük büyüme, risk oluşturmaktan bir türlü uzaklaştırılamayan cari açıktır. Pozitif olarak ise, bütçe disiplini ve sağlam bir bankacılık sayılabilir.

Aynı dönemde tüm dünya ekonomilerinde son derece kaygan bir zeminin var oluşu, gelişen piyasalar açısından risk oluşturmaktadır. Makro dinamikleri emsallerine kıyasla sağlam ekonomiler bu süreçten daha az etkilenirken, makro tarafı görece zayıf olan ülkelerin mali piyasaları ve ekonomileri bu süreçte çok daha ciddi bir risk altında kalmaktadır. Türkiye tarafında ise enflasyon, büyüme ve dış denge gibi unsurlarda kalıcı iyileşme görülebilmesi için önemli reformların gerçekleştirilmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Özellikle bankacılık sektörümüzün oldukça güçlü ve sağlıklı olması bu reform döneminde Türkiye'nin alacağı önlemler sırasında ülkemiz için tampon görevi görecektir.

Tablo 11 Türkiye Ekonomisi Makro Çerçeve

Makro Çerçeve

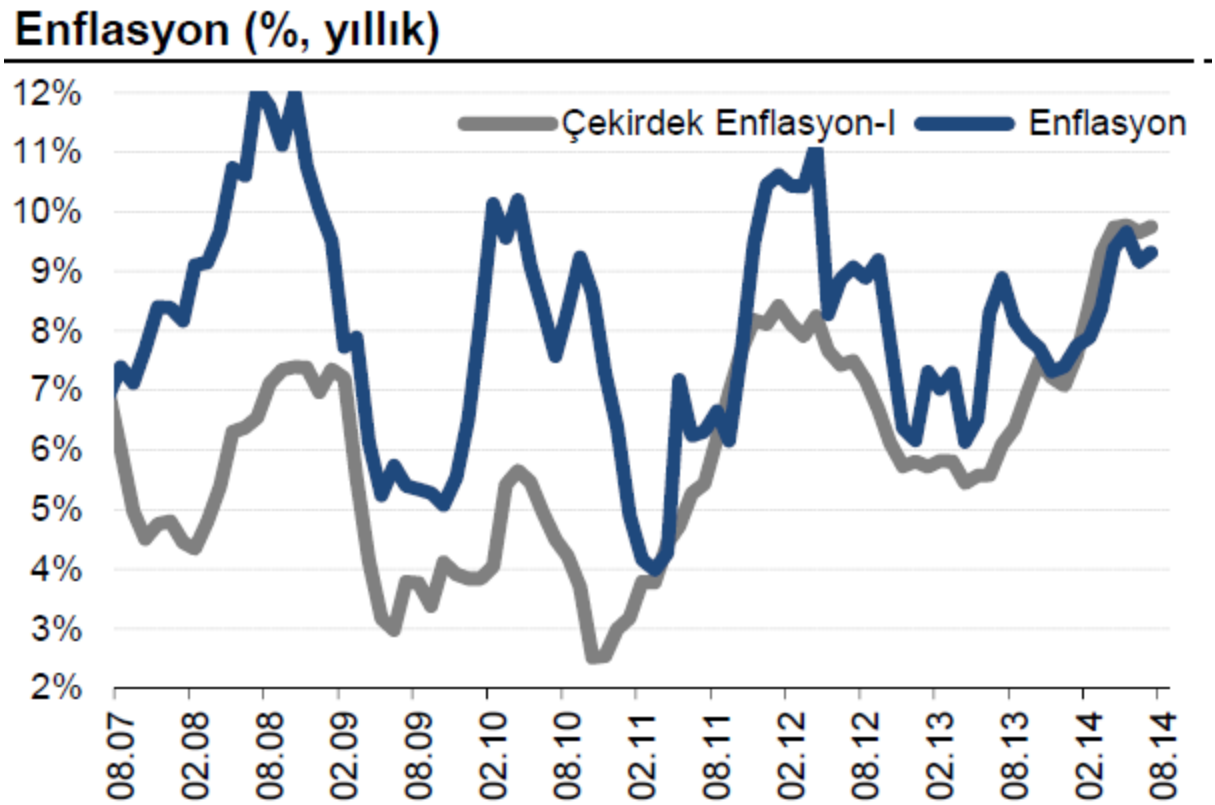
	2012	2013	2014T	2015T
GSYH (milyar dolar)	789	820	811	885
GSYH (reel, %)	2,2	4,0	2,5	4,0
Cari Denge (milyar dolar)	-47,7	-65,0	-45,0	-55,0
Cari Denge (GSYH %)	-6,1	-7,9	-5,5	-6,2
TÜFE (yıl sonu)	6,20	7,40	8,20	6,00
Gösterge Faizi (dönem-sonu, bileşik)	5,90	10,10	8,25	8,00
Politika Faizi (dönem-sonu)	5,50	4,50	7,75	7,00
$/TL (dönem-sonu)	1,78	2,14	2,10	2,18
$/TL (ortalama)	1,79	1,90	2,12	2,14
Bütçe Dengesi / GSYH	-2,0	-1,2	-1,9*	-1,6*
Faiz Dışı Fazla/GSYH	1,4	2,0	1,1*	1,2*

Kaynak:, TCMB,TUİK,Maliye Bakanlığı,İş Bankası-Akbank-GarantiYatırım 2014 2.Dönem Rapor

*Orta vadeli mali plan 2014-2015

Finansal aktörlerin makro hedeflere dair beklentileri yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere; enflasyonda kısa vadede düşüş, orta vadede ise yükseliş beklentisi şeklindedir. Bu durum bize Türkiye'nin yüksek enflasyon probleminin çeşitli kesimler tarafından hala tutucu ve negatif bir biçimde fiyatlandığı yönünde bir sinyal vermektedir.

2014 için %2.5, 2015 için %4 büyüme beklentisi genel bir beklentiyi yansıtmaktadır. Cari açık azalsa da riskin devam edeceği beklentisi geniş bir yelpazede kabul görmektedir. En güçlü kalemimiz olan bütçe açısından 2014 sonu için yapılan bütçe açığı/GSYH ve faiz dışı fazla/GSYH hedeflerinin yakalanmasında sorun gözükmemektedir.



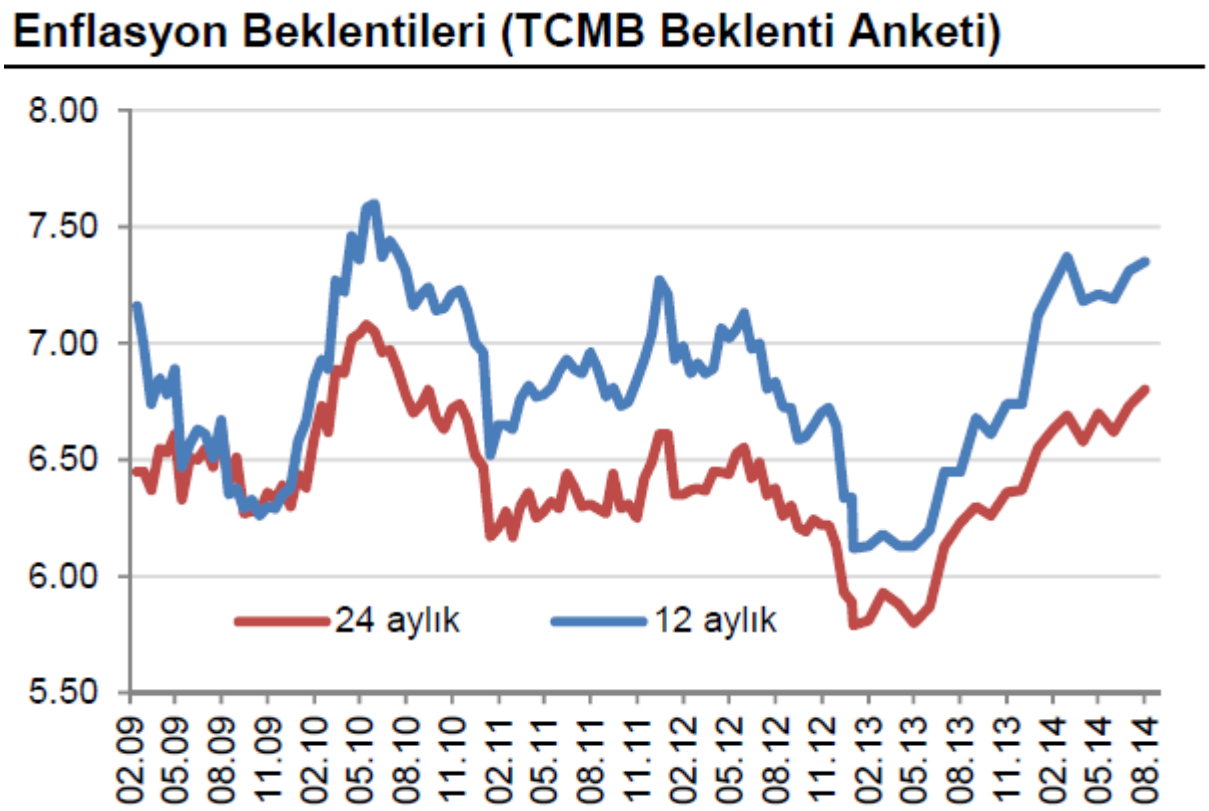
Şekil 4 Enflasyon Değerlendirmesi 2014

Kaynak : TCMB,TUİK

http://evds.tcmb.gov.tr/

http://tuikapp.tuik.gov.tr/Gosterge/

Türkiye 2015'e yaklaşırken enflasyon tarafında son derece kırılgan bir dönemden geçmektedir. %9-10 aralığında bir enflasyonun var oluşu ve bunun sadece gıda fiyatlarından ya da bir kereye mahsus fiyat artışlarından kaynaklanmıyor olması, Türkiye'nin hizmet kalemlerine yansıyan ve düşmesi mal fiyatlarına göre daha zor olan bir enflasyonla karşı karşıya olduğunu göstermektedir. Vurgulamak gerekirse enflasyonun düşmesinden ziyade o düşük seviyenin sürdürülebilir olması çok önemlidir. Kısa vadede enflasyonun düşeceği kabul edilmekle birlikte, enflasyona dair orta ve uzun vadedeki endişe ki buna TÜİK verilerine göre fiyatlarda gözlenen tüm geçici etkilerin arındırılması sonucu fiyatların genel düzeyindeki artış anlamına gelen çekirdek enflasyonda meydana gelen yükselme, fiyat istikrarının sağlanamadığı bir ekonomide sürdürülebilir büyümenin yakalanmasını zorlaştırmaktadır.

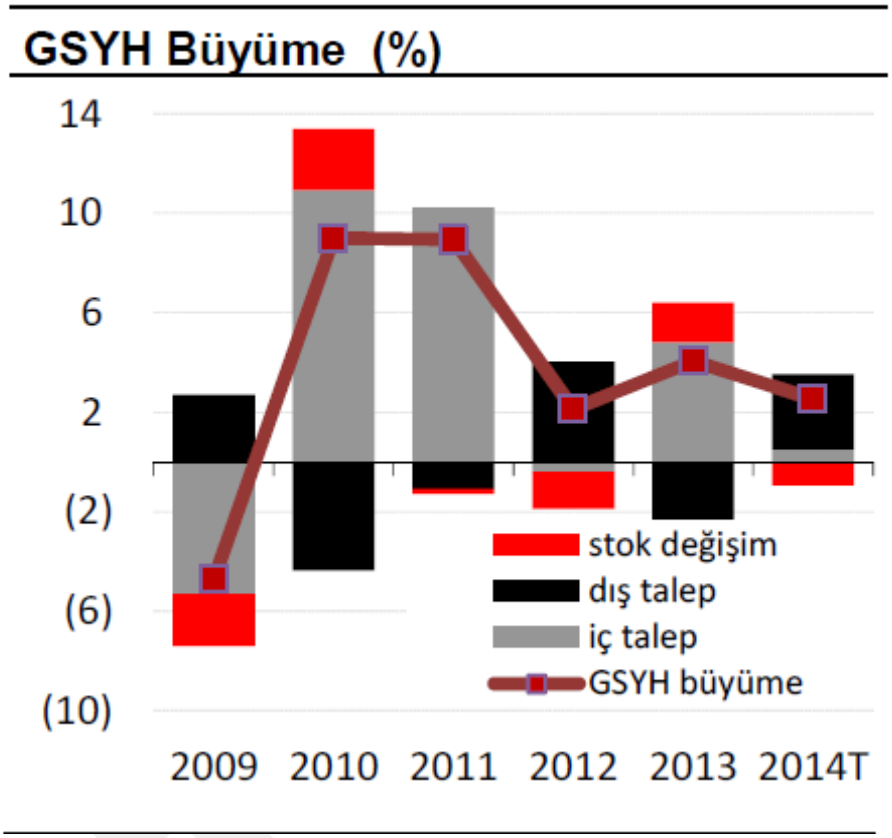


Şekil 5 Enflasyon Beklentileri

Kaynak:http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Egilim+Anketleri/Beklenti+Anketi/Toplu+Sonuclar+Agust+2014

Türkiye ekonomisinde sağlıklı büyümenin sürdürülebilir olması için alt kalemlerin tatmin edici işaretler veriyor olması çok önemlidir. Bunun için de özel sektör yatırımları ve hane halkı tüketiminin canlı olması aranan özelliklerdir. Son 3 yıldır Türkiye'de özel sektör yatırımlarının daralıyor olması, büyümenin kompozisyonun yeterince sağlıklı olmadığının bir göstergesidir. Yatırım yapmadan bir ülkenin yıllar boyu büyümesinin iktisadi açıdan çok mümkün olmaması ihracata dayalı bir büyüme modelini zorunlu kılmaktadır. Ne yazık ki, Türkiye'nin böyle bir büyüme modelinin henüz mevcut olmayışı, ihracat tarafında Avrupa'nın yavaşlıyor olması ve bölgesel olumsuz gelişmeler büyümede ihracat kaleminden beklenen destek açısından risk oluşturmaktadır. 2014 büyümesinde ihracatın verdiği desteğin sadece döngüsel olması ve yapısal olarak desteklenen bir sürecin bulunmaması nedeniyle sürdürülebilirlikten uzak bir büyümeden söz edilebilir. Son birkaç çeyrektir %4 civarında gelen büyümenin kaynağı incelendiğinde, bunun bir taraftan kamu desteği, diğer taraftan da dış ticaret katkısından kaynaklandığı anlaşılmaktadır. 2014 yılında daha az cari açık veriyor

olmamız büyümeye olumlu yansımakta fakat bunun döngüsel faktörlere dayalı olması, yapısal bir kazanımdan kaynaklanmaması dikkat edilmesi gereken bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye daha çok tasarruf ettiği için değil, 2013 yılı sonunda yaşanan döviz kurlarındaki sıçrama sonucunda özel sektörün tüketmemesi ve yatırım yapmamasından dolayı harcama yapılmaması cari açığı azaltmaktadır. Öncelikle özel sektörün yatırım yapması gerekirken aksine 2011 sonundan bugüne özel sektör yatırımlarının ortalama %2 daraldığı açıkça görülmektedir.

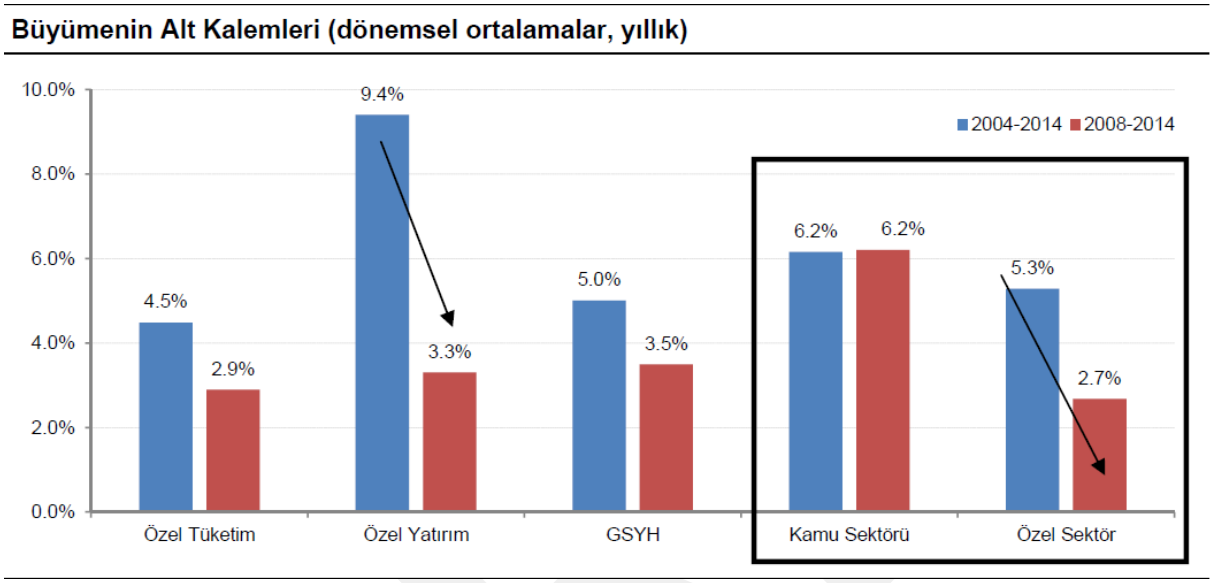


Şekil 6 GSYH Büyüme Değerlendirme

Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist, http://hazine.gov.tr

Kamu tarafından da dönem dönem harcamaların artması ile büyümeye bir katkı geldiği kabul edilmekle beraber, kamu tarafının sınırsız olarak tasarruf etmeden sürekli harcamak suretiyle büyümeyi desteklemesi de imkansız bir durumdur. Kaldı ki; söz konusu kamu desteğinin sürekli hale gelmesi şu an en güçlü kalemlerimizden biri olan bütçe dinamiklerinin bozulmasına yol açacaktır. Dolayısıyla bu tarz bir katkının da ne kadar sürdürülebilir olduğuna dair soruyu gözardı etmeden bir an evvel önlemler alınması zorunlu hale gelmiştir. Özetle Türkiye'de manşet büyüme rakamı %4 olsa da

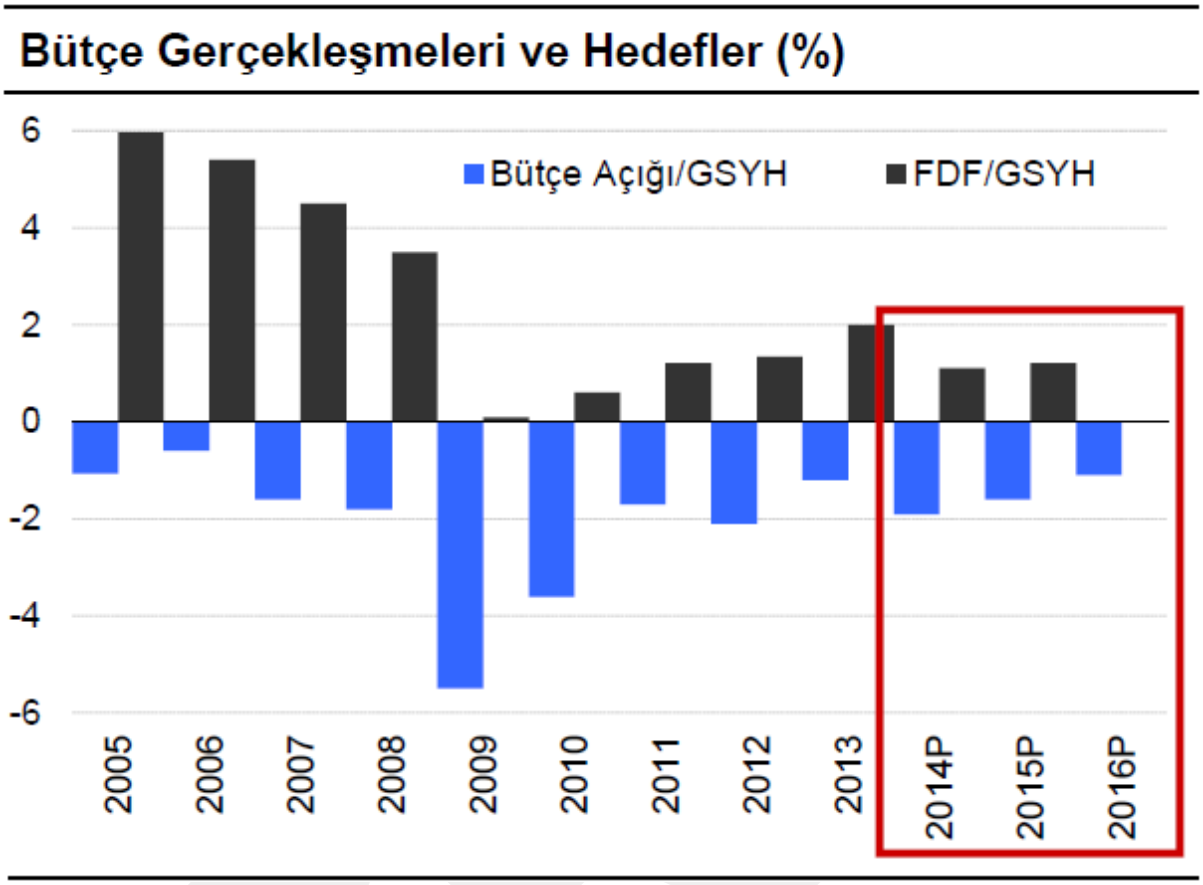
alt detaylar büyüme kompozisyonunun arzu edilen sağlıklı yapıya henüz ulaşamadığını göstermektedir. Şu an ekonomi için en büyük riskin büyüme tarafında olduğunu söyleyebiliriz.



Şekil 7 Türkiye'de Büyümenin Alt Kalemleri

Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist, http://hazine.gov.tr

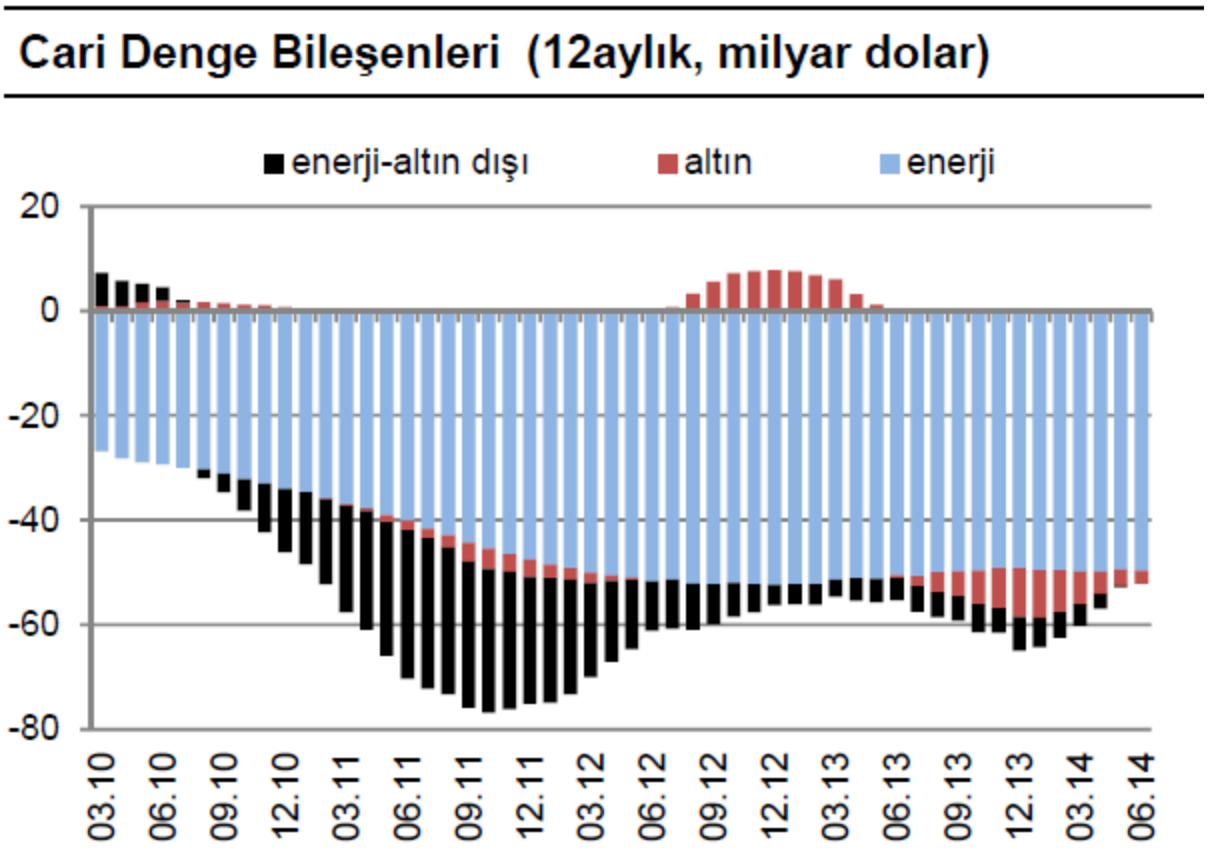
Dış dengeye bakılacak olursa; özel sektörün yatırım yapmayıp tüketmediği bir ekonomide %5.5 gibi bir cari açığın yüksek olduğu söylenebilir. Çünkü özel sektör yatırım yapmaya başladığı takdirde, bu yatırım tasarruflar ile finanse edilmeyeceği için yeniden cari açığın GSYH'nin %7-8'ine sıçrama riski bulunmaktadır. Öte yandan döngüsel olarak cari açığın halen düşüyor olması, konjonktür gereği lehimize hareket eden petrol fiyatları Türkiye'ye bir miktar zaman kazandıracaktır. Kısa vadede dış dengedeki düzeltme olumlu olsa da orta uzun vadede cari açık kaynaklı sorunumuz yani tasarruf edemeyen bir ekonomi olmamızdan kaynaklanan sıkıntımıza çözüm bulunmadığı takdirde bu sorun Türkiye için her zaman diğer gelişmekte olan ülkeler ile mukayesemizde önümüze çıkabilecek bir problem olarak kalacaktır.



Şekil 8 Bütçe Gerçekleşmeleri ve Hedefler (2005-2016)

Kaynak:https://portal.muhasebat.gov.tr

Türk ekonomisinin en kuvvetli verisi olan bütçeye bakıldığında kamu borcunun düşük ve bütçe disiplinin de devam ettiği görülmektedir. Burada, ayrıca büyümeyi geçici de olsa destekleyecek kadar alanın mevcut olması büyümeyi 1-2 yıl bu şekilde destekleyebilir. Fakat bunun sürdürülebilir olduğunu düşünüp rehavete kapılmamamız gerekir.



Şekil 9 Cari Denge Bileşenleri

Kaynak:https://portal.muhasebat.gov.tr/mgmportal/content/, http://www.tcmb.gov.tr/

2.8. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE DEĞERLENDİRME

Yapılan literatür taramasında özellikle UDY ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi genellikle pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. UDY'lerin ev sahibi ülkeler üzerindeki olumlu etkisi bazı yasal düzenlemeler ile daha uzun vadede sağlanabilmektedir. Örneğin, UDY'lerin ev sahibi ülkedeki kazançlarını tekrar aynı ülkede yatırıma dönüştürmesi, ülke ekonomisinde büyüme ve istihdam artışı sağlamaktadır. Ancak bu ülkelerin elde ettikleri kârları kendi ülkelerine götürmeleri ev sahibi ülkelerde sermaye aşınmasına sebep olarak büyümeyi negatif yönde etkilemektedir.

Uluslararası doğrudan yatırımların yanı sıra diğer yabancı sermayenin bir ülkeye girişi, yerel ve diğer yabancı yatırımcıların menkul kıymet satın alma güvenini arttırmaktadır. Özellikle sermaye akışının daha yoğun olduğu gelişmekte olan ekonomilerde sermaye akımının fazla olması, bu ülkelerde menkul kıymet kazançlarını arttıracağından

gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru menkul kıymet girişleri artarak devam edecektir. Yabancı sermayenin gelişmekte olan ülke ekonomilerine girişi, ülkedeki döviz rezervlerini ve dolayısıyla söz konusu ülkelerin kredi derecesini arttırarak bu ülkeleri daha ucuz borçlanma imkânına kavuşturacaktır. Bu ise sosyal refah anlayışının artarak devam edeceği bu tür ülkelerde hükümetin ihtiyacı olan kamu hizmetlerini yerine getirmede kullanacağı kaynakların finansmanını kolaylaştıracaktır. Ayrıca, döviz rezervlerinin bolluğu, yüksek hızda üretim için gerekli yatırım ara mallarının daha ucuza mal edilmesine imkân sağlayacaktır. Topyekûn bakıldığında hükümet harcamaları ve üretim artışı çarpan etkisiyle milli gelir dolayısıyla ekonomik büyümenin gerçekleşmesini sağlayacaktır.

Her ne kadar kısa vadeli dolaylı yabancı sermaye, gelişmekte olan ülkelerdeki cari açık sorununu belirli bir süre ortadan kaldırsa da, bu sermaye akımlarının ülkelerde meydana gelen olumsuz dalgalanmalardan çabuk etkilenmesi ve ülkeyi terk etmesi krizlerin oluşumunu kolaylaştırmakta, sermaye girişinin verdiği olumlu hava bu sefer fazlasıyla olumsuzluğa dönüşmektedir. Bazı ekonomistlere göre bu tür sermaye akımları, doğru politikaları teşvik etmesi ve yanlış politikaları cezalandırması yoluyla makro ekonomik politikaların disipline edilmesini sağlamaktadır (Grilli ve Milesi-Ferretti, 1995:36). Böyle bir durumda yine ülkelerin bu tür sıcak para denilen sermaye akımlarını önleyecek yapısal ve teknik düzenlemeleri yapması gereklidir.

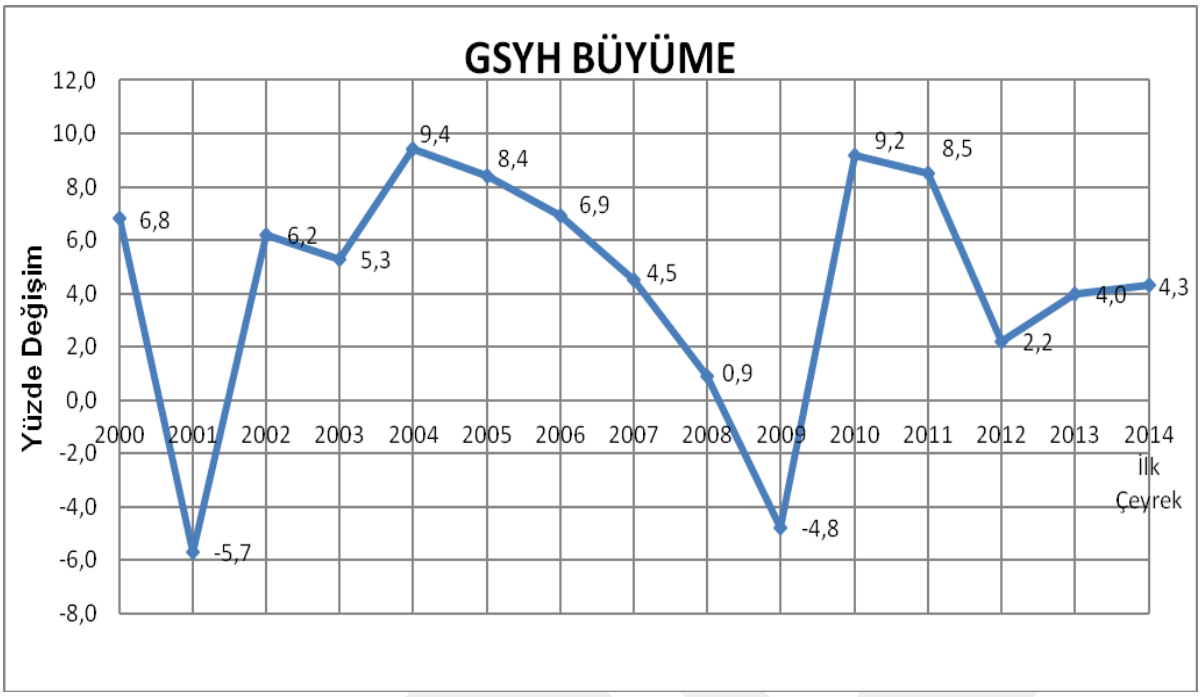
Uluslararası sermaye hareketleri hem dışsal hem de içsel büyüme modellerinde ekonomik büyümenin önemli bir değişkeni olarak kabul edilmektedir. Klasik büyüme teorisinde uluslararası sermaye akımlarının fiziki sermaye birikimini arttırarak ekonomik büyümeyi sağladığı vurgulanırken, neoklasik büyüme teorisinin teknolojik gelişmeyi büyüme analizlerine dâhil etmesiyle teknik bilgi ile ortaya çıkan beşeri sermaye birikimi, yeni bir kavram olarak büyüme analizlerinde yerini almıştır. İçsel büyüme teorilerinde ise gelişmekte olan ülke ekonomilerine giren uluslararası sermaye hareketlerinin teknolojik gelişme, işgücü verimliliği ve AR-GE harcamaları yoluyla pozitif dışsallık ve taşmalar sağlayarak ekonomik büyümeyi arttırdığı vurgulanmıştır.

Asıl amacı ülkeler arasındaki faiz ve döviz farkının oluşturduğu arbitraj imkânından yararlanmak olan bu tür akımlar ülkelere girdiğinde genellikle cari açığın ve kamu borçlarının finansmanında kullanılmaktadır. Ancak bu tür akımların vadelerinin kısa olması ve her an nakde dönüştürülme ihtimali nedeniyle ülkeyi çok çabuk terk edebilmektedirler. Ülkeyi terk ederken konvertibl bir para birimine dönüştürülen bu fonlar ülkenin döviz rezervlerini eritmekte, çıkan paranın miktarına göre de ülkede makroekonomik istikrarsızlıklar ortaya çıkmaktadır.

Yapılan literatür taramasında kısa dönemli sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasında negatif ilişki olduğu saptanmıştır. Kısa vadeli sermaye akımları ve bu akımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisine yönelik yapılan ampirik çalışmaların hemen hepsi, ülkelere giren kısa vadeli sermayenin geçici bir süre için yurt içi tasarrufları arttırarak büyümeyi sağladığı, ülkeden çıkışında ise ekonomik istikrarı bozarak büyüme üzerinde olumsuz etkiye neden olduğu görüşünde birleşmektedir. Ayrıca, kısa vadeli sermaye akımları büyümenin temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmamakta, tersine istikrarsızlığı besleyerek GOÜ'lerde finansal kriz potansiyelinin önemli bir kaynağını oluşturmaktadır. Bu istikrarsızlığın nedeni kısa dönemli sermaye sonucunda ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusuyla açıklanmaktadır. Aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralmasına yol açan bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek istikrarsız ve çarpık bir büyüme trendine yol açmaktadır. Bu nedenle GOÜ'ler istikrarlı ve kontrollü büyüme gerçekleştirebilmek için, bir takım yasal düzenlemeler ile kısa vadeli sermaye akımlarını kontrol altına almak zorundadır.

Portföy yatırımları yabancı ülkelerde faiz farklılığından yararlanarak tahvil veya bono almak yahut reel sermayeyi temsil eden hisse senedine yatırım yapmak olarak kabul edilmektedir. Gelişmekte olan piyasalar portföy yatırımı şeklinde gerçekleşen global sermaye hareketlerinde önemli paya sahiptirler. Bugün birçok gelişmiş piyasanın uzman yatırımcıları portföylerinde gelişmekte olan ülkelere özel paylar ayırmakta ve fonlar oluşturmaktadır.

Burada karşılaşılan diğer bir husus ise, GOÜ'lere giren portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki göstermesidir. GOÜ'lere portföy yatırımları şeklinde giren uluslararası sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin düşük gelirli GOÜ'lerde bir kattan daha fazla olması bu yatırımların söz konusu ülkelerin ekonomik büyümelerini gerçekleştirmede son derece önemli olduğunu göstermektedir. Düşük gelirli ülkelerde uluslararası yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz eden çalışmalar, portföy yatırımları gibi sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki göstermesini ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde lokomotif konumda olan sermaye birikimi artışını sağlamasıyla açıklamaktadır. Portföy yatırımlarının GOÜ'lerin finansman ihtiyaçlarını karşılaması bu ülkeler içinde portföy yatırımlarının önemini gittikçe arttırmaktadır. Ancak bu yatırımların kısa vadeli oldukları ve üretken olmayan alanlarda kullanıldıkları göz önünde tutulup ekonomik büyümeye ilişkin politikaların bu durumun getireceği riskleri dikkate alarak oluşturulması gerekmektedir.



Şekil 10 GSYH Büyüme (2000-2014)

Kaynak : HM, TCMB, TÜİK

Varılan diğer bir sonuç ise her bölgeye ve gelir grubuna ait UDY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğudur. Bu olumlu etkinin nedeninin anlaşılabilmesi için UDY'lerin girdikleri ülkelere ekonomik olarak ne kazandırdığının araştırılması gerekmektedir. UDY'lerin büyük üretim ölçeğine sahip ve bilginin yayılmasında en etkin birimler olarak görülen (Çok Uluslu Şirketler) ÇUŞ'lar tarafından gerçekleştirilmesi, ev sahibi ülkeye teknolojik bilginin ve nitelikli beşeri sermayenin getirilmesine zemin hazırlamaktadır.

Uluslararası doğrudan yatırımların GOÜ'lere sağladığı yararlar göz önünde tutulduğunda, gelişmekte olan ülkelerin hızlı ve istikrarlı bir büyüme sağlayabilmesi için, uluslararası doğrudan yatırımların hızlandırılması ve ekonomik etkinliğinin arttırılmasına yönelik uzun vadeli ve kararlı politikaların takip edilmesi oldukça önem taşımaktadır. Uluslararası doğrudan yatırımlar açısından ekonomik ve siyasi istikrarın gerekli fakat yeterli olmadığı göz önünde tutulup, GOÜ'lerin tutarlı ekonomi politikaları yaparak UDY girişlerini özendirmeleri gerekmektedir. Ayrıca yerel firmaların rekabet edebilmeleri ve verimlilik artışı sağlayabilmeleri için beşeri sermaye, yönetimsel beceri ve teknoloji transferi gerçekleştirebilen ÇUŞ'ların GOÜ'lere girişi teşvik edilmelidir. Farklı sermaye türlerinin büyüme üzerindeki etkisi o ülkenin kendine özgü şartlarına göre değişmektedir.

Tablo 12 Türkiye Brüt Dış Borç Stoku (1989-2013)

(Milyon ABD Doları)	KAMU SEKTÖRÜ			TCMB			ÖZEL SEKTÖR			TÜRKİYE BRÜT DIŞ BORÇ STOKU (I+II+III)	TÜRKİYE BRÜT DIŞ BORÇ STOKU / GSYH (%)
	KISA VADELİ STOK	UZUN VADELİ STOK	**TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU (I)**	KISA VADELİ STOK	UZUN VADELİ STOK	**TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU (II)**	KISA VADELİ STOK	UZUN VADELİ STOK	**TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU (III)**		
1989	0	29.446	**29.446**	799	7.028	**7.827**	4.946	1.692	**6.638**	**43.911**	**30.8**
1990	0	33.268	**33.268**	855	7.487	**8.342**	8.645	2.125	**10.770**	**52.381**	**26.1**
1991	281	34.999	**35.280**	557	6.658	**7.215**	8.279	2.849	**11.128**	**53.623**	**26.7**
1992	400	36.076	**36.476**	572	6.158	**6.730**	11.688	3.702	**15.390**	**58.595**	**27.8**
1993	65	39.575	**39.640**	667	6.626	**7.293**	17.741	5.838	**23.579**	**70.512**	**29.6**
1994	36	41.705	**41.741**	828	8.949	**9.777**	10.323	6.863	**17.186**	**68.705**	**38.8**
1995	250	41.753	**42.003**	993	11.178	**12.171**	14.257	7.517	**21.774**	**75.948**	**33.6**
1996	0	40.192	**40.192**	984	11.397	**12.381**	16.088	10.637	**26.725**	**79.299**	**32.6**
1997	204	38.864	**39.068**	889	10.876	**11.765**	16.598	16.925	**33.523**	**84.356**	**33.2**
1998	1.602	39.737	**41.339**	905	12.081	**12.986**	18.267	23.760	**42.026**	**96.351**	**35.6**
1999	1.581	42.526	**44.107**	686	10.320	**11.006**	20.654	27.357	**48.011**	**103.123**	**41.7**
2000	2.461	47.621	**50.081**	653	13.437	**14.090**	25.187	29.244	**54.431**	**118.602**	**44.7**
2001	1.019	46.110	**47.129**	752	23.599	**24.351**	14.632	27.480	**42.112**	**113.592**	**57.7**
2002	915	63.618	**64.533**	1.655	20.348	**22.003**	13.854	29.202	**43.056**	**129.592**	**56.2**
2003	1.341	69.503	**70.844**	2.860	21.513	**24.373**	18.812	30.129	**48.941**	**144.157**	**47.3**
2004	1.840	73.828	**75.668**	3.287	18.123	**21.410**	27.076	37.023	**64.099**	**161.177**	**41.3**
2005	2.133	68.278	**70.411**	2.763	12.662	**15.425**	34.018	50.960	**84.978**	**170.814**	**35.5**
2006	1.750	69.837	**71.587**	2.563	13.115	**15.678**	38.540	82.522	**121.062**	**208.327**	**39.6**
2007	2.163	71.362	**73.525**	2.282	13.519	**15.801**	38.700	122.276	**160.976**	**250.303**	**38.6**
2008	3.248	75.058	**78.306**	1.874	12.192	**14.066**	47.397	141.394	**188.791**	**281.163**	**37.9**
2009	3.598	79.884	**83.482**	1.764	11.398	**13.162**	43.628	128.858	**172.486**	**269.130**	**43.6**
2010	4.290	84.791	**89.081**	1.553	10.012	**11.565**	71.451	119.714	**191.165**	**291.810**	**39.9**
2011	7.013	87.268	**94.281**	1.239	8.095	**9.334**	73.589	126.681	**200.270**	**303.884**	**39.3**
2012	11.040	92.983	**104.023**	1.036	6.052	**7.088**	88.464	138.734	**227.198**	**338.309**	**43.0**
2013	17.605	98.371	**115.976**	833	4.401	**5.234**	110.669	156.364	**267.033**	**388.243**	**47.3**

Kaynak:http://hazine.gov.tr/

Türkiye'ye 1989 yılından itibaren yüksek miktarda yabancı sermaye girişi gözlenmektedir. Ancak her kriz döneminde sermaye hareketlerinde yüksek hacimli dalgalanmalar yaşanmaktadır. Bu durum krizlerin oluşumunda sermaye hareketlerinin tetikleyici rolüne dikkat çekmekte sermaye akımlarının niteliklerinin sorgulanmasına neden olmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR

Literatürde fiyat istikrarının tanımı üzerinde büyük oranda bir anlaşma olmasına karşın, finansal istikrar kavramının tanımlanmasında aynı netlik ve anlam birliği sağlanmamaktadır. Finansal istikrar tanımındaki bu belirsizliğin nedenleri şu şekilde sıralabilir; finansal istikrarla ilgili gelişmeler tek bir nitel göstergeyle açıklanamamaktadır. Finansal istikrardaki gelişmeleri önceden bilmek imkansızdır. Finansal istikrardaki gelişmeler tam anlamıyla kontrol altına alınamamaktadır. Finansal istikrarda hedeflenen politikalar çoğunlukla sağlamlık ve etkinlik arasında ikilem yaratmaktadır. Son olarak finansal istikrar için gerekli politikalar zamanlama açısından tutarsız olabilmektedir. Ancak bütün bu sınırlamalara ve zorluklara rağmen en geniş tanımı ile finansal istikrar; finansal risklerin (kredi, likidite, piyasa ve benzeri) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetimindeki ekonomi mekanizmalarının, ekonomi performansına katkıda bulunmak için iyi işlediği durum olarak tanımlanabilir. Para politikası uygulamalarıyla sağlanacak fiyat istikrarının finansal sistem istikrarı için yeterli olduğunu düşünen geleneksel analiz tarzına mensup ekonomistler yanında, olaya daha esnek bakmak suretiyle fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanmasında yalnızca teşvik edici rolü olduğunu söylemekle yetinen ekonomistler de bulunmaktadır.

Ancak günümüz ekonomik ortamında genel kabul gören gerçeklerden biri de, finansal sistemdeki krizlerin istikrarlı fiyat seviyelerinde de oluşabileceğidir. Başka bir deyişle, finansal istikrarın sağlanması için fiyat istikrarı gerekli olmakla beraber yeterli bir koşul olamamaktadır. Bu durum geleneksel analiz tarzının kabulü olan “para politikaları ile sağlanacak fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli veya teşvik edici olması” hipotezinin de yeniden sorgulanmasını beraberinde getirmektedir. Nitekim ekonomide yeni ortam hipotezine mensup ekonomistler, para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerinde önemli sonuçları olduğunu kabul etmekle beraber, fiyat istikrarının tek başına hedeflenerek finansal sistem istikrarının göz ardı edilmemesi görüşünü savunmaktadırlar (Özcan,2006).

3.1. FİYAT İSTİKRARI

Fiyat istikrarı, genel anlamda kişilerin veya ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarruf ile ilgili kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade ederken fiyat istikrarının sağlandığı dönemler, bu

düşük enflasyon oranına ulaşılmasından ziyade bu düşük oranın sürdürebilir olduğu bir ortamın yaratıldığı dönemler olarak kabul edilmektedir. Başka bir deyişle fiyat istikrarı ile kastedilen ekonominin dengelerini bozmayacak fiyat düzeylerinin bulunması ve bunun sürdürülebilmesidir.

Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrar sağlanabilmesinin vazgeçilmez bir koşuludur. Peki fiyat istikrarı sağlanamamasının etkileri neler olabilir ;

- Enflasyonist ortamlarda, fiyat değişimleri sağlıklı ve yeterli bilgiyi yansıtmaz.
- Finansal aracılık sisteminin verimliliği ve kredi hacmi düşer.
- Uzun vadeli yatırımlar için çok yüksek risk primleri talep edilir. Bu durumda reel faiz oranları yükselir. Yatırımların vadeleri kısalır.
- Ekonomik büyüme oranları değişkenlik gösterir.
- İşgücü piyasası etkin çalışamaz.
- Kişilerin karar alma süreçlerinde gelecek ile beklentilerden çok geçmişe endekslenme ağırlık kazanır.
- Enflasyonist ortamlar kaynak dağılımının adil olmasını engellediği için toplumdaki güven duygusu zedelenir ve güvensizlik ortamı oluşur.

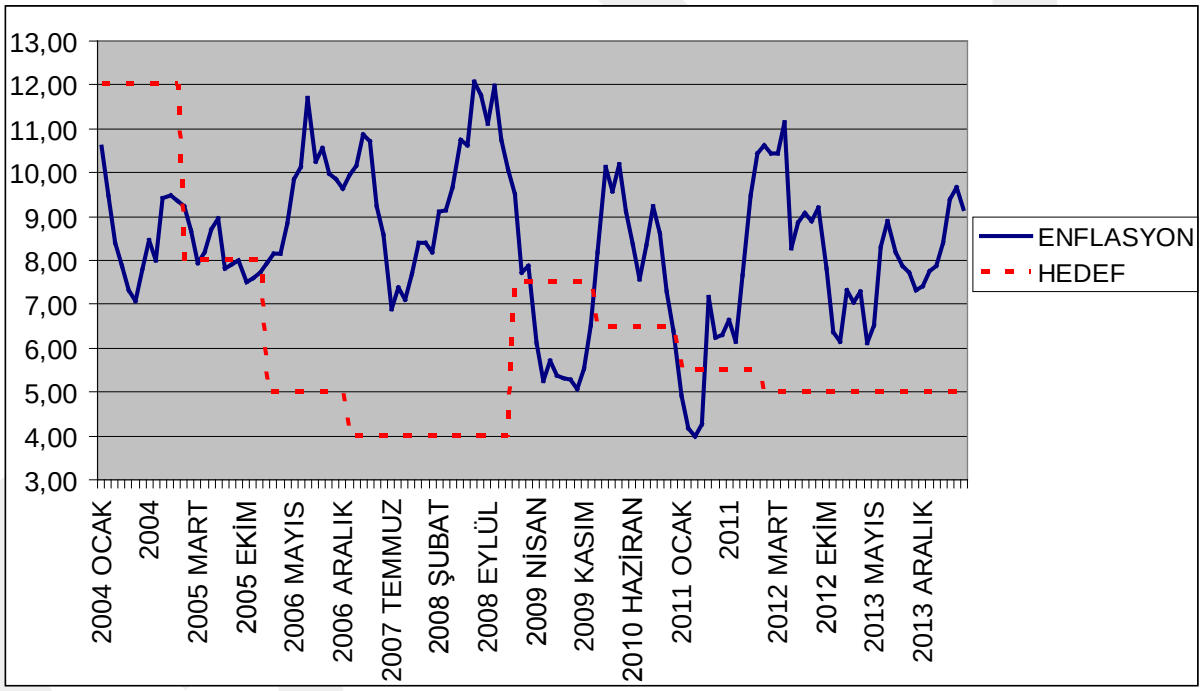
3.1.1. İktisat Politikaları ve Fiyat İstikrarı

Finansal kesimin iktisat politikaları üzerindeki baskınlığı ekonomilerde zaman içerisinde fiyat istikrarı hedefinin, kalkınma, gelir dağılımı, işsizlik gibi hedeflerin önüne geçmesine yol açmıştır. Çünkü finansal piyasalarda öncelikli amaç finansal varlıklardan elde edilen kazançların enflasyon karşısında erimesinin önlenmesidir.

T.C Merkez Bankası'nın tek amacının fiyat istikrarı olduğu söylemi, Merkez Bankası'nın bilançosundan hareketle neden sonuç ilişkisi çerçevesinde değerlendirilecek olursa, piyasalarda ortaya çıkabilecek kısa süreli fiyat hareketlenmelerini önlemek ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla emisyon hacminin daraltılarak döviz rezervi kadar paranın piyasada tutulmaya çalışıldığı bir yöntem benimsendiği görülmektedir. Kullanılan yöntem ise, dalgalı kur rejimi ve yüksek reel faiz politikasıdır. Bütün azgelişmiş ülke merkez bankaları fiyat istikrarı adı altında sıcak para girişine dayalı büyümeyi bu yolla sağlamaktadırlar (Ertem,2006).

3.1.2. Enflasyonla Mücadelede Sermaye Akımlarının Rolü

TCMB 2001 yılında yaşanan krizden itibaren 2008'e kadar enflasyon hedeflemesi yapmıştır. Bu politikada nihai amaç fiyat istikrarını sağlamak, bu amaca ulaşmak için kullanılan politika aracı ise, politika faizi olmuştur. 2008-2010 arası gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde de etkileri hissedilen küresel finansal krizdeki gelişmelere göre tepki geliştiren TCMB, 2010 sonundan itibaren fiyat istikrarının yanısıra finansal istikrarı da hedef olarak belirleyen yeni bir para politikası anlayışı benimsemiştir. Bu yeni anlayış kuramsal çerçeve açısından yine enflasyon hedeflemesini temel almıştır. Bununla beraber odağında, fiyat istikrarından taviz vermeden sermaye akımlarının enflasyonda ve enflasyon beklentilerinde yarattığı tahribatı engellemek yer almıştır.



Şekil 11 Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Sonrası Gerçekleşen Enflasyon Performansı

Kaynak: http://tcmb.gov.tr/

TCMB'nin bahsettiğimiz hedefine ulaşmak için seçtiği araçları incelemeden önce enflasyonla mücadelede sermaye akımlarının neden hayati rol oynadığını açıklık getirmek gerekmektedir. Reel sektöre uzun vadeli yatırım amacı ile gelen doğrudan yatırımlar hariç tutulduğunda bono, tahvil, hisse senedi ve benzeri finansal ürüne yatırım yapan fonlar sermaye akımlarını oluşturmaktadır.

1980'lerin sonlarından itibaren yoğun şekilde gelişmekte olan ekonomiler (GOE)'de de gözlemlenen bu fonların özelliği yatırım için finansman olanağı sağlamaları ile beraber ekonomik konjonktürle aynı yönlü hareket ediyor olmalarıdır. Sermaye akımları bir GOE'e girdiğinde yerli para reel bazda değer kazanmakta, şirket bilançoları iyileşmekte, ekonomideki kredi talebi ve arzı artmaktadır. Sonuç olarak ekonomik canlanma gerçekleşmekte ve yerli para değer kazanırken, sermaye akımları devamlı hale gelmektedir. Bu durum kendi kendini doğuran bir süreç olduğundan sermaye akımlarının konjonktürle aynı yönlü hareket etme özelliğinin gözlemlendiği söylenebilir. Ekonomik canlanmanın daha da pekişmesi sonucu yerli paranın daha fazla değerlenmesi ve daha fazla kredi talebi ve arzı, cari açığı artırıcı yönlü etki yaparken, kredi büyümesi dış finansman ile gerçekleşmiş olmaktadır. Uluslararası risk iştahında bozulma ise bu fonları hızla güvenli limanlara döndüreceğinden sermaye çıkışı yaşanmakta, ekonomide aynı hızda kötüleşme gözlenmekte: yerli para hızla değer kaybetmekte, şirket bilançoları hızla bozulmakta, kredi talebi ve arzı hızla azalmakta ve ekonomide durgunluk riski oluşmaktadır.

Açık bir ekonomide bu şartlar altında para politikası klasik enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yapılabilir. Sadece faiz aracını kullanmak tercih edilirse:

- Sermaye akımları geliyorken faizi düşürülebilir fakat bu canlanma yaşayan bir ekonomide enflasyonla mücadeleyi zorlaştırır.
- Sermaye çıkarken de faiz artırılarak çıkış yavaşlatılabilir ama bu sefer yerli para değerleneceğinden cari açık artar ve ani sermaye çıkışı riski daha da yükselir. Ani sermaye çıkışı gerçekleştiğinde ise, yerli para süratle değer kaybedeceğinden enflasyon yükselir. Bu noktada Türkiye'nin hem enflasyonla zorlu bir mücadele geçmişi hem de yapısal olarak cari açık sorunu olan bir ülke olduğunu unutmamamız gerekir.

Aşağıdaki tabloda 2006-2008 enflasyon hedeflemesi döneminde ekonomik görünüme göre alınan politika faiz kararları ile gerçekleşen ve hedef enflasyon oranları verilmiştir.

Tablo 13 Enflasyon Hedeflemesi Değerlendirmesi (2006-2008)

	Sermaye akımları	Politika faizi	Hedef Enflasyon	Gerçekleşen Enflasyon
2006	↑	↑	5%	9,7%
2007	↑	↓	4%	8,4%
2008	↓	↑	4%	10,1%

Kaynak: TCMB

Enflasyon beklentilerini hedefe yakın tutmak için, sermaye akımları sonucu oluşan ve cari açığın yapısal seviyesinin çok üzerinde oluşmasına neden olan iki unsurun yönetilmesi gereklidir:

-Yerli paranın reel bazda aşırı değerlenmesi,

-Kredi talebinin ve arzının artması nedeniyle aşırı ısınan ekonomi.

Bu iki önemli husus para politikası yapıcılarının önünde enflasyonla mücadelede engel teşkil ettiğinden 2011 yılından itibaren TCMB, yeni para politikası olarak duyurduğu enflasyon hedeflemesi stratejisini sermaye akımlarını gözeterek oluşturmuştur. Makroekonomik bir büyüklüğü (enflasyon) kontrol etmek için finansal birtakım göstergeleri (sermaye akımları, döviz kuru, banka kredileri) mercek altına almak, para politikası yapma açısından zor bir iştir. Sermaye akımları kontrol edilemeyen ve küresel bazı koşullara göre şekillenen bir değişken. Dahası vade açısından bakıldığında sermaye akımlarının miktarındaki ve yönündeki değişiklikler kısa vadede oluşabiliyorken enflasyon beklentilerine yön verme amacıyla alınan politika kararları görece uzun vadeye yayılan bir süreç halini almaktadır. Bu teknik sebeplerden ötürü para politikasının daha kısa vadeler için karar alma ve yön verme esnekliğine gereksinimi vardır. 2010 yılından bu yana hayatımıza giren asimetrik koridor, politika faizi, 1-haftalık repo oranı, BIST gecelik oran, Ortalama Fonlama Maliyeti (OFM), Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), Sistemin Fonlama İhtiyacı (SFİ), Marjinal Fonlama Oranı (MFO) benzeri yeni terminolojiyi, kafa karışıklığı olarak nitelemeden önce bu önemli gereksinim açısından okumak gerekir. TCMB uygulamaya koyduğu bu yeni politikayı fiyat istikrarını sağlamak ve enflasyon beklentilerini hedefe yakın tutmak için yapmaktadır. Dolayısı ile TCMB'nin 2011 yılından beri uyguladığı para politikasına yapılacak eleştirilerin, klasik enflasyon hedeflemesine geri dönüş önerisine değil,

enflasyon beklentilerini yönetmede yeni araç kümesinin hangi noktalarında aksama olduğu/olabileceği araştırmasına dayanması gerekmektedir.

3.1.3. Finansal Sistemin Aracılık İşlevi

Ekonomideki kaynakların etkin kullanımı için finansal sistemin aracılık işlevini etkin bir şekilde yerine getirmesi büyük önem arz etmektedir. Çünkü Firmalar ancak bu sayede daha fazla üretebilmek için ihtiyaçları olan kaynağı daha az maliyetle bulabileceklerdir. Yapılan bir çok ampirik çalışmada da finansal gelişmişlik düzeyinin uzun vadede ülkelerin büyüme oranları arasındaki farklılıkların önemli bir kısmını açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Daha gelişmiş ve etkin finansal sisteme sahip ülkeler daha hızlı büyüyebilmektedirler. Bazı çalışmalarda 35 yıl boyunca özel kesim kredilerinin milli gelire oranı ortalama olarak %18 seyreden bir ekonominin, aynı oranın %12 olduğu bir ekonomiye göre yılda bir puan daha fazla büyüyebildiği sonucuna varılmıştır. Kaldı ki daha gelişmiş bir finansal sistem sadece daha yüksek büyüme oranlarına işaret etmemektedir. Sağlıklı işleyen bir finansal kesim ekonomide fon akışının daha etkili işlemesiyle araştırma-geliştirme çalışmalarına daha fazla kaynak ayrılabilmesini destekler, firmaların risklerini çeşitlendirmelerine yardımcı olur ve şirketlerde kurumsal yönetişimin daha etkin bir şekilde uygulanmasını sağlar. Ekonomide yaşanabilecek bir kötüleşmenin bankacılık sistemini nasıl etkileyeceğinin bilinmesinin ekonominin tümünün çalışma dinamiklerini anlayabilmek açısından da gerekli olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla gerek ekonomilerde istikrarlı bir finansal sistemin önemi, gerekse bu işlevi gören kurumların üstlendikleri rol finansal istikrarın sağlanması hususunu makro ekonomi politikaları ve para politikası kapsamında oldukça önemli bir çerçeveye yerleştirmektedir. İşte bu nedenle finansal istikrarı sağlamak ve korumak makro ekonomik politikaların öncelikleri arasında yer almaktadır.

3.2. FİNANSAL İSTİKRAR

Ekonomideki kaynakların etkin kullanımı için finansal sistemin aracılık işlevini etkin bir şekilde yerine getiriyor olması gereklidir.Finansal istikrar, makro ekonomik istikrardan farklı bir kavram olarak kabul edilir. Finansal istikrarı en dar kapsamda; ´´finans piyasalarındaki hisse senedi, döviz kuru, faiz oranları ya da konut sertifikası benzeri fiyatların ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarında yanılsamalara yol açmayacak seviyesinde oluşması ve hareket etmesi´´ şeklinde tanımlayabiliriz.

Sürdürülebilir yüksek büyüme ve sürdürülebilir istihdam artışına ulaşmak için fiyat istikrarının sağlanmasının yanı sıra istikrarlı bir finansal ortam ve sağlıklı bankacılık sistemi olmazsa olmaz anahtar unsurlardır.

Son dönemde sermaye piyasaları işlem hacmindeki hızlı artışlar, türev finansal araçların çeşitlerinde ve yapısında yaşanan değişiklikler son olarak finansal piyasalardan kaynaklanan yüksek maliyetli krizler finansal istikrarı çok önemli bir konu haline getirmiştir. Günümüzde uluslararası sermaye hareketleri, ulusal ekonomilerde tasarruf ve yatırım kaynakları açısından etkinliği sağlasa da, ekonomi politikaları ve finansal sistem istikrarı için risk unsuru taşımaktadır.

Yeni finansal araçların hızla değişen yapıları firmaların piyasa ve bu araçlarla ilgili risk algılamalarını güçleştirmektedir. Aynı zamanda yeni finansal araçların riskleri ve fiyatlamalarıyla ilgili ortaya koyulan modeller de yeterli olamamaktadır. Bu durum, ilgili modellerin matematiksel temellerinin finansal piyasaların işleyişiyle kurması gereken bağı kuramamasından yani gerçeği yansıtamamasından kaynaklanmaktadır. Bu durum, risklerin tahminini ve gelişmeler karşısında ortaya koyulacak tavrı zorlaştırmakta, finansal sektörün istikrarı için risk unsuru oluşturmaktadır. Finansal sistemde meydana gelen krizler ise finansal istikrar ve reel ekonomi açısından büyük risk taşımakta bu iki unsur üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Meydana gelen krizler, piyasaların birbiriyle bağımlılığı yüksek olduğundan dolayı diğer ülke piyasalarını da etkisi altına alabilmektedir. Meydana gelen bu tür krizler sonucu ayrıca birçok firma da kamu denetimi altına alınmaktadır. Bunun nedeni ise finansal istikrarsızlık sonucu meydana gelen bir krizin boyutlarının artarak reel sektörü de etkileyerek sistematik bir kriz haline gelmesini önlemeye çalışmaktadır.

3.2.1. Finansal İstikrar Tanımlarına Bakış

En temel şekilde, finansal istikrarı kurumlar açısından ve piyasalar açısından istikrar şeklinde ayrı ayrı tanımlamak mümkündür. Finansal kurumlar açısından, yaptıkları sözleşmelere bağlı olarak yürüttükleri faaliyetlerin bir kesintiye uğramadan, dışarıdan bir müdahale olmadan güven içinde sürdürme derecesinin yüksek olması, finansal istikrar olarak tanımlanır. Piyasalar açısından ise, finansal piyasalarda faaliyet yürüten her katılımcının işlemlerini piyasada oluşan fiyatlardan rahatlıkla gerçekleştirmeleri, finansal istikrar olarak tanımlanır(Darıcı,2012).

Finansal istikrar kavramının tanımlanması açısından üzerinde durulan bu iki durumun daha ayrıntılı olarak açıklanması gerekmektedir. Finansal kurumların istikrarına yönelik

üzerinde durulması gereken asıl konu, ortaya çıkacak risk veya oynaklığın etkilerinin ekonominin genelinde hissedilmemesi, sadece sınırlı bir grup üzerinde, yani risk veya oynaklığın meydana geldiği alandaki katılımcılar üzerinde etkisinin olmasıdır. Yani istikrarsızlığın oluştuğu alandaki kurumlar ve katılımcılar aldıkları risk düzeyinde sonuçlara katlanmalı ve bu durum genele yayılmamalıdır.

Finansal kurumların istikrarlı bir yapı sergilemelerinin gerekmesi yanında, bankaların durumu asıl önemli olan kısmı oluşturmaktadır. Bankaların finans sektörü içinde özel yerlerinin bulunması ve güvence sağlayan anlaşmalara bağlı olarak yaptıkları işlemler finansal istikrar açısından önemlidir. Bankaların finansal sistem içinde özel bir yerinin olmasına neden olan faktörler şu şekilde açıklamak mümkündür. İlk olarak, bu kurumlar talep olması durumunda geri ödeme yükümlülükleri taşımaktadırlar. Böyle bir yükümlülük taşımaları, bankaların sundukları yatırım araçlarının nispi olarak likiditesinin düştüğü zamanlarda daha büyük önem arz etmektedir. Böyle bir durum finansal sistemde ya da reel ekonomi de risklerin artması ya da oynaklık yaşanması durumunda gerçekleşebilmektedir.

Böyle bir durumda bankaların sundukları varlıkların likiditesi piyasada düşebilmektedir. Geri ödeme yükümlülüğünün gerçekleşmesi, finansal istikrara olumlu katkı yapmakta ve bankaların güvenilir kurumlar olarak görülmesini sağlamaktadır.

İkinci olarak ise, bankalar, finansal kurumlar arasında ödeme sisteminin çalışmasında büyük rol üstlenmektedirler. Bu nedenle de finansal istikrar açısından kilit rol üstlenmektedirler. Bankalar arasındaki herhangi bir bankanın ödeme sıkıntısı içine düşmesi,(diğer banka, kurum ya da katılımcılara karşı yükümlülüklerini yerine getirmede zorluklar yaşaması hali), tüm finansal sistemi olumsuz etkilemektedir. Bunun sonucunda ise uç nokta olarak ödeme sistemi çalışmaz hale gelebilmektedir. Bu iki kritik fonksiyonu nedeniyle bankacılık sektörü finansal istikrarın sağlanması açısından çok önemli bir kurumsal yapı oluşturmaktadır.

Finansal sistem içindeki bu iki özelliğine bağlı olarak bankaların varlıkları içinde likiditesi düşük krediler bulundurması ise sistem açısından büyük problemler meydana getirebilmektedir. Yani bankaların portföylerinde geri dönüş riski yüksek kredilerin hacmindeki artışlar, bankaların sundukları finansal araçlara olan talebi azaltmaktadır. Bu durumda da finansal sistem içindeki katılımcılar varlıklarını, piyasada likiditesi yüksek olan diğer araçlara yönlendirmektedir. Sonuç olarak, ilgili bankalar yükümlülüklerini yerine getirme konusunda likidite sıkıntısına düşebilmektedirler. Bankaların bu durumda verdikleri kredilerin likiditesini arttıracak önlemler almaları ise finansal sistemin sağlıklı işlemesi açısından önemli olmaktadır. Sistem içinde bir tek

bankanın bile yükümlülüklerini yerine getirememesi ile sonuçlanacak bu yöndeki bir gelişme, ödeme sistemi açısından potansiyel bir tehlike yaratmaktadır. Ödeme sisteminde meydana gelecek bir problem ise ekonominin tümü için risk unsuru olmaktadır.

Günümüz ekonomilerinde banka ve banka dışı finansal kurumlar arasında sıkı bir ilişki olması ve banka dışı finansal kurumların sayısındaki hızlı artışlar da finansal sistemin istikrarı açısından yeni bir risk unsuru oluşturmaktadır. Banka dışı finansal kurumların yükümlülükleri açısından da risk unsurunun oluşması, ödeme sistemi ve finansal istikrar açısından sorun yaratabilmektedir. Aynı şekilde bankalardan kaynaklanacak likidite sıkıntı olması halinde, banka dışı finansal kurumlar ile olan yakın ilişki nedeniyle istikrarsızlığın boyutları hızla artabilecektir. Sonuç olarak bankalar finansal istikrar açısından özel yerlerini korumakta ve her zaman tüm ekonomiyi etkileyecek istikrarsızlık kapasitelerini bünyelerinde barındırmaktadırlar. Ayrıca bankalar ve banka dışı kurumların zaman içinde aynı fonksiyonları yerine getirmeye başlamaları da istikrarsızlık kapasitesinde artışa neden olmaktadır.

Birçok açıdan finansal kurumların büyüklükleri önemli olsa da, finansal düzenleyici kurumlar, finansal sistem içinde faaliyet gösteren yapıların büyüklükleri ile başarısızlıkları arasında bir ilişkiyi kabul etmemektedirler. Ancak bununla birlikte ekonomik yapı içinde bazı kurumlar kilit rol oynamakta ve bunlar finansal sistem için merkezi bir rol üstlenmektedir. Bu kurumların birçok finansal katılımcıya karşı yükümlülükleri olması, bu kurumlarda oluşacak bir riskin tüm finansal sistemi ve reel sektörü büyük ölçüde etkileme gücü olmasına neden olmaktadır.

Finansal kurumlarda istikrarın ayrıntılı olarak açıklanmasından sonra, Finansal piyasalarda istikrar üzerinde de ayrıntılı durulması gerekmektedir. Buna göre, finansal piyasalardaki fiyatlarda ortaya çıkan oynaklıklar, ekonominin genelinde büyük çaplı oynaklıklara, büyük çıktı düşüşlerine neden olmamalıdır. Ayrıca bu fiyatlardaki hareketler,ekonomideki temel değişkenlerdeki değişiklikleri yansıtmalı ve değişimler bu değişkenlerin gelecekteki değerlerini yansıtacak şekilde meydana gelmelidir. Eğer varlık fiyatları finansal ve makro ekonomik temel değişkenlere bağlı olan hareketler dışında büyük çaplı değişimler gösterirlerse, bu hareketler ekonominin genelinde önemli sorunlar yaratabilecektir. Finansal piyasalardaki fiyat hareketlerinin finansal ve makro ekonomik temel değişkenlerdeki hareketleri yansıtmayacak şekilde hareket etmesi durumunda oluşacak en büyük problem, kaynak dağılımında etkinliğin bozulmasıdır. Bununla beraber fiyatlardaki oynaklıklar ve istikrarsızlıklar şeklindeki hareketlerin devam etmesi,ekonomik birimlerin uzun vadeli sözleşmeler düzenlemesini

ve tasarrufların finansal sisteme girmesini de engelleyebilecektir. Oluşabilecek diğer önemli problem ise, fiyatlardaki ani ve keskin oynaklıklar nedeniyle, finansal kurumların yükümlülüklerindeki artışlara bağlı olarak,büyük bir kredi riski tehlikesiyle karşı karşıya kalmaları durumudur.

Finansal varlıkların fiyatlarında yaşanan oynaklıkların analizinde özellikle finansal piyasalar üzerine yoğunlaşmak gerekmektedir. Çünkü bu piyasaların tasarruf ve yatırım kararları üzerinde etkileri bulunduğu gibi, makro ekonomik değişkenler üzerinde mal ve hizmet piyasalarından daha çok etkiye sahiptirler. Makro ekonomik değişkenler üzerindeki bu etkiler finansal varlıkların fiyatlarındaki değişiklikler aracığıyla oluşan servet etkisi ile yatırım ve tasarrufların beklenen getirisindeki değişiklikler ile olmaktadır. Bunun ötesinde finansal piyasaların birinde meydana gelen bir istikrarsızlığın diğer finansal piyasalara sıçrama olasılığının yüksek olması da, finansal varlık fiyatlarındaki istikrarı önemli hale getirmektedir. Finansal kurumlarda ve finansal piyasalarda istikrar konusunda şunu söylemek mümkündür; Finansal piyasalarda ve kurumlarda istikrar, asıl olarak bir bütünü oluşturmaktadır. Finansal kurumlar ve finansal piyasalardan birisini etkileyen bir faktör aynı şekilde diğerini de etkilemektedir. Aynı şekilde finansal kurumlardan birinde ya da finansal piyasalardaki varlıkların birinde meydana gelen bir istikrarsızlık diğer kurumlara ve piyasalarada yansımakta ve bu durum zincirleme bir etki yaratmaktadır.

Finansal kurumlar ve piyasalara yönelik ayrıntılı açıklamalara dayalı finansal istikrar tanımının ardından, yapılan diğer tanımlara da değinmek konunun kapsamını görmek açısından yararlı olacaktır. Large (2003)'ın ortaya koyduğu tanıma göre "finansal istikrar, finansal sisteme karşı sürdürülebilir bir güvenin olması durumunda sağlanmış demektir. İstikrarsızlık durumu ise, ekonominin çeşitli kanallarından gelecek şoklar sonucu ve bu şokların bulaşıcılık etkisi ile birlikte tüm finansal sistemi etkilemesi sonucunda olacaktır. Bu etkiler ise sistemin likidite sağlama özelliğini kaybetmesi ve yapılan sözleşmelerin yerine getirilmesinde yaşanan zorluklar şeklinde görülebilir."

Bunların dışında, tam bir finansal istikrar tanımının yapılması, finansal sisteme dair tüm faktörlerin içerilmesiyle mümkün olacaktır. Bu anlamda finansal aracılar, organize ve organize olmayan piyasalar, ödeme ve sistemin işleyiş düzeni, sistemi destekleyen teknolojik altyapı, yasal ve düzenleyici kanunlar ve düzenleyici kurumların hepsi istikrar unsuru içinde göz önünde bulundurulmalıdır(Darıcı,2012).

Haldane, Hoggarth ve Saporta'nın kullandıkları tanımlamada ise çok genel bir ayırım yapılmış, durum sadece tasarruf-yatırım eşitliği açısından değerlendirilmiştir. Bu tanıma göre, finansal sistemde yaşanan bir şok nedeniyle meydana gelen bir dalgalanmanın

tasarruf-yatırım dengesini bozması finansal istikrarsızlık olarak tanımlanır. Başka bir tanım finansal istikrarı, varlık fiyatlarında uzun vadeli oynaklıkların olmaması şeklinde tanımlamaktadır. Varlık fiyatlarında oynaklığı ise, fiyatların temel seviyelerinin çok üstünde veya altında oluşmaları ve fiyatlarda ani bir kırılma yaşanması durumu olarak ifade etmek mümkündür.

Bazı kaynaklar ve yazarlar finansal istikrarın tanımı konusunda bir birliktelik olmamasından dolayı finansal istikrarsızlığın ne olduğunun ortaya konulmasının daha anlamlı olacağını düşünmektedirler. Bu paralelde, bir finansal istikrarsızlık tanımına göre, finansal istikrarsızlık piyasada derinliği olan finansal varlıkların fiyatlarının normal değerlerinden aşırı şekilde sapması, piyasa oyuncularının krediye ulaşabilme imkanlarında bozulmaların meydana gelmesi, toplam harcamalarda ekonominin üretebilme kapasitesini temelden olumsuz yönde etkileyecek artış ya da azalışların olması şeklinde tanımlanmaktadır.

Finansal istikrarsızlığın ekonomik performansı olumsuz yönde etkilemesi, finansal sistemde meydanda gelen aksaklıklar kanalıyla gerçekleşmektedir. Finansal sistemde meydana gelebilecek aksaklıkların etkileri tasarruf sahipleri, girişimciler ve kamu üzerinde ortaya çıkmaktadır.

Finansal istikrarsızlığın tanımlanmasında, istikrarsızlığın göstergelerini içeren tanımlamalar da mevcuttur. İstikrarsızlık durumu genel olarak varlık fiyatlarındaki aşırı dalgalanma, finansal kurumların risk altına girmesi ve çıktı performansındaki düşüşler şeklinde kendini göstermektedir. Buna göre Crockett finansal istikrarsızlığı, “finansal varlık fiyatlarındaki dalgalanmanın ekonomik performansı tehdit etmesi veya bu dalgalanmaların finansal katılımcıların sözleşmelerden doğan yükümlülüklerini arttırması” şeklinde açıklamıştır. Bernanke ve Gertler ise varlık fiyatlarındaki ani ve şiddetli aşağı yönlü kırılmadan önceki oynaklığı (volatility) finansal istikrarsızlık tanımı olarak kullanmışlardır. Son olarak ise kapsamlı bir tanım olan Ferguson’e göre finansal istikrarsızlık, “varlık fiyatlarının temel değerlerinden ani olarak sapması, finansal piyasaların fonksiyonlarının ve kredi sisteminin işlememesi ve toplam harcama miktarının ekonomideki çıktı miktarına oranla aşağı ya da yukarı yönlü sapması” şeklindeki durumlardan birinin meydana gelmesi olarak tanımlanmaktadır.

Mishkin finansal krizi, finansal piyasa başarısızlıklarının artması ve tersine seçim ahlaki risk sorunun artışı olarak ifade etmiş ve bu durumda kaynakların, piyasa tarafından en verimli yatırım fırsatlarına iletilemeyeceğini vurgulamıştır.

Schinasi (2004) çalışmasında finansal istikrarı, ekonominin performansını kolaylaştırma, beklenmedik olaylardan kaynaklanacak olan finansal dengesizlikleri

dağıtma kapasitesine sahip olunması halinde içinde bulunacak finansal durum olarak tanımlamıştır. Bu tanımlamanın temel yapı taşı olarak karşımıza istikrarın devamlılığı vurgusu çıkmaktadır. Tanımlamada geçen diğer bir ifade de, ekonominin performansını kolaylaştırma olmuştur. Bu ifade, finansal sistemin reel kaynakların etkin dağıtımına, büyümeye, tasarruf, yatırım ve sermaye oluşumuna katkıda bulunmayı ve hatta ekonomik performansın gözlenebilen tüm yönlerine katkıyı içerir.Söz konusu çalışma dışında da, finansal istikrara ve/veya istikrarsızlığa ilişkin literatürde farklı tanımlar mevcuttur :

Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) Padoa-Schioppa (2002), finansal istikrarı giderek maliyetleri yükseltmeden finansal sistemin şoklara karşı durabilme gücü olarak tanımlamıştır. Deutche Bundesbank, finansal istikrarı finansal sistemin temel ekonomik görevlerini etkin bir şekilde yerine getirdiği stabil bir ortam olarak tanımlamıştır. Finansal istikrarsızlık tanımı ise genellikle, varlık fiyatlarını ana değerinden çok uzaklaştıran oynaklık ile eşanlamlı kullanılmaktadır. Ancak bütün bu kavramsal tanımlamalara rağmen, istikrarla istikrarsızlık durumlarını birbirinden ayıran açık bir referans hesaplama bulunmamaktadır. En genel yol, ortalamalardan ya da trentden sapmalar (Borio ve Lowe, 2002) olarak karşımıza çıkmaktadır. Oldukça farklı bir finansal kriz tanımı da Bordo ve diğerleri tarafından yapılmıştır. Tanıma göre finansal kriz, kuruluşların yeterli likidite sağlayamayacaklarını idrak etmeleri nedeniyle nakde hücum etmeleridir.

Yukarıdaki tanımlamalardan bir çıkarım yapılmak istenirse finansal istikrar tanımına mutlak suretle sistemin altyapısı, kuruluşları ve piyasaların tümü dahil edilmelidir. Diğer bir ifade ile finansal istikrar, sermaye piyasalarına kaynakların verimli olarak dağıtıldığı, risklerin dağıtılarak bertaraf edildiği, tasarrufun devamlılığınının sağlanabildiği ve büyümeyi kolaylaştıran bir yapı içerisinde ödeme sistemlerinin kolay bir şekilde işlediği durumdur. Hepsinin üzerinde asıl önemli olan finansal istikrarın devamlılığı hususudur.

3.2.2. Finansal İstikrarın Tanım Sorunu ve Tanımlanmasında Karşılaşılan Güçlükler

Fiyat istikrarı açısından önemli olan konu fiyatların istikrarlı bir seyir izlemesidir. Finansal istikrar açısından önemli olan iki temel durum ise anahtar kurumların ve finansal sistemi oluşturan piyasaların istikrarlı bir yapıda olmasıdır.

Fiyat istikrarın tanımlanmasında tam bir görüş birliği sağlanmasına karşın finansal istikrar açısından durum tam tersidir.

Finansal istikrarın tanımlanmasında bir görüş birliğinin bulunmamasının en önemli nedeni, oynaklığın (volatility) yokluğu anlamına gelen istikrar kavramının, oynaklığın finansal piyasalar için sorun olmasını kapsıyor olmasıdır. İstikrar gösteren bir finansal piyasa da bile varlık fiyatları yüksek oynaklığa sahip olabilirler. Varlık fiyatlarındaki oynaklık bazı finansal kurumların risk unsuru altına girmeleri ya da iflası ile sonuçlanabilir. Ancak bu durum bile piyasanın düzgün işlediğine dair bir sinyal olarak algılanabileceğinden, risk unsuru altında olup zayıf finansal yapıya sahip olan firmaların elenmesine vesile olacağından, süreç istikrar unsuru ya da sistemin güçlü olması olarak görülebilir. Bu noktada önemli olan oynaklığın sistemik risk yaratmaması ve reel ekonomiye etkisinin olmamasıdır. Finansal istikrarın tanımlanmasında tam bir görüş birliğinin olmamasının diğer bir nedeni ise, finansal istikrar konusunda, makro ekonomik istikrar ve fiyat istikrarı kavramlarının aksine, teoride ve uygulamada sürekli yeni gelişmeler olmasıdır. Ayrıca finansal istikrar sadece bir veya iki adet değişkenin istenen değerlere ulaşmasını içermemekte ya da bir iki değişkenin istikrar kazanması yetmemektedir.

Finansal istikrar konusundaki gelişmeleri tek bir kapsamlı açıklayıcı gösterge ile ortaya koymak mümkün değildir. Parasal istikrar konusunun aksine, anlamı tam olarak açık, finansal istikrarın tüm unsurlarını kapsayan, finansal istikrarı ölçecek tek bir ölçüt bulunmamaktadır. Bu durum kavramın finansal kurumları, piyasaları, katılımcıları, ödeme sistemi ağını, varlık fiyatlarını kapsamasından yani çok geniş bir alanı kapsamasından kaynaklanmaktadır. Bunun da ötesinde, finansal istikrarın ve istikrarsızlığın reel ekonomi üzerindeki önemli potansiyel etkilerinin varlığı da, tanımın kapsamını genişletmektedir.

Finansal istikrar, doğası gereği bu konudaki gelişmelerin tahmin edilmesini güçleştirmektedir. Finansal istikrar, kavram gereği geniş bir alanı kapsadığından ve devamlılık arz ettiğinden, sadece şu anda oluşabilecek riskler ve oynaklıkların değil; aynı zamanda ileri de oluşabilecek riskler ve oynaklıkların da dikkate alınmasını gerekli kılmaktadır. Bu şekildeki bir yaklaşım, izlenecek ekonomi politikasının ortaya çıkabilecek riskleri de içerecek şekilde oluşturulmasını gerektirmektedir. Bunun yanında politika sonuçlarının nihai hedefi etkileme sürecinin de önceden belirlenmesi gerekmektedir. Finansal istikrarsızlık sonucu olan finansal krizlerin önceden tahmin edilememesi yukarıda belirtilen sürecin tam olarak gerçekleştirilmesini güçleştirmektedir. Önceden tahminin çok zor ve belirsizliğin yüksek olmasına neden olan faktör ise, göz önünde bulundurulanların dışında birçok faktörün krize neden olabilmesidir. Finansal istikrarı tehdit edecek risklerin belirlenmesine yönelik

oluşturulacak modeller, tüm faktörleri ortaya koymakta başarılı olamamaktadır. Bu noktada şunu söylemek mümkündür; fiyat istikrarına yönelik yapılan tahminler, finansal istikrar konusunda yapılan tahminlere göre daha güvenilir ve sağlıklıdır. Bu durumun temelinde, fiyat istikrarı konusunda netliğin sağlanmış olması, oluşturulan modellerin ve kullanılan veri setlerinin daha sağlıklı ve kabul edilebilir olması gösterilebilir.

Finansal istikrar konusundaki gelişmeler sadece kısmi olarak kontrol edilebilir. Asıl amaçları aslında farklı olan politika araçları finansal istikrarı sürdürmek için kullanılmaktadırlar. Bunlar arasında fiyat istikrarını sürdürmeye yönelik politikalar, ödeme sisteminin gelişmesini sağlayacak uygulamalar, mevduat sahiplerinin haklarını korumaya yönelik politikalar gösterilebilir. Bu bağlamda finansal istikrarı sağlamaya yönelik bu politikalar dolaylı ve gecikmeli olarak finansal istikrarı etkileyecektir. Bu nedenle finansal istikrar konusunda yapılacak düzenlemeler ve istikrarın sağlanması dolaylı bir süreç izleyeceğinden, bu konudaki gelişmeler de kısmi olarak kontrol edilebilir olmaktadır.

Uluslararası kısa vadeli sermayenin ülkeye giriş - çıkışları ile yaşanabilecek oynaklıklara karşı çeşitli düzenlemeler yapmak ve vergiler koymak oynaklığın azaltılması açısından sağlıklı sonuçlar meydana getirecektir. Ancak böyle bir uygulama ülkeye uluslararası sermaye girişlerini kısıtlayabileceğinden dolayı, ilgili ülke sermaye piyasalarının derinliği azaltabilecektir. Bu şekildeki bir sonuç ise finansal sistemin etkin çalışmasını ve dolayısıyla kaynak dağılımınıda etkinliği olumsuz yönde etkileyecektir.

Finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikaların kısa vadede sağlayacağı avantajlar uzun vadede istikrarsızlık sebebi olabilir. Kamu otoritesi, ekonominin koşullarına göre finansal istikrarın sağlanması için çeşitli önlemler almaktadır. Ancak izlenen politikalar kısa vadede olumlu sonuçlar verse bile uzun vadede istikrarsızlığın nedeni haline gelebilmektedir.

Bu tür bir sonuca neden olabilecek uygulamalara örnek olarak, son kredi merciinin kredi işlemlerine çeşitli sıkı kurallar getirmesi ve mevduat garanti sistemi gösterilebilir. Bu tür uygulamalar kısa vadeli olarak piyasalara bir disiplin getirmekte ve istikrar unsuru olabilmektedirler. Ancak yapılan bu tür düzenlemeler zaman içinde ahlaki risk ve tersine seçim sorununa sebep olabilmektedir. Mevduat hesaplarına kamunun getireceği garantiler bankaların yürüttükleri faaliyetlerde risk unsurunu geri plana atmalarına sebep olabilmekte ve ahlaki risk sorunu oluşabilmektedir. Aynı şekilde son kredi merciinin kredi işlemlerine getireceği sıkı kurallar, ödememe riski olan ancak tüm şartları kabul eden piyasa katılımcılarının krediye ulaşmasına ve krediyi ödememe riski

olmayan ancak şartların ağırlığını kabul edemeyen birimlerin ise krediyi alamamasına sebep olabilmektedir.

3.2.3. Finansal İstikrarı Bozan Nedenler

Finansal istikrarı tehdit eden riskler ve finansal istikrarsızlığın ortaya çıkış nedenlerinin neler olduğu sürdürülebilir bir finansal istikrar açısından büyük önam arz etmektedir. İlk olarak konuya tablo 9' da yer alan finansal istikrarı tehdit eden risk unsurlarının neler olduğunu sıralayarak başlamamız uygun olacaktır.

Tablo 14 Finansal İstikrarı Tehdit Edebilecek Risk Unsurları

<table>
<tr>
<td rowspan="2"><u>Kurumsal Bazlı Riskler</u>
Finansal Riskler
Döviz
Faiz
Likidite
Piyasa
Kredi
Operasyonel Riskler
Bilgi Teknolojileri Zayıflıkları
Yasal Yapıdan Kaynaklanan Riskler
Yolsuzluk
StratejilerinYanlış Belirlenmesi
Sermaye Yetersizliği</td>
<td><u>Piyasa Bazlı Riskler</u>
Diğer Kurumların Risk Altında Olması
Varlık Fiyatlarındaki Oynaklıklar
Kredi ve Likiditede Yaşanan Sıkışıklıklar
Bulaşıcılık Etkisi</td>
</tr>
<tr>
<td><u>Altyapıdan Kaynaklanan Riskler</u>
Takas işlemleri ve Ödeme Sistemlerinden Kaynaklanan Riskler
Yapısal Eksiklikler
Yasal Düzenlemelerin Yetersiz Olması
Denetim ve Gözetimin Yetersiz Olması
Muhasebe Standartları Etkinsizliği
Domino Etkisi</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="2"><u>Dışsal Faktörler</u>
Makro Ekonomik Görünümün Bozulması
Ekonomi Politikaları Etkinsizliği
Doğal Afet
Politik Sorunlar</td>
</tr>
</table>

Kaynak; Houben vd. (2004), Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability., IMF Working Paper

Sürdürülemez makro ekonomik politikalar; Genişleyici para ve maliye politikaları ekonomilerin istikrarını bozan ve enflasyona neden olan en önemli sebeplerin başında gelmektedir. Kamunun açık vermesi ile birlikte ortaya çıkan genişleyici maliye politikaları makro ekonomik istikrarı tehdit etmektedir.

Kamunun verdiği bu açıkları iç piyasadan borçlanma ile finanse etmesi ise bankaların varlık yükümlülük dengesi üzerinde yük oluşturabilmektedir. Kamu açıkları bankaları kamuya mahkum hale getirmekte bankacılık ve dolayısıyla finansal sistemi risk altına

sokabilmektedir. İzlenen bu tür makro ekonomik politikaların sürdürülmesinin zorluğuna bağlı olarak meydana çıkaracağı diğer ekonomik sorun da bankacılık krizleri şeklindeki istikrarsızlık ihtimallerinin artmasıdır. Dengesizliğin kriz şeklinde kendini göstermesi sürecinde ise bulaşıcılık etkisi ve uluslararası rezervlerin yetersiz olması tetikleyici olabilmektedir. Türkiye ekonomisinde Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizler sürdürülemez makro ekonomik politikalara iyi birer örnektir.

Sürdürülemez makro ekonomik politikaların ortaya çıkmasında merkez bankalarının bağımsız olmaması, amaçlarında tam bir açıklık sağlanamaması, hükümetlerin açık bütçe politikaları izlemelerine zemin hazırlayan yasal boşlukların ve uygulamaların bulunması, hükümetlerin siyasi güçlerini kötüye kullanması ve mali istikrarı göz önünde bulundurmaması yatmaktadır. Bu tür uygulamalar makro ekonomik istikrar açısından sorun yaratmakta ve bu durum finansal istikrarın sağlanmasını güçleştirmektedir.

Kırılgan finansal sistem; Banka ve banka dışı kurumların borçlarının vade yapısının kısa olması ve varlık yükümlülük dengelerini kuramamış olmaları finansal kırılganlık açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Finansal sistemin kırılgan olmasında en önemli etken varlık-yükümlülük dengesinde ulusal-yabancı para dengesinin kurulamamasıdır. Varlıkların ulusal paraya bağlı kaynaklardan oluşturulması, yükümlülüklerin ise yabancı para ve bu paralara bağlı araçlardan oluşması özellikle gelişmekte olan ülkelerde kırılganlığın en önemli nedenidir.

Finansal sistemin kırılgan bir yapıya sahip olması sonucu, panik ya da kırılganlığı tetikleyecek herhangi bir durumun oluşmasıyla beraber, yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen finansal kurumlar ulusal paraya bağlı varlıklarını, yabancı paraya bağlı yükümlülüklerini yerine getirmek için yabancı para birimine dönüştürdükçe, kurların yukarı gitmesine paralel olarak zarar edeceklerdir. Sürdürülemez bu durum banka ve banka dışı kurumların iflasına neden olacağından finansal istikrar açısından önemli bir risk oluşturmaktadır.

Aynı şekilde güven eksikliğinin ortaya çıkması durumunda, borç vadelerinin kısa olması nedeniyle banka ve banka dışı kurumlar büyük sorun ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Aynı etki ülkeden hızlı bir kaynak çıkışının yaşanması durumunda da meydana gelebilmektedir. Finansal sistemdeki risk ve oynaklıkların artmasıyla birlikte, finansal kurumlardan herhangi birinin yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu bulaşıcılık etkisiyle diğer kurumlara da sıçrayacak ve finansal sistem çalışamaz hale gelebilecektir. Bu nedenle finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumların mali yapılarının güçlü olması finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülebilmesi açısından kilit rol oynamaktadır.

Kurumsal zayıflık; Finansal istikrarsızlık unsuru olarak belirtilebilecek diğer bir faktör de kurumsal zayıflıklardır. Finansal sistem doğası gereği dalgalanma göstermektedir. Ancak burada önemli olan dalgalanmaların krize dönüşmemesi, ortadan kaldırılmasıdır. Bunun için finansal piyasada rol alan kamu ve özel kurumların dalgalanmaları iyi yönetmesi, önceden önlemler alması gerekmektedir. Banka ve diğer kurum yöneticilerinin yaşanan dalgalanmalar sonucu meydana gelen etkileri hisse sahiplerine çok iyi anlatamaması ve yaşanan dalgalanmayı iyi bir şekilde yönetememesi sonucu, kırılgan bir yapı oluşmakta ve finansal istikrar bu kanaldan da tehdit altına girmektedir. Kamunun da aynı şekilde sistem içinde rol alan banka ve diğer kurumlarla gerekli iletişimi kurmada yaşadığı problemler, daha çok kısa vadeli düzenlemelere gitmesi ve sistem içindeki düzenleyici kurumların yeterince etkin çalışmaması ya da bu tür kurumların oluşturulmamış olması da yaşanacak dalgalanmaların krizler ile sonuçlanmasına neden olabilmektedir.

Kurumsal zayıflığın ortadan kaldırılması için yukarıda anlatılan olumsuz durumların düzelmesi ile birlikte, sisteme kredi sağlayanların haklarının koruma altına alınması, banka ve diğer kurumlardaki hisse sahiplerine karşı şeffaflığın sağlanması, kamusal alanda düzenleyici kurumların oluşturulması ve bu kurumların etkin çalışmaları gerekmektedir.

Uluslararası finansal piyasalardan kaynaklanan dalgalanmalar; Dünyadaki liberalizasyon sürecinin hızlanması ve birçok ülkenin hem reel hem de finansal açıdan dışa açık hale gelmesi sonucu, ülkelerin makro ekonomik koşulları sadece ülke içi değişkenlere bağlı olmaktan çıkmıştır. Artık uluslararası finansal piyasalarda yaşanan bir dalgalanma ya da uluslararası yatırımcıların asimetrik bilgiye sahip olmaları sonucu yatırım yaptıkları ülkeden ani ve hızlı çıkış yapmaları, finansal piyasalarda dalgalanma meydana getirmekte ve finansal sistemin zayıf olduğu ekonomilerde finansal istikrarsızlığı yol açabilmektedir. Yaşanan bu sürecin meydana gelişi ekonomilerin genel koşullarından bağımsız olmaktadır.

Ancak, uluslararası finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucu finansal istikrarsızlık yaşanması sürecinde, ilgili ülkenin finansal sisteminin zayıf yada güçlü olması belirleyici etken olmaktadır. Buna paralel de, gelişmekte olan ülkelerin kendi paralarına bağlı borçlanma senetleri uluslararası yatırımcılar tarafından tutulmak istenmemektedir. Bu davranışın arkasında ilgili ülkelerin para ve maliye politikalarının zayıf olması ve finansal anlamda kurumsal yapının oluşturulmaması yatmaktadır. Bu durum ilgili ülkelerin finansal sistemini zayıflatmakta ya da sistemi daha zayıf hale getirmektedir. Sonuç olarak ise, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası alanda

borçlanmaya yabancı para birimleri üzerinden gitmesi, ülkelerin yükümlülüklerini yabancı para birimi, varlıklarını yerli para birimi şekline getirmekte ve kur riski ile karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır. Kur riski ise varlık yükümlülük dengesi bozulan gelişmekte olan ülkeleri uluslararası finansal piyasalardan kaynaklanan riskler altında kırılgan hale getirmektedir.

Gelişmekte olan ülkeleri finansal yapı açısından güçlü hale getirmek için, uluslararası yatırımcıların, ilgili ülkelerin borçlanmalarında, o ülkelerin paralarına bağlı borçlanmalarına katılmaları gerekmektedir. Diğer bir alternatif olarak ise, ilgili ülkelerin varlık yükümlülük dengelerini risk oluşturmayacak şekilde kurmaları gerekmektedir. Ancak bu şekilde, oluşacak bir riskin ya da dalgalanmanın krize yol açması önlenecektir. Finansal istikrarsızlığın oluşmasının önlenmesi ise bu ülkelere güveni arttırabilecektir.

Merkez bankası bağımsızlığının sağlanmamış olması; Merkez Bankası bağımsızlığı amaç ve araç bağımsızlığı olarak ikiye ayrılmaktadır. Amaç bağımsızlığı, Merkez Bankasının tek başına amaçlarını belirlemesi ve bunu ilan etmesi ile mümkün olmaktadır. Araç bağımsızlığı ise, bir sınırlama olmadan, Merkez Bankasının para politikasını, belirlediği amaçlara yönelik olarak kullanılabilmesi sürecidir. Araç bağımsızlığı ile birlikte Merkez Bankası para politikası üzerinde tam bir hakimiyete sahip olacaktır. Bağımsızlık kavramına politik ve ekonomik bağımsızlık açısından bakmak da mümkündür. Politik bağımsızlık kavramının içinde, hükümetten bağımsız olarak amaçların belirlenmesi, para politikası sürecinde hükümetin önerilerinin dikkate alınıp alınmaması, Merkez Bankası başkanı ve yönetim kurulunun atanma süreci ve fiyat istikrarının Merkez Bankası yasasında ana amaç olup olmadığı yer almaktadır. Ekonomik bağımsızlık ise, Merkez Bankasının sınırlama olmaksızın para politikası araçlarını kullanma gücüne ve Merkez Bankasının kamu açıklarını ne oranda finanse edip etmediğine bağlıdır.

Merkez Bankaları, bağımsızlığını garantileyen topluma ve toplumun temsilcisi parlamentoya karşı bir sorumluluk taşımaktadır. Merkez bankaları fiyat istikrarına ulaşmada ve finansal istikrarı gözetmede kendi kararlarını alabilen bağımsız bir otorite olmaları, hesap verebilir olmalarını gerekli kılmaktadır. Ekonomik birimlere hedeflerini ve uygulamaları en açık bir şekilde anlatmak, kısaca şeffaflık Merkez Bankalarının hedeflerine ulaşmalarında önemli bir aşamadır. Merkez Bankalarının toplumla iletişimi ve şeffaflığı, toplumun belirlenen hedeflere yönelik algısını şekillendirmesi nedeniyle, enflasyonla mücadelede ve finansal istikrarın gözetilmesi sürecinde, önemli bir araçtır.

Merkez Bankasının bağımsızlığının varlığı, etkin para politikası yürütülmesi bakımından gereklidir. Ancak bağımsız bir Merkez Bankası ana hedefleri olan fiyat ve finasal istikrarı doğrudan hedefleyebilir ve bu yönde politika üretebilir.

Finansal serbestleşmeye ve sağlamlığı artırmaya yönelik düzenlemelerin yapılmaması veya yetersiz olması; Bu düzenlemeleri piyasa bazlı kamusal düzenlemeler olarak görmek mümkündür. Bunların en önemli özelliği, kamusal kontrollerin (müdahaleler şeklindeki regülasyonlar) ortadan kaldırılması ve finansal piyasaların liberalleşmesinin sağlanmaya çalışılmasıdır. Alınacak önlemler daha çok finansal kurumları güçlendirmeye, rekabetçi ortamda faaliyet göstermelerini sağlamaya, taşıdıkları riskleri minumuma indirmeye yönelik olmaktadır. Ancak finansal serbestleşmeye yönelik politikalardaki artış ile birlikte finansal sistemde yüksek oranda liberalizasyon yaşanması ve piyasa başarısızlıkları sistemi tehdit edebilmektedir. Bu nedenle yapılan bu tür regülasyonları, etkin denetim ve gözetim fonksiyonu içinde, finansal kurumların ve finansal piyasaların etkin faaliyet göstermesine yönelik düzenlemeler olarak görmek gerekmektedir.

Finansal sistemin istikrarsızlık yaratma eğiliminde ve bu istikrarsızlığı yayma özelliği nedeniyle kamunun finansal sisteme yönelik etkinliği arttırıcı piyasa tabanlı düzenlemeler yapması gerekmektedir. Bu tür düzenlemelerin olmaması veya yetersiz düzeyde kalması, finansal sistemin istikrarsızlığa girme eğiliminin artmasına neden olmaktadır. Ancak aşırı düzeyde liberal bir finansal sistem meydana getirecek düzenlemeler piyasa başarısızlıklarının ortaya çıkmasına neden olabilecektir. Bu nedenle etkin denetim ve gözetim fonksiyonu güçlendirecek şekilde regülasyonların da kamu kesimi tarafından yürütülmesi gerekmektedir.

Faiz Oranları - Banka Bilanço Zayıflıkları - Belirsizlik Artışı - Hisse Senetleri

⇩

Tersine Seçim ve Ahlaki Risk Sorunlarında Artış

⇩

Döviz Krizi

⇩

Tersine Seçim ve Ahlaki Risk Sorunlarında Artış

⇩

Ekonomik Daralma

⇩

Bankacılık Krizi

⇩

Tersine Seçim ve Ahlaki Risk Sorunlarında Artış

⇩

Ekonomik Daralma

Şekil 12 Finansal İstikrarsızlık ve Kriz Sürecinin Reel Ekonomiyi Etkileme Süreci

Konunun öneminin ortaya koyulması ve ekonomide yarattığı etkilerin gösterilmesi açısından verilen Şekil 12 anlamlı gözükmektedir.

Şekil 12'ye bakıldığında finansal piyasalardan kaynaklanan riskler 4 ana grupta toplanmıştır. Bunlar faiz oranları, banka bilançosu, belirsizlik ve hisse senetleri kaynaklı olarak ortaya çıkan risklerdir. Bu dört faktörde meydana gelen riskler, finansal piyasa başarısızlığı asimetrik bilginin sonuçları olan tersine seçim ve ahlaki risk olgusunun daha belirgin olarak yaşanmasına neden olmaktadır. Finansal istikrarsızlık sonucu ekonomik faaliyetlerin olumsuz etkilenmesi durumu, belirtilen bu dört faktörün birlikte kötüleşmesi ile meydana gelebileceği gibi yalnızca bir yada birkaçında sorun yaşanması durumunda da görülebilmektedir. Örnek olarak faiz oranlarında ani artışlar ile oynaklık ve belirsizliğin oluşması sonucu tersine seçim sorunu daha yoğun

yaşanacaktır. Bu durumda ise bankaların verdiği kredilerin geri döndürülememesi riski ortaya çıkabilecek bu da bankaların likiditeye bağlı olarak sorunlar yaşamasına neden olabilecektir. Sonuç olarak ise likidite ve faiz riskine bağlı olarak kredilerde yaşanan daralma ile birlikte ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması kendini gösterecektir.

Ancak Şekil 12'yi gelişmekte olan ülkeler için bir bütün olarak değerlendirmek daha anlamlı olacaktır. Finansal piyasalardan kaynaklanan risklerin artması ile birlikte faiz oranlarında ani artışlar meydana gelmesi, banka bilançolarının zayıflaması, hisse senetleri piyasasında yaşanan dalgalanmalar ve beklentilerin belirsizleşmesi durumunda genel olarak ulusal para birimleri önemli ölçüde değer kaybetmektedir. İlerleyen aşamada ulusal paranın değer kaybı, zayıflamış olan banka bilançolarını daha da kötüleştirmektedir.

Aynı zamanda faizlerin yükselmesi de bu durumu beslemektedir. Süreç içinde, döviz krizine bağlı ekonomik faaliyetlerde yavaşlama, yüksek faiz ve kur etkisi ile bankaların risklerinin daha da artması ile birlikte bankacılık krizleri yaşanmaktadır. Bu da yavaşlamakta olan ekonomik faaliyetlerin daha da kötüleşmesi sonucunu doğurmaktadır. Sonuç olarak, finansal istikrarsızlığın yaşanması ile birlikte meydana gelen dört faktörün yarattığı etki, döviz ve bankacılık krizleri, ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması ve büyümede yaşanan düşüşler şeklinde kendini göstermektedir. Süreç bir sarmal şeklinde kendini beslemekte ve ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması, sorunların daha da derinleşmesine neden olmaktadır.

3.2.4. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler ve Öncü Göstergeler

Finansal krizlerin meydana gelmesine yol açan belli başlı faktörlere bakacak olursak, bu faktörlerin genel özelliğinin piyasaları istikrarsız hale getirerek kırılgan bir yapının oluşmasına neden olmarı olduğunu görürüz. Bu faktörleri ;

- Makro ekonomik istikrarsızlıklar,
- Ekonomideki ve finansal sistemdeki yapısal zayıflıklar,
- Riskli banka faaliyetleri,
- Finansal sistem içinde ahlaki risk unsurunun artması ve riskli bir yapının oluşması,
- Etkin olmayan piyasa düzenlemeleri,
- Piyasa izleyici kamusal kurumların etkin olmayan gözetleme faaliyetleri,
- Bankaları etkin çalışmaya yöneltecek piyasa disiplininin olmaması,

- Bankalar ve borçlanıcı birimler için yapısal olarak etkin olmayan kamusal kurumların varlığı olarak sayabiliriz.

Bunlara ek olarak uluslararası piyasaların durumu ve politik istikrarsızlık da finansal kırılganlığa ve dolayısıyla finansal bir krize neden olabilecek faktörlerdir.

Kırılganlığı ve dolayısıyla istikrarsızlığı arttırarak finansal krize neden olabilecek yukarıda sayılan faktörler arasında en önemlilerinden biri, sürdürülemez makro ekonomik politikalardır. Diğer yandan finansal piyasalarda krizler yaşanmadan önce bazı önemli değişkenlerde riskler ortaya çıkmakta, aşırı oynaklıklar (volatility) görülmektedir. Finansal krizleri olabileceğini haber veren öncü göstergeler ülkelere göre farklılıklar göstermekte, ancak ulusal ekonomilerin liberalizasyonuna ve uluslararası piyasalara entegre olmasına bağlı olarak, öncü göstergelerde benzer hallere de rastlanılmaktadır. Tablo 10'da finansal krizleri haber veren başlıklar gruplar halinde gösterilmiştir.

Tablo 15 Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri

Finansal Öncü Göstergeler	**Makro Ekonomik Öncü Göstergeler**
Hisse Senetleri Fiyatları Artış Oranı M2/UluslararasıRezervler M2/GSMH Para Çarpanındaki Değişmeler Reel Döviz Kuru Ülkenin Kredi Notu Seyri Uluslararası Rezervler/İthalat	Enflasyon Kamu Açıkları/GSMH Reel GSMH Bütçe Açığı/GSMH Kamu Sektörüne Açılan Krediler/GSMH Yatırım/GSMH Yurtiçi Yurtdışı Faiz Oranı Farklılığı İç Kredi Hacmi/GSMH Özel Sektöre Açılan Kredi Top./GSMH
Ödemeler Bilançosu Öncü Göstergeleri	**Mikro Ekonomik Öncü Göstergeler**
Kısa Dönem Sermaye Girişi/GSMH Cari İşlemler Açığı/GSMH Cari İşlemler Açığı/Yatırım Dış Ticaret Dengesi Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç Kısa Vadeli Dış Borç/Uluslararası Rezerv Toplam Dış Borç/İhracat Faiz Ödemeleri/İhracat	Tahsil Edilemeyen Borçlar/Toplam Borç Bankalara Olan Toplam Borç/Aktifler Top. Banka Mevduatları/Toplam Krediler Banka Sermayesi/Aktifler Faiz Gelirleri/Aktifler Banka Karları/Aktifler Toplamı

Kaynak : Özer, M. (1999), *Finansal Krizler, Piyasa Ba)arszlklar ve Finansal İstikrar Sağlamaya Yönelik Politikalar*, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları.

3.2.5. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Kamusal Müdahale Gerekliliği ve Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası

Finansal sisteme ve finansal piyasalara bakıldığında, her zaman istikrarsızlık yaratma eğilimde olduğu ve piyasa başarısızlıkları sonucu krize girme eğilimi taşıdığı görülmektedir. Finansal istikrar bir kamu malıdır. Kamusal kesim bu kamu malını yeterli miktarda ekonomik birimlere sunmak zorundadır. Kamusal alan her zaman finansal sistem ve piyasaların istikrarına yönelik sorumluluk taşımaktadır.

Finansal sisteme kamusal müdahale gerekliliğinin ana nedeni, özellikle bankacılık kesiminin kendi içinde istikrarsızlık yaratma eğiliminde olması, bankaların ödemeler sistemi ve bankalararası para piyasası aracığıyla birbirine bağlı olmaları nedeniyle, istikrarsızlığın hızlı bir şekilde bulaşma etkisiyle yayılmasıdır.

Kamusal müdahale gerekliliğin altında yatan diğer nedenler arasında ise, mevduat sahipleri ve kredi borçlusu olanların ekonomik sistemdeki dalgalanmalardan olumsuz yönde etkilenme ihtimali, oluşan oynaklık ve risklerin bulaşıcılık etkisi ile diğer finansal piyasa katılımcılarına sıçraması, mevduat sahipleri veya problemli kurumların kurtarılmasına yönelik olarak uygulanacak programların maliyetinin finansal sistemi güçlendirmeye yönelik maliyetlerden çok yüksek olması, finansal sektörden kaynaklanan sorunların makro ekonomik sonuçlarının çok ağır olması ve son olarak ise, finansal aracıların istikrarsızlık unsurları yüzünden etkin olarak çalışamaması ile birlikte tasarruf miktarının, kredi hacminin çok düşük ve yatırımların yetersiz düzeyde olması durumları vardır.

Finansal istikrarı sağlayacak ve sürdürecek kurum olarak Merkez Bankasına kamusal görev yüklenmesinin altında yatan neden, sistem içinde kullanılan para biriminin üzerinde en büyük kontrol gücü olan kurum olması ve fiyat istikrarının Merkez Bankaları için ana hedef olmasıdır. Merkez Bankaları artık finansal istikrar adına gerekli gördüğü anlarda, likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak başta olmak üzere, altyapıya yönelik yasal düzenlemeler, finansal istikrarı sürdürmeye yönelik politikalar yürütmektedir.

3.2.6. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Kamusal Politika Türleri

Kamusal politika ve müdahale türlerinden ilki, piyasa güçlerine tam olarak güven duyulup duyulmaması ile ilgilidir. Finansal istikrarın sağlanabilmesi için sürecin tamamen piyasa güçlerine bırakıldığı bir ülke örneği bulunmamaktadır. Buna gerekçe

olarak ise piyasa güçlerinin etkinliği ve istikrarı sağlamada yeterli bir fonksiyon üstlenememesidir. Özellikle istikrarsızlığın bulaşıcılık etkisi ile yayılma eğiliminde olması ve piyasa katılımcılarının risk unsurlarının arttığı dönemlerde kendi çıkarlarını maksimize etmeye daha istekli olması,süreci daha zor hale getirmektedir.

Sistemin dışında meydana gelen bir ekonomik şok, doğal afet, savaşlar, politik bazı risklerin oluşması ihtimali piyasa güçlerine güvenilmesinin istikrar unsuru taşıyamayacağını göstermiştir. Bu nedenle belli bir noktada kamusal müdahale gerekli görülmektedir. Burada önemli olan müdahalenin boyutu, zamanı ve süresi ne olduğudur.

Kamusal müdahale kapsamında değerlendirilecek ikinci durum finansal katılımcılara faaliyetlerini sürdürme adına bazı güvencelerin sağlanmasıdır. Bu kapsamda değerlendirilecek iki temel uygulama bulunmaktadır. Bunlar mevduat sigortası uygulaması ve Merkez Bankalarının son kredi mercii olarak finansal piyasalarda rol üstlenmesidir. Özellikle mevduat sigortası uygulaması ahlaki tehlike yaratmakta, varlıklarının güvence altında olduğunu bilen piyasa katılımcıları ilgili kurumları izlemekten ve denetlemekten vazgeçmektedirler. Sonuç olarak ise ilgili kurumlar faaliyetlerinde riski yüksek işlemlere yönelebilmekte ve sermaye yeterliliği, varlık-yükümlülük dengesi gibi durumları göz ardı edebilmektedir. Bu durumda yapılacak şey mevduat sigortası uygulamasına kısıtlar getirmektir. Bu kapsamda belli kuruluşlara yönelik, risk hesabına dayalı ve belli bir oranda sigorta uygulaması hayata geçirilebilir. Ancak sigorta kapsamı dışı kuruluşlardaki mevduat sahiplerinin dışlanması durumu, risk hesaplamalarında belirsizlik olması ve ilgili mevduat sigorta oranının ne olması gerektiğine yönelik problemler de gözardı edilmemelidir.

Güvence kapsamındaki uygulamalardan diğeri ise Merkez Bankalarının son kredi mercii olarak faaliyet göstermesidir. Risklerin ve başarısızlıkların arttığı dönemlerde Merkez Bankalarının finansal kurumlardaki likiditesi düşük bazı varlıkları satın alması ve doğrudan kredi imkanı sağlaması ile piyasadaki likidite sıkışıklığını önlemesi, sistemin işlemesi ve piyasa katılımcılarının faaliyetlerine devam etmesi açısından önemli bir sigorta görevi görmektedir. Ancak bu noktada ilgili kurumların likiditesinin düşük olup olmadığı ve borç ödeme yeterliliği olup olmadığı ayrımının da yapılması gerekmektedir.

Kamusal müdahaleler kapsamında olan son uygulama türü ise çeşitli düzenlemelerdir. Mevduat sigortası, son kredi mercii ve bu paraleldeki uygulamalar, özelde uygulandığı alanda ilk etkisini göstermekte ve ahlaki risk gibi piyasa başarısızlıklarına neden olmaktadır. Ancak düzenlemelerin etkisi tüm sisteme olmakta ve ahlaki risk unsuru

taşımamaktadır. Düzenlemeler arasında gösterilecek ilk uygulama finansal kurumların sahip oldukları imtiyazlı değerlerin korunması ile ilgilidir. Yani kamunun sisteme istikrar kazandırmaya yönelik olarak oluşturduğu kısıtlamalar ve engeller tarihsel süreç içinde başarıya ulaşmamıştır. Bu sonucun ortadan kaldırılmasına yönelik olarak artık piyasa bazlı kamusal düzenlemeler gerekmektedir.

Diğer bir düzenleme türü ise risk bazlı sermaye yeterliliği ile ilgilidir. Bu bağlamda finansal kurumların taşıdıkları varlıklar etkin denetim ve gözetim yapan kurum tarafından risk derecelerine göre sınıflandırılmalı ve bunlara karşılık sermaye gerekliliği ortaya koyulmalıdır. Risk bazlı sermaye yeterliliği düzenlemesinin sağladığı avantajlar arasında şunları saymak mümkündür; Finansal kurumların faaliyetlerine sınırlamaya oranla daha piyasa tabanlı işlemesi ve bu açıdan daha etkin olması, finansal kurumların ve dolayısıyla bankaların risk düzeylerine göre sermaye hacimlerini genişletmesi, risklerin arttığı dönemlerde sistemin güçlü durmasını kolaylaştırması, Merkez Bankaları açısından son kredi mercii olma fonksiyonunun getireceği yükü ve riski azaltması.

Risk bazlı sermaye yeterliliği düzenlemesini destekleyecek diğer bir uygulama ise piyasa güçlerini destekleyecek düzenlemeler yapmaktır. Tam olarak piyasa güçlerine bırakılmış ya da istikrarsızlık unsuru olarak görülen tüm risklere yönelik politika geliştiren bir kamu düzenlemesinin finansal istikrarın sağlanması adına sınırlı bir yaklaşım getirdiği gerçeği altında, bu iki yaklaşımı bir arada tutan bu düzenleme iyi bir alternatiftir. Bu yaklaşıma göre finansal katılımcıların varlık ve yükümlülük dengesini sağlayacak,faaliyetlerini etkin bir şekilde yönetmelerini kolaylaştıracak teşvik ve düzenlemeler yapmak finansal istikrarın oluşturulması ve sürdürülmesi adına piyasa tabanlı bir uygulama olmaktadır.

Bu kapsamda değerlendirilecek bir düzenleme ise finansal kurumların risk aşımlarını izlemektir. Bu uygulama risk bazlı sermaye yeterliliği ile birlikte düşünüldüğünde, faaliyetlerin gerçekleştirildiği dönemlerde risk aşımlarının belirlenmesi ve anında etkin denetim ve gözetim yapan kurum tarafından müdahale edilmesi açısından anlamlıdır. Bu şekilde, oluşan risklere karşı anında gerekli tedbirler alınacak ve sistemin bir bütün olarak bu riskten etkilenmesinin önüne geçilebilecektir.

Teorik ve uygulamalı çalışmalar finansal sistem, finansal kurumlar ve finansal varlıkların istikrarına ilişkin olarak çok çeşitli ve tartışmalı çözümler ortaya atmaktadır. Bu duruma finansal piyasaların ve istikrar kavramının koşullara ve zamana göre çok hızlı bir şekilde değişim göstermeleri ve dinamik yapıya sahip olmaları neden olmaktadır.

Bu duruma örnek olarak, finansal varlık fiyatlarında meydana gelen köpükler gösterilebilir.Bunların açıklanması, önlenmesi ve ortadan kaldırılmasına yönelik olarak pek çok görüş bulunmaktadır. Ancak bu noktada finansal istikrarın sağlanması kadar sürdürülmesinin de önemli olduğu unutulmamalıdır. Çünkü finansal varlık fiyatlarında yukarı ve aşağı yönlü kırılmalar çok hızlı olmakta ancak belli bir trende oturmaları beklendiğinden uzun sürmektedir.

Fiyat istikrarı kadar, ekonomiler için meydana gelen bu istikrarsızlığın ve krizlerin önlenmesi istikrarlı bir ekonomik yapı için önemli bir konu haline gelmiştir. Günümüzde Merkez Bankaları finansal ve ekonomik ihtiyaçların gerektirdiği uygulamalar nedeniyle, bankaların bankası haline gelmiştir. Merkez Bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olmasının yanında, bu amacı gerçekleştirmek için finansal istikrarı da göz önünde bulundurması gerekmektedir. Merkez Bankalarının finansal istikrarı sağlama sorumluluğu olmasının temelinde şu unsur yatmaktadır; Merkez Bankaları hem yasal anlamda hem de fiiliyatta piyasaların ihtiyacı ve acil olan likiditenin sağlanmasında tek mercii olarak görev yapmaktadır. Merkez Bankaları geleneksel olarak, sistemik bir risk ihtimaline karşı, ödemeler sisteminin sağlıklı ve istikrarlı çalışması için rol üstlenmektedir. Banka sistemi reel ekonomiye kaynak aktarma sürecinde bir köprü görevi görürken aynı zamanda reel ekonomi için kaynak yaratmaktadır. Bu nedenle Merkez Bankaları bankacılık kesiminde faaliyet gösteren kurumların sağlamlığı ve finansal piyasaların istikrarlı olması açısından, sistemi izlemekte ve oluşan risklere karşı politika geliştirmektedir. Merkez Bankaları bankalararası ödeme sisteminin merkezinde yer almakta, ticari banka varlıklarını çeşitli araçlar ile ayarlamakta ve bankaların rezervlerini tutmaktadırlar. Bankaların finansal sistemde kredi toplama ve reel ekonomiye aktarım süreçlerinde Merkez Bankaları, likidite açısından bankaların kendilerine bağlı olarak faaliyet göstermelerini sağlayacak bir yapılanma oluşturmaktadırlar(Darıcı,2012).

Bankacılık kesiminin kendi içinde istikrarsızlık yaratma eğiliminde olması ve sonuç olarak finansal sistemi bulaşıcılık özelliği ile birlikte istikrarsızlığa sürükleme olasılığı ön plana çıkan durumlardan biridir. Bu duruma neden olabilecek ana faktör ise bankaların kısa vadeli kaynaklar ile uzun vadeli kredi vermeleridir. Özellikle 1980'lerden sonra yoğun bir biçimde uygulanmaya başlanan mevduat sigortası uygulaması bu şekildeki bir sonuca neden olmaktadır. Varlık ve yükümlülük arasında vade bakımdan bu şekilde bir uyumsuzluğun olması ise sistemi şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Sistem içinde tek bir bankada yaşanan bu yönlü bir sorun, tüm sistemi tehdit etmedikçe piyasa sistemi içinde çözüme bırakılmalı, sistem kendiliğinden temizlenmelidir. Bir bankanın

varlık yükümlülüklerinin vade açısından eşleşmemesi eğer spekülatif bir atağa ya da bulaşma etkisi sonucu sisteme yayılmasıyla sonuçlanırsa, risk oluşmaya başlayacaktır. Sözkonusu durum finansal sistemde likidite sorunları ile başlayan ve sonu finansal krize ulaşabilecek bir sürece neden olabilecektir. Sonuç olarak finansal istikrar için yürürlüğe koyulan mevduat sigortası uygulaması,ahlaki risk yaratması nedeniyle, sistemi risk altına sokabilmektedir.

Merkez Bankalarının son kredi mercii olması, buna bağlı olarak finansal risklerin arttığı dönemlerde piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi sağlaması ve yine mevduat sigortası uygulaması nedeniyle bankalar ve diğer finansal kuruluşlar ahlaki risk olgusunu yaşamaktadırlar. Yani bu tür iki uygulama nedeniyle, finansal kuruluşlar normal koşullarda vermeyecekleri riskli kredileri vermekte ya da riski yüksek faaliyetlere girişebilmektedirler.

Ahlaki riske bağlı meydana gelen bu tür durumları tam olarak ortadan kaldırmak mümkün görünmemektedir. Ancak mevduat sigortası uygulamasında sınırlamalara gitmek, bazı kuruluşları bu kapsam dışında tutmak, bankaların kredi verme konusundaki risk algılayışlarını disipline edecek yasal zorunluluklar uygulanabilir. Bunun dışında Merkez Bankasının son kredi mercii uygulamasında da bazı düzenlemeler yapılabilir. Son kredi mercii olma fonksiyonu piyasalarda şokların ya da kırılmaların meydana geldiği dönemlerde sadece acil likidite ihtiyacı olan kuruluşlara yönelik olarak uygulanabilir. Ek olarak ahlaki riske karşı olarak, etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun yerine getirilmesi de gerekmektedir.

3.2.7. TCMB'nin Finansal İstikrar İçin Kullandığı Para Politikası Araçları

TCMB'nin, finansal istikrarı fiyat istikrarını tehdit etmeden sağlayıp sağlayamayacağını veya başka bir ifadeyle finansal istikrarı sağlamak için atılacak adımların hangi şartlar altında fiyat istikrarını destekleyip, hangi şartlar altında engelleyeceğini cevaplandırmaya çalışacak olursak.

Önce finansal istikrar için hangi para politikası araçlarının tercih edildiğine bakmamız gerekmektedir. Son dönemde finansal istikrarı sağlamak için birden fazla araç kullanılmaktadır. Bu araçlar : asimetrik faiz koridoru, likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ve ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması).

Faiz koridorunun asimetrik kullanımı sermaye akımlarının yön ve miktar değişim hızını sınırlamaya yardım ederken, getiri eğrisinin eğimini geçici olarak eksi yapabilme esnekliği kazandırmaktadır. TL likidite yönetimi ise, yine asimetrik faiz koridorunun bir

bileşeni olarak koşullara göre değişebilen bir fonlama stratejisine dayanmaktadır. Ekim 2011'den bu yana Ortalama Fonlama Maliyeti (OFM);

Haftalık vadeyle bankalara borç verilen repo faizinin,

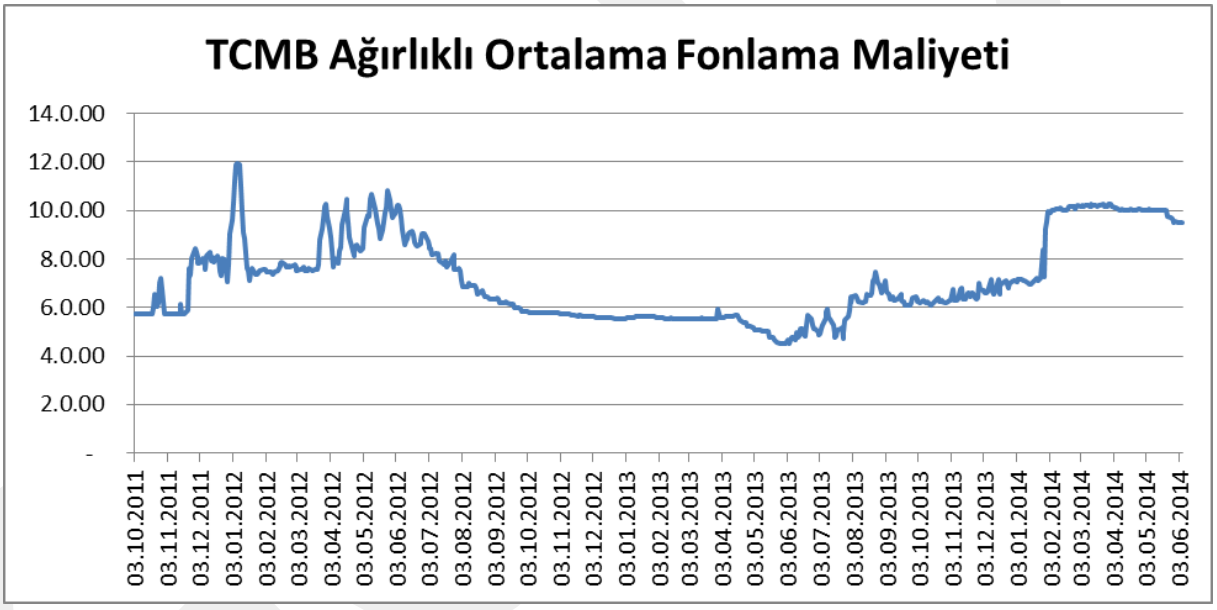
Piyasa yapıcı bankalara satılan paranın faizinin,

Koridorun üst sınırından borç verilen paranın faizinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır.

TCMB, sağladığı fonlamanın maliyeti gibi miktarını da bu üç yoldan günlük bazda değiştirerek, OFM'ni her gün değiştirebilmektedir. Günlük olarak değişebilen OFM oranı finansal kesime para politikasıyla ilgili önemli bilgiler verirken, TCMB için finansal istikrarla ilgili hedeflerde çok kısa vadede karar alma olanağı doğurmaktadır. Bu likidite politikası tasarımının yukarıda değinilen finansal göstergelerdeki hızlı gelişmelere tepki verebilen enflasyon hedeflemesi prensibi ile tutarlı olduğu noktası önemlidir. Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS) kısaca dövize talebin yoğun olduğu ya da sermaye akımlarında yavaşlama olduğu günlerde OFM'nin artırılmasıdır. Dövize olan talebin ayın hangi günlerinde diğer günlerden belirgin şekilde daha fazla olacağı önceden bilinemediğinden, merkez bankasından bu tür finansal gelişmelere karşı OFM'ni önceden açıkladığı bir seviyeye yükselteceğinin sözünü vermesi beklenmektedir.

Asimetrik koridor ve fonlama stratejisi dışındaki diğer önemli araç ROM. Makro-ihtiyati politika çerçevesinde geliştirilen bu mekanizmanın amacı TL'nin aşırı değerlenmesinin ve bankaların topladıkları fonları kredi olarak açmalarının önüne geçerek finansal istikrarı korumaktır. Bu mekanizma bankaların merkez bankasında tuttukları zorunlu karşılıkları döviz veya altın cinsinden tutmalarına olanak tanırken merkez bankasının da döviz rezervlerini artırmasına yardımcı olmaktadır. Döviz ve TL cinsinden tuttukları fonların maliyetleri eşit ise, bankalar TL rezerv ve döviz rezerv tutma arasında kayıtsız olurlar. Rezerv opsiyon katsayısı (ROK) olarak adlandırılan araç yoluyla TL ve döviz fon tutma maliyetleri farklılaştırılabilmektedir. Para politikası sermaye akımları yoğunken bankaları yabancı para cinsinden rezerv tutmaya teşvik etmek isteyeceğinden ROK'nı buna göre ayarlaması gerekmektedir. Bu durumun tersi sermaye akımlarının yavaşladığı dönemlerde bankaların rezervlerini TL olarak tutmaları sağlanmaktır. Özetle ROM, olumlu finansal koşullar varken TL'nın aşırı değerlenmesini ve bankaların uzun vadeli borçlanmasını, bankacılık kesiminin likiditesini bozmaksızın engellerken olumsuz finansal koşullar altında TL'nin aşırı değer kaybetmesinin önüne geçerek bankacılık kesiminin karşılaştığı likidite sıkışıklığını giderecek bir alternatifi de barındırmaktadır.

TCMB, para politikasının kullandığı bu araçlar dışında cari açığın konjonktürden kaynaklanan kısmını törpülemek amacıyla kredi büyüme hızı ve reel kur için ayrıca eşik değerler oluşturmuştur. Buna göre kredi büyüme hızının %15'i aşması, reel efektif kur endeksi (REKE)'nin 120 değerinden uzaklaşması finansal istikrar için sağlıklı bulunmamaktadır. Klasik enflasyon hedeflemesinde faiz sadece fiyat istikrarı için kılavuzluk ederken, yeni para politikasında finansal istikrar için de kullanıldığından, faizi tek amaca yönelik kullanmak mümkün değildir. Bu noktada para politikasının duruşu hakkında bize en temel bilgiyi koridorun genişliği vermektedir. Faizlerin çeşitlendirilmesi finansal istikrarı sağlarken talep kaynaklı ekonomik dalgalanmaları kontrol etmeyi zorlaştırmamalıdır.



Şekil 13 TCMB Ağırlıklı Ortalama Fon Maliyetleri (2011-2014)

Kaynak:http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/

TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, TCMB'nin Bankalararası Para Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri (Borsa Istanbul repo, piyasa yapıcısı repo, miktar ihalesi ile haftalık repo, geleneksel ihale ile haftalık repo, aylık repo) ile yaptığı vadesi gelmemiş fonlamanın ağırlıklı ortalamasıdır. Hesaplamada basit faiz oranları kullanılmıştır.

3.2.8. Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Arasındaki İlişkinin Şekli

İktisat yazını incelendiğinde yazarların bir bölümü para politikalarının yol açacağı sonuçlar ve uygulanma şekilleri nedeniyle finansal istikrarla çelişmeyeceğini ifade ederken, geri kalan bölümü ise para politikasının bazı sonuçlarının veya uygulama şeklinin finansal istikrarın korunmasında problem olabileceğinde birleşmektedirler.

Issing (2003) yaptığı araştırmalarda geleneksel analiz tarzı para politikasının hedef ve sonuçlarının finansal sistem istikrarında herhangi bir çelişkiye neden olmadığı görüşünün sık sık dile getirildiğini aktarmaktadır. Bu söylemin dayandığı temel argüman enflasyonun varoluşunun, finansal istikrarsızlıktan kaynaklanıyor olmasıdır. Yüksek enflasyonun mevcut olduğu durumda, ileriye dönük beklentilerde bozulma, varlık fiyatlarında reel olmayan artışlar, normalin üstünde bir kredi artışı ve merkez bankalarının ihtiyaç olandan daha fazla piyasaya likidite vermesi finansal sistemde istikrarsızlık sorununu arttırmaktadır.

Geleneksel analiz tarzına göre iyi bir para politikası ile birlikte ulaşılacak istikrarlı fiyat düzeyinde herhangi bir finansal istikrarsızlık sorunu ortaya çıkmamaktadır.

Schwartz (1995) yaptığı araştırmada, para politikasının fiyat istikrarını öncelikli olarak hedefliyor olması hem finansal sistemde oluşabilecek kırılmaların oluşma yüzdesini azaltmakta hem de oluşabilecek kırılmanın etkisini hafifletmektedir.

Yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde ileriye dönük olarak anormal reel beklentiler içine giriliyor olması borçlanma miktarında artışa sebep olacağı için geri dönmeme riskini arttırmakta ve ileriyen zamanlarda finansal istikrarın korunmasında zorluklar yaşanabilmektedir (Schwartz, 1995).

Fiyat istikrarının finansal istikrara pek çok noktadan katkısı bulunmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması faizler üzerindeki risk primini düşürerek ve gelecek dönem enflasyonundaki belirsizliği azaltarak istikrarlı bir ortama katkı yapmakta, belirsizliğin azalması ile birlikte finansal varlık fiyatlarının gelecek dönemlerdeki getirilerine yönelik beklentilerdeki oynaklıklar sınırlanmaktadır. Fiyatların istikrarlı seyrine bağlı olarak finansal varlık değerleri ve ekonomik değişkenler arasındaki uyumsuzluğun azalması, finansal piyasaların etkinliğine ve istikrarına katkı yapmaktadır. Yaşanan son finansal krizler de anlaşılmıştır ki finansal sistem istikrarının sağlanabilmesi için para politikaları sonucu ulaşılacak fiyat istikrarı tek başına yeterli değildir. Issing'e göre (2003) sadece fiyat istikrarının hedeflenerek finansal sistem istikrarının göz ardı edilmesi para politikasının optimal politika olamama ihtimalini beraberinde getirmektedir. İşte ekonomide yeni ortam hipotezini geleneksel analiz tarzından ayıran temel nokta, fiyat

istikrarının finansal istikrar için tek başına yeterli olamayacağı savıdır. Borio ve Love (2002) çalışmalarında, düşük ve istikrarlı enflasyon dönemlerinde finansal istikrar durumunun teşvik edilebileceği, ancak söz konusu dönemlerde finansal dengesizliklerin, enflasyonda herhangi bir anormal değişiklik olmamasına karşın, istikrarsızlık yaratabileceği gerçeğinin altını çizmektedirler. Söz konusu çalışmada Japon ekonomisi örnek gösterilerek 1980'li yıllarda ülkenin düşük enflasyon dönemleri içinde herhangi bir fiyat istikrarı sorunu yaşamadan meydana gelen finansal dengesizlikler sonucu japonya'nın nasıl ekonomik krizlerin içine sürüklendiği anlatılmaktadır(Özcan, 2006).

Düşük enflasyon dönemlerinde oluşan finansal dengesizliklerin sebeplerini kısaca (Borio ve Love, 2002);

- GOÜ'de kararlılıkla uygulanan istikrar programları ve bunların neden olduğu gereğinden fazla iyimser hava,
- Ekonominin arz tarafında meydana gelen pozitif gelişmeler ve bunların varlık fiyatlarında meydana getirdiği anormal fiyat artışları,
- Para politikalarının aşırı kredibiliteye sahip olması,

şeklinde açıklamaktadır.

Bugün Türkiye'deki konjonktür itibariyle fiyat istikrarı ile finansal istikrar birbirine sıkı sıkıya, ancak makroekonomik koşullara göre değişiklikler gösterecek şekilde bağlıdır. Kronik enflasyon neden olduğu belirsizlik ortamı nedeniyle finansal istikrarsızlığın ana kaynağı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Güçlü ve etkin işleyen bir finansal sistemin varlığının ekonomiye sağladığı fayda, finansal istikrarın sağlanması için son derece önemlidir. Ancak iyi işleyen bir finansal sistem, merkez bankası kararlarının reel ekonomiyi istenen şekilde ve istenen sürede etkilemesini sağlayabilmektedir. Finansal sistemdeki dengesizlikler ise para politikasının finansal aktarım kanalının sağlıklı çalışmasını engellemektedir. Diğer bir ifadeyle, etkin bir para politikası için etkin işleyen bir finansal sistem gerekirken güçlü bir finans kesimi, bir yandan para politikasının etkinliğini artırırken, öte yandan ekonominin dışsal şokları daha kolay atlatması için gerekli esnekliği sağlamaktadır(Özcan, 2006).

Geleneksel yaklaşım tarzı olarak belirtilen görüşe göre, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir çelişki bulunmamaktadır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak uygulanan para politikası aynı zamanda finansal istikrarın sağlanmasına da katkı yapmaktadır. Bu görüşün temelinde, enflasyonun finansal istikrarsızlık yaratan temel

faktörlerden biri olduğu düşüncesi yatmaktadır. Fiyat istikrarının bozulması finansal istikrarı da tehdit etmektedir.

Fiyatlar genel düzeyinde yaşanan yüksek miktardaki oynaklık finansal istikrarsızlığı arttırmakta ya da daha da kötüleştirmektedir. Bunun için Merkez Bankaları tarafından fiyat istikrarına yönelik olarak izlenen para politikası aynı zamanda finansal istikrarın sağlanmasına da katkı sağlamaktadır.

Geleneksel Yaklaşımın temelinin bu şekilde olmasıyla birlikte, aynı görüş içinde sadece fiyat istikrarının finansal istikrar için gerekli ve yeterli olacağını söyleyen görüşlerin yanında, finansal istikrarın da fiyat istikrarı için bu özelliği gösterdiğini savunan görüşlerde bulunmaktadır. Ancak bu noktada fiyat ve finansal istikrarın uzun vadede birbirlerini besleyen iki durum olduğunu düşünmek daha anlamlı bir yaklaşım olmaktadır. Bu görüşü pek çok finansal krizin, fiyatlarda ani kırılmalara neden olduğu gerçeğiyle desteklemek mümkündür.

Merkez Bankalarının fiyat istikrarını temel alacak biçimde para politikalarını yalnızca gelecek enflasyon beklentilerine göre oluşturmaları, kullandıkları modellerde finansal dengesizlikleri ve riskleri hesaplarına katmamaları, fiyat istikrarının sağlanamadığı durumlar için önemli bir sebep olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle özellikle enflasyon hedeflemesi yapan Merkez Bankalarının hedeflenen enflasyon oranları ile birlikte, enflasyon oranlarını da etkilemekte olan finansal istikrarsızlık unsurlarını gözetecek şekilde para politikası yürütmeleri, optimalite açısından gerekli görülmektedir. Yani bu noktada Merkez Bankalarının para politikası uygulamaları için kullandıkları tepki fonksiyonlarında hedeflenen enflasyon düzeyleri kadar, şimdiki enflasyon düzeyi de finansal istikrarsızlığın modeldeki gücünün artması ve iki amacın birbirini desteklemesi adına yararlı görülmektedir.

Bunun dışında Merkez Bankası tarafından fiyat istikrarının sağlanması, bankalar ve borçluların, beklenmeyen ve kalıcı deflasyon dönemlerinde bile borç yükü açısından risk altına girme ihtimallerini azaltacaktır. Beklenmeyen ve güçlü bir şekilde ortaya çıkan deflasyon dönemlerinde borç yükünün reel değeri ve borçlanma maliyeti artmaktadır. Ancak fiyatların istikrarlı bir seyir izlemesi ve beklenmeyen ani deflasyonların yaşanmaması, finansal istikrara katkı yapacaktır. Son olarak, para politikasının fiyat istikrarını sağlayacağına yönelik olarak piyasada güçlü beklentilerin olması, piyasa katılımcılarının aşırı risk alma ihtimalini azaltacaktır. Merkez Bankasının fiyat istikrarını sağlama noktasında güçlü duruşu ve varlık fiyatlarındaki istikrarlı seyir ile birlikte, finansal sistemde risklerin arttığı dönemlerde ekonomiyi enflasyona

sürükleyecek politikalar izlemeyeceği sinyalinin verilmesi, ahlaki risk ve aşırı risk alma ihtimalini azaltacaktır.

Finansal istikrarın fiyat istikrarına katkısı açısından durum değerlendirildiğinde, finansal sistem istikrarının ve etkinliğinin artması para politikasının etkin olarak yürütülmesi için gerekli görülmektedir. Finansal istikrar ve etkinliğin olduğu durumlarda para politikası, hedeflemekte olduğu kısa vadeli faiz seviyelerine ulaşmada ve finansman, tasarruf, yatırım açısından önemli etkileri olan varlık fiyatlarında beklediği etkiyi yaratmada başarılı olabilmektedir. Buna paralel olarak, finansal istikrarsızlığın para politikası uygulamalarında etkinliği bozacağını belirtmek de mümkündür. Örnek olarak anlamlı düzeyde yaşanacak bir finansal istikrarsızlık, para politikasının kısa vadeli faizleri düşürmedeki gücünü olumsuz etkileyebilir. Merkez Bankası borçlanma faizlerini aşağı çekse bile, piyasadaki risk düzeyinin yüksek olması, bankalar ve kurumlar arasındaki işlemlerdeki faiz oranını aşağı çekmekte beklenen etkiyi yaratamayabilir. Aynı şekilde istikrarsız bir finansal sistemin varlığı altında, Merkez Bankasının para politikasını yürütmede, finansal piyasalara ait veri setine doğru ve etkin bir şekilde ulaşması zorlaşacaktır. Finansal sisteme ait veri setine ulaşmada yaşanan zorluklar ve etkinlik kaybı ise ileriye dönük olarak özel sektörün beklentileri, reel büyüme, enflasyon ve faiz oranları gibi kritik değişkenlerin tahminini zorlaştıracaktır. Sonuç itibariyle fiyat istikrarına yönelik olarak izlenen kredibilitesi yüksek bir para politikasının finansal istikrar için gerekli ancak yeterli bir koşul olmadığını da söylemek gerekmektedir.

Aynı şekilde finansal istikrarın sağlanmasının ve finansal etkinliğin de para politikası uygulamalarının etkinliği için gerekli, ancak yeterli bir koşul olmadığını da söylemek mümkündür. Yaşanan süreçlere bakıldığında da geleneksel yaklaşımın belirttiğinin tersine pek çok finansal istikrarsızlık ve kriz fiyat istikrarının sağlandığı dönemlerde de meydana gelmiş ve pek çok bankacılık krizi de durgunluğun meydana geldiği dönemlerde yaşanmıştır. Bunlara örnek olarak, Amerika'da 1929 ve 1990'larda yaşanan krizler, 1980'lerin sonlarında Japonya'da yaşanan krizler ve 2008 Global Finansal Krizi gösterilebilir. Bu noktada fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlaması adına yeterli bir koşul olmadığı söylemek mümkündür.

Geleneksel yaklaşım olarak isimlendirilen ve genel kabul gören, fiyat istikrarın finansal istikrar ile çatışmadığını ve finansal istikrarın sağlanması için fiyat istikrarının gerekli olduğuna dair yaklaşıma karşı görüş olarak ise sağlanan ve sürdürülen düşük enflasyon düzeyi finansal kırılganlığın oluşmasına veya var olan kırılganlığın artmasına neden olmaktadır. Örnek olarak, düşük enflasyon düzeyinin yakalanması ve sürdürülmesi ekonomi de bekleyişleri olumlu hale getirecek ve çıktıdaki artış ile birlikte

yatırımlar artacak, ekonominin reel tarafında yaşanan bu canlanma finansal varlık fiyatlarında da yükselişlere neden olacaktır. Merkez Bankasının bu politikayı desteklemesi de ileriki dönemlerde, varlık fiyatlarında yaşanan artışların, bir köpük-balon şeklini almasına neden olacaktır. Oluşan köpükler de istikrarsızlık unsuru olarak sistemi risk altına sokacaktır. Sonuç olarak, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak kullanılan para politikası araçları finansal istikrarsızlığın temel kaynağı olabilecektir.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişki ile ilgili, bu iki görüşü açıkladıktan sonra iki görüş arasında bir sentez oluşturmaya gayret edecek olursak. Yaşanan krizlere bakıldığında, bazı krizlerde fiyatların istikrarlı olmasına rağmen finansal istikrarsızlıkların yaşandığı bir gerçektir. Ancak bu noktada şu iki durumu birbirinden net olarak ayırmak gerekmektedir; Birincisi, düşük enflasyon düzeyinin yakalanması ve sürdürülmesi finansal istikrarın sağlanması açısından yeterli bir koşul değildir. Ve ikincisi, düşük enflasyon düzeyi finansal istikrarsızlığa neden olur. Merkez Bankası açısından bu noktada önemli olan, ekonominin durumuna bağlı olarak finansal varlıklar üzerindeki (özellikle bonolar) risk primi konusunda doğru tahminler yapmak ve risk primini belirleyen unsurları tam olarak ortaya koymaktır. Özellikle bonoların ileride alacağı değere yönelik olarak, reel değeri ve nominal değeri arasındaki farklılığı gösteren enflasyon oranını tahmin etmek kritiktir. Bu noktada ise finansal piyasa katılımcılarının enflasyon bekleyişlerini doğru algılamak ve buna göre risk primini iyi analiz etmek Merkez Bankaları açısından yararlı olacaktır. Bu ise finansal sistemin istikrarlı ve etkin işlediği durumlarda daha mümkün görünmektedir.

Düşük enflasyon düzeyinin anlamlı ve beklenmedik bir şekilde gerçekleşmesi durumunun finansal istikrarsızlığa neden olma ihtimalini örnek olarak alacak olursak. Böyle bir durumda ekonomik birimlerin beklentileri olumluya dönecek ve enflasyondaki düşüş eğilimi ile birlikte faizler de düşecektir. Sonuç olarak düşük enflasyon ve düşük faiz ortamında fon kullananlar riski daha yüksek işlemlere girişme eğiliminde olacaklardır. Bu da finansal sistem için risk unsuru oluşturacak, kısa vadeli bir etki yaratacak ve kırılganlığın artışına neden olabilecektir. Ancak bu durum, fiyat istikrarı politikası içinde yapılacak bazı düzenlemelerle ortadan kaldırılabilir ve yeni durum olan düşük enflasyon düzeyinin ekonomide yeni bir denge oluşturmasıyla da finansal istikrarsızlık riski azalabilir.

Kısa dönemde bu şekildeki bir çatışmanın yanında, kısa dönemde bile fiyat ve finansal istikrar arasında çatışmanın olmadığı durumlar da bulunmaktadır. Örnek olarak, durgunluk dönemlerinde meydana gelen bir kriz sonucunda Merkez Bankasının

piyasaya çeşitli kanallardan likidite sağlaması, enflasyonist etki yaratmayacak, fiyat ve finansal istikrar sağlayıcı olacaktır.

Yapılan açıklamaları özetlemek gerekirse, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında uzun dönemde bir çatışma bulunmamaktadır. Yani fiyat istikrarını sağlayıcı politikaların finansal istikrarsızlık unsuru olduğunu söylemek mümkün görünmemektedir. Kısa dönemde ise bazı özel durumlarda iki amaç arasında çatışma mümkün görünmektedir. Fakat geçiş dönemi olarak görünen bu kısa dönemlerde yeni bir denge noktası oluşuncaya kadar bazı düzenlemeler ile bu çatışmayı da önlemek mümkün görünmektedir. Finansal sistemin istikrara kavuşturulması ve etkinliğin sağlanması adına Merkez Bankalarının çeşitli araç ve uygulamalarla sisteme dahil olması, ne fiyat istikrarını ne de para politikasının etkinliğini tehdit etmektedir. Sonuç itibariyle Merkez Bankalarının fiyat istikrarı ile birlikte, aynı zamanda finansal istikrara dönük olarak para politikası modellemelerinde düzenlemeler İlgili amacın gerçekleştirilmesinde, etkin denetim ve gözetim yapan kurum, rekabet ile ilgili düzenlemeler yapan kurum, ilgili bakanlıklar, hisse senedi ve sermaye piyasaları ile ilgili düzenlemeler yapan kurumların da sorumluluğu bulunmaktadır.

3.2.9. Merkez Bankasının Finansal İstikrarı Sağlama Gücü Ve Para Politikası: Faiz Düzleştirme Kuralı

Para politikası ve finansal istikrar arasında önemli bir köprü görevi gören faiz düzleştirme kuralının çıkış noktası Klasik Taylor Kuralıdır. Taylor kuralı genel olarak ifade etmek gerekirse, enflasyon ve çıktı miktarının para otoritesi tarafından kısa vadeli faizlerin arttırılması veya azaltılması suretiyle ayarlanması esasına dayanır.

Merkez Bankasının fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı sağlayabilmesi ve daha önemlisi devam ettirebilmesi için kısa dönemli faizlerde oynaklığın düşük olması arzu edilen bir durumdur.

Merkez Bankalarının finansal istikrarı sağlamak üzere faiz düzleştirme kuralını tercih etme sebeplerini sıralayacak olursak;

- Finansal kriz riskini azaltmak ancak kısa dönemli faizlerin yavaşça uyarlanması yolu ile finansal piayasalardaki hareketliliği ve ani sıçramaları kontrol altına almakla mümkündür. Ancak bu yolla faizler önceden tahmin edilebilir hale gelir
- Kısa vadeli faizleri düzleştiren merkez bankaları finans piyasalarının isteklerini önceden anlama ve kendisinin de piyasalara tarafından anlaşılabilmesi şansını yakalamaktadırlar.

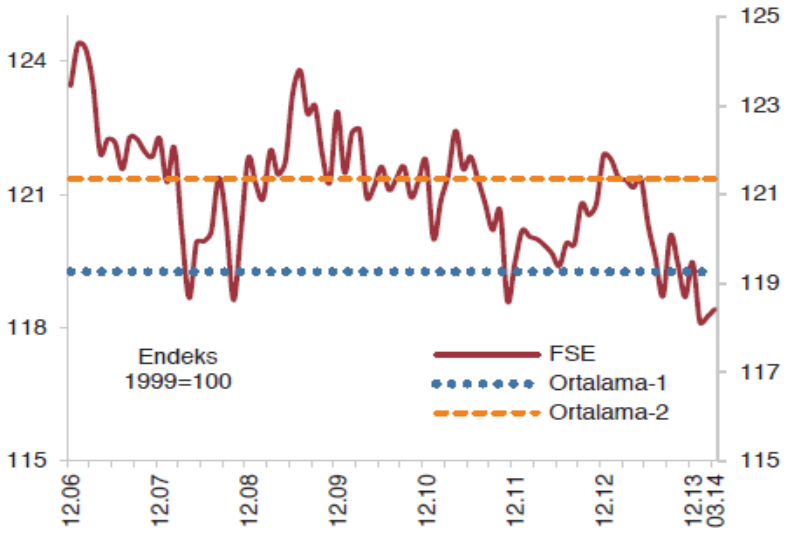
- Merkez Bankaları kısa vadeli faizlerde kısmi ayarlamalar ile uzun vadeli faizlerde de istediği değişikliği yakalayabilmektedir.
- Goodhart'a göre Merkez Bankaları genelde faiz silahını kullanırken gerçekleşmiş enflasyonu görmek isterler. Bundan dolayı ileriye dönük enflasyonun baskı altında olacağından şüphe etmeleri durumunda mevcut tahminlerinin tamamanı faizlere şimdiden yansıtmada temkimli olacaklardır. Faizlerin düzleşme eğilimine girdiğini gösteren bu davranış finansal istikrarı destekleyen bir durum yaratacaktır.
- Merkez Bankalarının faiz düzleştirme kuralını uygulaması, piyasa katılımcıları tarafından Merkez Bankasının kararlı ve bilinçli bir faiz politikasına sahip olduğu yönünde bir izlenim doğurabilir.
- Cukierman'a göre bankaların varlık - yükümlülük dengesini kuramadığı dönemlerde, Merkez Bankalarının faizleri düzleştirmedeki başarısı, faiz oranlarının tahmin edilebilirliğini arttıracak ve faizleri istikrarlı hale getirecektir. Faizlerin düzleşmesi ise bankaların varlık-yükümlülük dengesizliğinden kaynaklanan risklerin azalmasına yardımcı olacaktır.

3.2.10. Para Politikası ve Finansal İstikrar İlişkisi Açısından Finansal Sağlamlık Endeksinin Değerlendirilmesi

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Kapsamında 1211 sayılı TCMB kanununda yapılan değişikliklerle birlikte sağlanan araç ve amaç bağımsızlığı altında, Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi olup, bu amacın destekleyicisi olarak finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak da Bankanın görevleri arasında yer almaktadır. Finansal istikrarın amaç haline getirilmesi sonucu, TCMB gözü ile finansal istikrarın durumunun analizi ve piyasa katılımcılarına anlatılması gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Bu nedende doğası gereği dinamik bir yapısı olan finansal istikrar kavramının gelişimine yönelik Finansal İstikrar Raporu yayımlanmaya başlanmıştır. Ağustos 2005 tarihinde itibaren ise Finansal Sağlamlık Endeksi hesaplanması bu rapora dahil edilmiştir. Hesaplanan Endekslerin başlangıç baz yılı Aralık 1999'dur. Endeks, bankacılık sektörü bazında hesaplanmakta ve sektörün durumunu ortaya koymaya yönelik çeşitli göstergelerden yararlanarak oluşturulmaktadır.

Endeksin oluşturulma sürecinde kullanılan göstergeler endeks haline getirilmekte ve bunlar alt endeks olarak kullanılmakta, son olarak ise bu endekslerin ortalaması alınarak genel endeks olan Finansal Sağlamlık Endeksine Ulaşılmaktadır.



(1) Kullanılan "Ortalama 1" Aralık 1999 – Mart 2014 ve "Ortalama 2" Ocak 2004-Mart 2014 ortalamasıdır.
(2) Çalışma esasları farklılık gösterdiğinden yapılan değerlendirmelerde katılım bankaları hariç tutulmuştur.
Kaynak: BDDK - TCMB

Şekil 14 Finansal Sağlamlık Endeksi (1999=100)

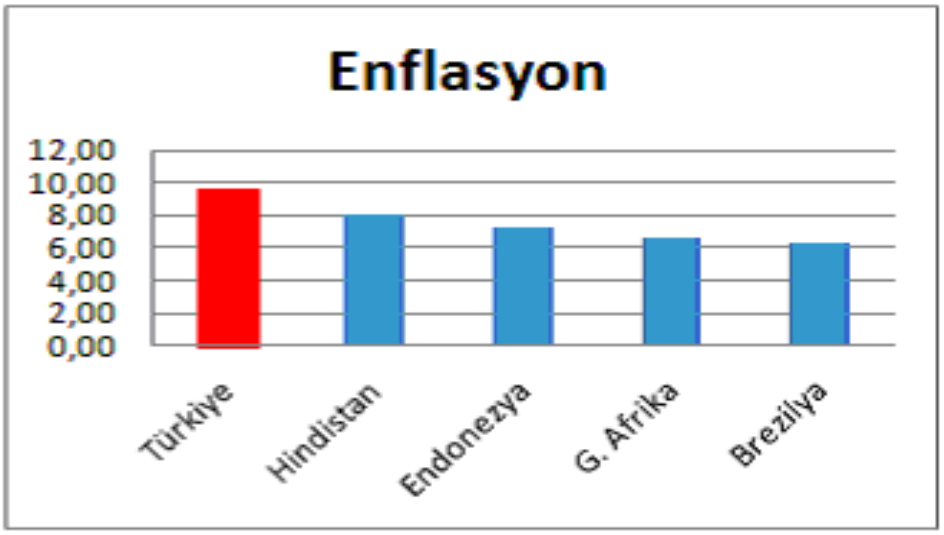
Kaynak: TCMB,(2014) Finansal İstikrar Raporu, s.18

Finansal istikrar ile fiyat istikrarı ilişkisini daha açık bir şekilde ortaya koyabilmek için Türkiye'de ödenen reel faiz davranışına bakmak yararlı olacaktır. Şekil 14'de görüldüğü üzere reel faizlerin Türk finansal sisteminin sağlamlığı ile ilişkisi negatif seyretmektedir. Siyasi ve ekonomik dalgalanmaların olduğu zaman dilimlerinde reel faizlerde oldukça büyük bir artış yaşanmaktayken aynı dönemde ülkemiz finansal sisteminde büyük bir erimenin olduğu açıktır. Bu durumun en önemli nedeni ülkemiz bankacılık sisteminin vade yapısının pasif tarafta aktif tarafa nazaran daha kısa olmasıdır. Reel faizlerdeki yükselişin diğer bir etkisi ise bankacılık sisteminin aktiflerinde yükselen faizler karşısında meydana gelen erimenin yarattığı negatif etkidir.

Son tahlilde yüksek reel faizlerin finansal sistemimizi hem aktif hem de pasif yönüyle negatif etkilediği saptaması yanlış olmayacaktır.

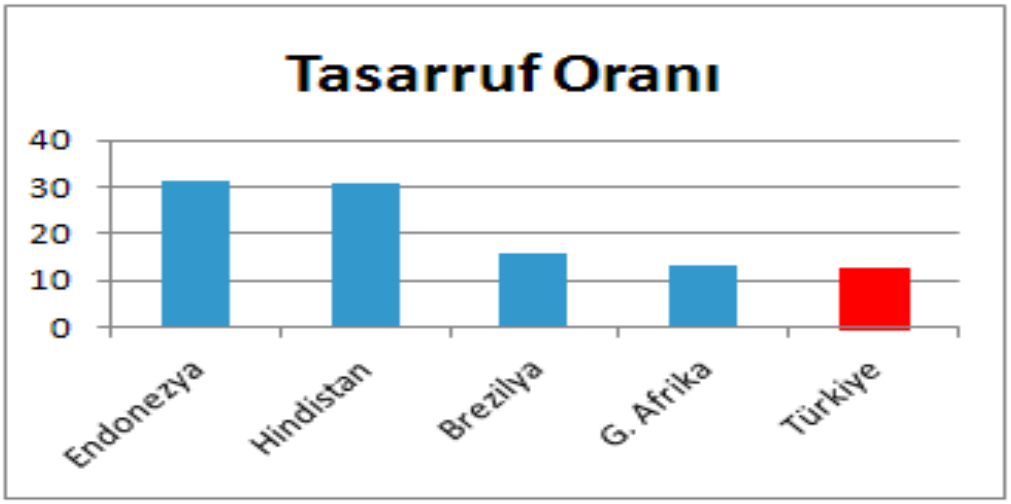
3.3. FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR AÇISINDAN DALGALI KUR REJİMİNDE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN SONUÇLARI

Gelişmekte olan ülkeler arasında Kırılgan beşli olarak adlandırılan Türkiye, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika, Brezilya'nın tasarruf oranlarını ve mevcut enflasyon oranlarını gösteren aşağıdaki şekillere baktığımızda,



Şekil 15 Enflasyon

Kaynak : Bloomberg L.P.



Şekil 16 Tasarruf Oranı

Kaynak : Bloomberg L.P.

- Türkiye rekabet ettiği varsayılan ülkeler arasında enflasyon oranı en yüksek olan ekonomidir.
- Türkiye, dış finansman çekmek konusunda rekabet ettiği ülkeler arasında tasarruf oranı en düşük olan ekonomidir.

Buradan hareket ile Türkiye ekonomisinin bugünkü görünümünü

- Yüksek enflasyon
- Yüksek cari açık (yüksek dış finansman ihtiyacı)
- Düşük büyüme
- Düşük bütçe açığı

Şeklinde özetleyebiliriz.

Türkiyede karar alıcı otoritenin bu dörtlüye bakarak bir tercihte bulunması gerekmektedir. Burada yapılması gereken bu dörtlüden en iyi ikiliyi seçip hedefi ona göre ayarlamaktır.

Şöyleki; eğer kur artışı kabul edilebilir bir sonuç ise cari açık düşürülecek ancak buna karşılık enflasyon yükselecek, büyüme düşecek, bütçe açığı ise çok fazla etkilenmeyecektir.

Eğer ki kur artışının bozucu etki yarattığı düşünülüyor ise bunu engelemek için faiz yükseltilirse enflasyon önlenebilir, kur denetim altına alınabilir.Ancak bu durumda cari açık artacak, büyüme düşecek, bütçe açığı da yükselecektir. Buna karşılık faiz çekici hale geleceği için dış finansman bulmak kolaylaşacaktır.

Türkiye, ekonomide yapısal reformları tamamlamaz ve tamamen dışarıdan gelecek olan uluslararası sermaye kanalı ile finansmana göre geleceğini biçimlendirmeyi seçerse bu seçenekler arasından birisini mutlaka tercih etmek durumundadır.

Para politikası, enflasyonu kalıcı olarak etkileyebilirken büyümeyi kalıcı olarak değiştirememektedir.Talep artışı yaratmak için faiz indirimine gidilmesi durumunda bu önlem sadece atıl kapasite olması halinde işe yaramaktadır. Türkiye'de şu anda kayda değer bir atıl kapasite olmadığı kabul edildiğine göre yeterli üretim kapasitesi olmayan bir ülkede talep arttırıldığında, talep iç üretim ile karşılanamayacağı için iki sonuç doğacaktır. Biri cari açık diğeri enflasyon. İşte bu nedenle Türkiye açısından önemi göz önünde bulundurularak, enflasyon hedeflemesi stratejisine özel bir önem verilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Enflasyon hedefleme stratejisi, para politikası sayesinde ulaşılmak istenen fiyat istikrarına belirli bir zaman dilimi içerisinde ve baştan sınırları çizilmiş belli hedefler

dahilinde ulaşılmaya çalışılmasıdır. Bu stratejide in asıl hedef geçmiş ya da cari dönem enflasyonu değil gelecek dönem enflasyonudur (Bernanke ve Mishkin, 1997).

Enflasyon hedefleme stratejisinin avantajları;
Merkez bankalarına o ülkeye özgü ekonomik şartlara uygun bağımsız bir para politikası uygulamasına imkan vermesi,
Merkez bankalarından beklenen şeffaflık ve hesap verebilirlik gereği uyguladıkları para politikaları hakkında kamuoyunu anlaşılabilir şekilde sürekli bilgilendirmeleri,
Buna karşın enflasyon hedefleme stratejisinin dezavantajları ise;
Mishkin (1999) enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile birlikte ilk başta enflasyonun düşüş trendine girdiği sırada düşük ve istikrarsız bir ekonomik büyümenin ortaya çıkacağını ancak düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına ulaşıldıktan sonra bu sorununun ortadan kalkacağını, Yeni Zelanda örneği ile aktarmaktadır.
Diğer yandan enflasyon hedeflemesinde başarının yakalanması için belirlenen enflasyon hedefine ulaşılmasında merkez bankalarına hiç bir esneklik imkanının verilmiyor olması bu kurumların gerekli durumlarda ihtiyaç duyulan takdir yetkisini kullanamamaları sonucunu doğurmaktadır (Friedman ve Kuttner, 1996). Calvo (2000) ise çalışmasında yetersiz kurumsal yapı nedeniyle bu bahsedilen takdir yetkisinin genişletilmesinin ise gelişmekte olan ülkeler açısından kötü makroekonomik sonuçlara yol açabileceğini savunmaktadır.
Enflasyon hedeflemesinin uygulaması sırasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında ortaya çıkan farklılıklar;
Fraga ve diğerleri (2003) enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan gelişmekte olan ülkelerdeki ortalama enflasyon oranlarının, gelişmiş ülkelere göre daha yüksek oluştuğunu, gelişmekte olan ülkelerde daha kırılgan bir finansal sistemin bulunması nedeniyle dış şoklara daha açık hale geldiklerini belirtmektedir.
Enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde yarattığı olumsuzluklara ilişkin yapılan incelemelerde sonuç olarak 4 temel olumsuzluk ortaya konmaktadır.

- Enflasyon oranları tek haneli değerlere kadar indirilebilmekte, GOÜ'deki kronik hale gelmiş enflasyon kaynaklı sorunlara çözüm bulunabilmekte ancak enflasyon oranlarında yaşanan hareketliliğe çare bulunamamaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi boyunca büyüme rakamlarında dalgalanmalara şahit olunmakla birlikte, düşen enflasyon oranlarının büyüme potansiyelinde erimelere neden olduğu sonucuna ulaşılmaktadır,

- Politikanın dalgalı kur rejimini gerektiriyor olması nedeniyle döviz kuru oynaklığının artması ihtimali gündeme gelmektedir,
- Fiyat istikrarına bağlı olarak varlık fiyatlarında dengesizliklerin arttığı görülmekte ve bu yolla finansal istikrarsızlığa katkıda bulunulan bir ortam meydana gelmektedir.

Makroekonomik açıdan enflasyondaki oynaklık ile büyümedeki oynaklık aynı yönde hareket etmektedir. Bu oynaklığın büyük spreadlere ulaştığı zamanlarda, bireysel ve kurumsal bazda ileriye dönük planlama yapılması zorlaşmaktadır. Gelecek ile ilgili yüksek reel getiri beklentisi, bireylerin ve kurumların borçlanma miktarında dolayısıyla kredi riskinde artışa yol açmaktadır. Yüksek reel getirilerin her zaman sağlanamaması durumunda gelirlerde meydana gelecek ani değişiklikler finansal sistemde tahsili gecikmiş alacakların artmasıyla bozucu bir etkiye sahip olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi politikası yüksek enflasyonun yol açtığı problemlerin çözümüne yardımcı olurken düşük enflasyon seviyesinde varlık fiyatlarında meydana gelen aşırı hareketlilik nedeniyle oluşacak finansal dengesizlikleri gidermekte aynı başarıyı gösterememektedir. Bahsedilen varlık fiyatlarındaki aşırı oynaklığın finansal istikrarı 4 farklı yoldan etkilediği (Cecchetti, 2005) tarafından ortaya konmuştur.

Düşük enflasyon dönemlerinde yüksek reel getiri amacıyla sermaye piyasalarına kanalize olan tasarufların yanında gayrımenkul yatırımlarından beklenen getirilerin artması bireysel yatırımcıların gelirlerini yani tüketimini etkilemek suretiyle genel bir büyüme dengesizliğine neden olmakta ve bu durum finansal istikrar için risk yaratır hale gelebilmektedir.

Fiyatların gereğinden fazla tepkiler gösterdiği durumlarda ekonomik büyümede yaşanan dalgalanma maliye politikalarında yüksek büyüme dönemlerinde artan vergi gelirleri, artan kamu harcamaları olarak etkisini gösrerirken fiyatların düşüşe geçmesi ile birlikte azalan vergi gelirleri artan bütçe açıkları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum finansal istikrarsızlığın temel sebeblerinden biridir.

Sermaye piyasalarında işlem gören hisse senetlerinde yaşanan olağandışı fiyat hareketleri bu hisselerin gelecekte elde edilecek getirileri üzerinde fazla iyimser olunmasına ve diğer yatırım alanlarına gidecek olan kaynakların bu aşırı fiyat artışı yaşayan hisselerin bulunduğu sektörlere akmasına neden olmaktadır. Diğer sektörlerin sermaye ihtiyaçlarının yeterince karşılanamaması verimsiz kaynak dağılımına yol açtığı için finansal istikrara büyük darbe vurmaktadır.

Aşırı fiyat hareketlerinin olduğu dönemlerde özellikle aşırı yükselme dönemlerinde kredilere karşılık olarak yüksek değerden kabul edilen teminatlar nedeniyle kredi miktarında artış yaşanırken, fiyatların düşmesi ile birlikte bu teminat alınan varlıkların değerindeki erime borçların geri ödenmesine yetmemektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu tez çalışmasında uzun vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi genellikle pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Uzun vadeli sermaye hareketlerinin ana vatanı olan ülkeler yatırım yaptıkları ülkelerdeki kazançlarını yine aynı ülkede yatırıma dönüştürmeleri halinde misafir oldukları ülkelerin ekonomilerinde büyüme ve istihdam artışı yaratırken, elde ettikleri kârları tekrar kendi ülkelerine transfer etmeleri durumunda yatırım için geldikleri ülkelerde sermaye kaybına yol açtıkları için büyümeyi negatif yönde etkilemektedirler.

Sermaye akışının daha yoğun olduğu gelişmekte olan ekonomilerde sermaye akımının fazla olması ve bu ülkelerin menkul kıymet getiri oranlarının sağladığı kar fırsatlarının yüksekliği gelişmekte olan ülkelere doğru menkul kıymetlere girişlerin artarak devam ettiğini ortaya koymaktadır.

Yabancı sermayenin gelişmekte olan ülke ekonomilerine girişi, ülkedeki döviz rezervlerini ve dolayısıyla söz konusu ülkelerin kredi derecesini arttırarak bu ülkeleri daha ucuz borçlanma imkânına kavuşturmaktadır. Dolayısıyla sosyal refah anlayışının artarak devam edeceği bu tür ülkelerde hükümetlerin ihtiyacı olan kamu hizmetlerini yerine getirmede kullanacağı kaynakların finansmanı kolaylaşmaktadır. Ayrıca döviz rezervlerinin bolluğu, üretim için gerekli yatırım ara mallarının daha ucuza mal edilmesine imkân sağlarken ekonomik büyümenin gerçekleşmesine de katkıda bulunmaktadır.

Her ne kadar kısa vadeli yabancı sermaye, gelişmekte olan ülkelerdeki cari açık sorununu belirli bir süre ortadan kaldırsa da, bu sermaye akımlarının ülkelerde meydana gelen olumsuz dalgalanmalardan çabuk etkilenmesi ve ülkeyi hızlı bir şekilde terkedebiliyor olması krizlerin oluşumunu kolaylaştırmakta; sermaye girişinin verdiği olumlu katkıdan daha fazla negatif etkiye sebep olabilmektedir. Böyle durumların önlenebilmesi için ülkelerin bu tür sıcak para denilen sermaye akımlarını önleyecek yapısal ve teknik düzenlemeleri yapması gereklidir.

Asıl amacı ülkeler arasındaki faiz ve döviz farkının oluşturduğu arbitraj imkânından yararlanmak olan bu tür akımlar ülkelere girdiğinde genellikle cari açığın ve kamu

borçlarının finansmanında kullanılmaktadır. Ancak bu tür akımların vadelerinin kısa olması ve her an nakde dönüştürülme ihtimali nedeniyle ülkeyi çok çabuk terk ettikleri durumda ülkenin döviz rezervlerini de eritebilmektedirler.

Kısa vadeli sermaye akımları ve bu akımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisine yönelik yapılan ampirik çalışmaların hemen hepsi, ülkelere giren kısa vadeli sermayenin geçici bir süre için yurt içi tasarrufları arttırarak büyümeyi sağladığı, ülkeden çıkışında ise ekonomik istikrarı bozarak büyüme üzerinde olumsuz etkiye neden olduğu görüşünde birleşmektedir. Ayrıca, kısa vadeli sermaye akımlarının büyümenin temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığını, tersine istikrarsızlığı besleyerek GOÜ'lerde finansal kriz potansiyelinin önemli bir kaynağını oluşturmaktadır. Bu istikrarsızlığın nedeni kısa dönemli sermaye sonucunda ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusuyla açıklanmaktadır. Aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralmasına yol açan bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek istikrarsız ve çarpık bir büyüme trendine yol açmaktadır. Bu nedenle GOÜ'ler istikrarlı ve kontrollü büyüme gerçekleştirebilmek için, bir takım yasal düzenlemeler ile kısa vadeli sermaye akımlarını kontrol altına almak zorundadırlar.

Kısa vadeli sermaye akımları ile satın alınan araçlar yönünden benzerlik gösteren ancak vadesi daha kısa olan ve yabancı ülkelerde faiz farklığından yararlanarak tahvil veya bono almak veya hisse senedine yatırım yapmak suretiyle ülkelere giriş yapan portföy yatırımları, uluslararası sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin düşük gelirli GOÜ'lerde bir kattan daha fazla olduğunu ortaya koymaktadır. Düşük gelirli ülkelerde uluslararası yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz eden çalışmalar, portföy yatırımları gibi sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki göstermesini ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde lokomotif konumda olan sermaye birikimi artışını sağlamasıyla açıklamaktadır. Portföy yatırımlarının GOÜ'lerin finansman ihtiyaçlarını karşılaması bu ülkeler içinde portföy yatırımlarının önemini gittikçe arttırmaktadır. Ancak bu yatırımların kısa vadeli olmaları ve üretken olmayan alanlarda kullanılmaları halinde ekonomik büyümeye ilişkin politikaların bu durumun getireceği riskleri dikkate alarak oluşturulması gerekmektedir.

Uluslararası doğrudan yatırımlar hızlı ve istikrarlı bir büyüme için GOÜ'ler tarafından vazgeçilemez bir finansman türüdür. Bu nedenle UDY'leri ülkeye çekebilmek için ekonomik ve siyasi istikrarın gerekli ancak yeterli olmadığının bilincinde olunması, ulusal firmaların dünya ile rekabet edebilmeleri ve verimlilik artışını yakalayabilmeleri için mutlak suretle beşeri sermaye, yönetimsel beceri ve teknoloji transferi

gerçekleştirebilen çok uluslu şirketlerin GOÜ'lere girişini teşvik eden tutarlı ve devamlılığı olan politikalar benimsenmesi gereklidir.

Türkiye ekonomisinin, yabancı sermaye akımları içerisinde en istikrarlı kaynak olan, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekme konusunda yeterli başarıyı yakalayamadığı buna karşın yabancı sermaye akımları içinde, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan oluşan spekülatif ve kısa vadeli nitelik taşıyan finansal sermaye hareketlerinin ağırlığının arttığı görülmektedir.

Finansal istikrar ile makroekonomik değişkenlerin analizi sonucunda şu neticelere varılmıştır:

Gayri Safi Milli Hasıladaki büyümelerin finansal istikrarı pozitif etkilediğine şahit olunmuştur. İç Borç Stoku/GSMH oranının yakaladığı düşüş trendini devam ettirmesi halinde finansal istikrara pozitif yönde katkı yapacağı tahmin edilmektedir.

Finansal istikrar kavramının tanımlanmasında tam bir görüş birliğinin bulunmadığı tespit edilmiş ve kapsamlı bir tanım için finansal aracılar, organize ve organize olmayan piyasalar, ödeme ve sistemin işleyiş düzeni, sistemi destekleyen teknolojik altyapı, yasal ve düzenleyici kanunlar ve düzenleyici kurumların hepsinin istikrar unsuru içinde göz önünde bulundurulması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasında köprü görevi gören faiz düzleştirme Kuralının, kısa vadeli faizlerin yavaşça uyarlanması yoluyla finansal kriz ihtimalini azaltabilmesi, Merkez Bankasının finansal piyasalar ve oyuncular ile etkin bir iletişim kurabilmesini sağlaması, Merkez Bankasının toplam talebi etkileyebilmesi, bankaların varlık-yükümlülük dengesini kuramadığı dönemlerde oluşabilecek risklerin azalmasını sağlama ve bu şekilde sürdürme şansını arttırması açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

Finansal sistemler kendi içlerinde istikrarsızlık yaratma ve bunu çevreye bulaştırma eğiliminde oldukları için merkez bankaları zorunlu olarak finansal istikrarı kollamak durumunda kalmaktadır.

Gelişmiş ve GOÜ'lerde Merkez Bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Gelişen finansal konjonktür gereği artık, Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da sağlanmasına gayret göstermektir. Buradan hareketle Merkez Bankası para politikasını finansal sistem ve bu finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik uygulamalar şekillendirmektedir. Diğer yandan BDDK tarafından etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun daha sağlıklı olarak yerine getirilmesi, sektörü oynaklıklara ve risklere karşı daha güçlü hale getirerek, etkin çalışmasını sağlamak için zorunludur.

Bankaların aktif kalitesindeki iyileşme, önceki dönemlerden kaynaklanan açık pozisyonların kapanması, karlılık artışı ve sermaye yeterliliği anlamında iyi performans göstermeleri, finansal sağlamlık endeksinin artış trendine girmesine katkıda bulunmuştur.

2001 tarihinden itibaren finansal sağlamlık endeksine tüm dönem boyunca bakıldığında,dalgalanmalara bağlı olarak kısa dönemli düşüşlerden sonra endeksin hızla toparlanması, bankacılık kesiminin dolayısıyla sistemin daha sağlıklı ve dalgalanmalara karşı daha dayanıklı olduğunu göstermektedir. Bu dayanıklılığın oluşmasında bankacılık sektörüne yönelik yeniden yapılandırma uygulamaları ve TCMB'nin özellikle 2001 ve 2008 sonrası dönemde finansal istikrara yönelik yürüttüğü etkin, duruma göre pro-aktif ve esnek para politikası uygulamaları önemlidir.

Burada ulaşılan sonuç, BDDK'nın etkin denetim ve gözetime yönelik uygulamaları, TCMB'nin finansal istikrarı sağlamaya ve sürdürmeye yönelik yürüttüğü para politikası uygulamaları ve finansal sağlamlık endeksi beraber değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisinde finansal istikrarın sağlanmasında büyük yol katedildiği ve finansal sisteminin 2001 öncesine göre daha az kırılgan olduğunu söylemek mümkündür.

Türkiye'ye giriş çıkış yapan fonlar genellikle kısa vadeli oldukları için geldikleri gibi ülkelerine herhangi ekonomik veya siyasi bir nedenle hızla geri döndükleri durumda döviz kurunda ani sıçramalar olabilmekte ve buda enflasyonda artışa sebep olmaktadır. Finansal istikrar açısından bakıldığında, hızlı kredi genişlemesinin engellenmesi gerekmektedir. Bunun bir yolu ise kredi talebini kısmak üzere faizleri belirli bir oranda yükseltmektir. İşte bu noktada fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından gerekli olan faiz oranları birbirinden sapabilmekte ve finansal istikrar için gerekli olan faiz , fiyat istikrarı için gerekli olan faiz oranından belirgin bir biçimde yüksek olabilmektedir.

Bu durumda Merkez Bankası'nın yapması gereken seçenek diğer araçlarını devreye sokmaktır. Zorunlu karşılık oranlarını yükseltebilir. Özellikle kısa vadeli yabancı yükümlülükler için bankaların daha yüksek oranda karşılık tutmalarını isteyebilir. Bankaların kaldıraç oranlarını düşürücü ek önlemler alınması için BDDK ile ortak hareket edebilir. Dengeli büyümeyi ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek amacıyla TCMB belli başlı bazı yükümlülüklere bir destek sağlamak yolunu tercih edebilir. Örneğin; mevduat ve özkaynak toplamının kredilere oranı sektör ortalamasının üzerinde olan finansal kuruluşlara TCMB' de tuttukları zorunlu karşılık miktarı üzerinden faiz ödeyerek ödüllendirebilir.

Finansal istikrar, uzun vadeli büyüme için sağlam bir zemin oluşturulması adına gereklidir. Bu nedenle uzun vadede büyümek isteyen gelişmiş ve gelişmekte olan pek

çok ülkede merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamanın yanında ikincil amaç olarak finansal sistemin istikrarını göz önünde bulundurmaktır.

Türkiye'de üretim modeline değinecek olursak görüleceği üzere Türkiye'nin üretim alanında bir sıkıntısı yoktur. Türkiye, üretimine hangi açıdan bakarsak bakalım potansiyelinde olan bir ülkedir. Burada asıl sorun üretim ile karşılanamayacak kadar çok talep yaratılması ve bu durum sonucu oluşan cari açık ve enflasyondur.

Türkiye'nin büyümeye yönelik yapısal bir iktisadi politikaya ihtiyacı var. Yani yüksek teknolojili, katma değerli üretim ve ihracat yapması gerekiyor. Elbette bunun için iyi eğitimli, nitelikli işgücü gerekiyor. Buradan çıkardığımız sonuç bu ihtiyaçların hiçbirinin para politikası ile ilgisi olmadığı gibi sadece Merkez Bankası ile de ilgili olmadığıdır. Dolayısıyla tüm karar alıcı kurumların beraber iş birliği içinde bir politika oluşturmaları gerekmektedir. Bu yapılırkende 22 Mayıs 2013'de FED Başkanı Ben Bernanke'nin, genişlemeci politikalardan çekilmeye başlayabilecekleri mesajını vermesinin ardından en çok etkilenen ülkenin Türkiye olmasının nedenlerinin iyi irdelenmesi gerekmektedir. Değişecek olan konjontürde Türkiye'nin uluslararası sermayeden faydalabilmesi için doğru iktisat politikaları oluşturması ve ciddi reformlar yapması gereklidir. Ancak bu şekilde uluslararası sermayenin büyümeye sağlıklı ve uzun süreli bir katkı yapması sağlanabilir.

KAYNAKÇA

Aksoy, A.(1983). Türkiye'nin Dış Finansman İmkanları ve Bu İmkanlardan Özel Kuruluşların Yararlanmasını Etkileyen Faktörler, *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi,* Ankara.

Alfaro, L., Chenda, A. Özcan, Ş.K. ve Sayek, S. (2004). FDI and Economic Growth The Role of Local Financial Markets. *Journal of International Economics*, 64:1.

Alp, A. (2000). *Finansın Uluslararasılaşması*, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul.

Atamtürk, B. (2003). Finansal Liberilizasyonun Etkileri. *İstanbul Üniversitesi İktisat Dergisi*, 438:42-47.

Baharumshah, A. Z. ve Marwan, A. T. (2006). Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries. *China Economic Review*, 17: 70-83.

Balasubramanyam, N., Salisu, M. ve Sapsford, D. (1999). Foreign Direct Investment as an Engine of Growth. *The Journal of International Trade and Economic Development*, 8(1):27-40.

Bekaert, G. ve Campbell, R. H (1998). Capital Flows and The Behavior of Emerging Market Equity Returns. *NBER Working Series Working Paper*, 6669.

Berikol, B.Z. (2008). Yeni Ekonominin Finansal Krizler Üzerine Etkileri : Türkiye Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri. *Çukurova üniversitesi İİBF Dergisi,* 12:2.

Bernanke, B. S. ve Mishkin, F.S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 97:116.

Bordo, M. ve Wheelock, D. (1998). Price Stability And Financial Stability: The Historical Record. *Fed of St. Louis Review*, 4: 41-62.

Borenzstein E., Gregorio, J. D. ve Lee, J. W. (1998). How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?. *Journal of International Economics*, 45: 115–135.

Borio, C. ve Lowe, P. (2002). Asset Prices, Financial And Monetary Stability: Exploring The Nexus. *BIS Working Papers*, 114.

Borio, C., English, B. ve Filardo, A. (2003). A Tale Of Two Perspectives: Old Or New Challenges For Monetary Policy?. *BIS Working Paper*, 127.

Calvo, G. A. (2000). *Capital Markets and the Exchange Rate With Special Reference To the Dolarization Debate in Latin America.* University of Maryland, Universidad T. Di Tella ve NBER.

Carkovic, M. ve Levine, R. (2002). Does Foreign İnvestment Accelarate Economic Growth?. *The World Bank Conference*, Washington, 195-220.

Caves, R. (1999). Spillovers From Multinationals In Developing Countries:The Mechanisms at Work. *William Davidson Institute Working Paper*, 247, Michigan.

Cecchetti, S. G. (2005). Asset Prices Bubbles and Inflation Targeting. *Banco de Mexico Conference,* Mexico.

Claessens S. (1995). The Emergence of Equity Investment in Developing Countries Overview. *The World Bank Economic Review*, 9(1):3.

Crockett, A. (2000). In search of Ancors For Financial and Monetary Stability. BIS Speech.

Darıcı, B. (2012) Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi Sayı : 83 Aralık 2012

De Mello, L. R. Jr. (1999). Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data. Oxford Economic Papers, 51(1): 133–151.

Domar E.D. (1957). Essays in the *Theory of Economic Growth*, New York, Oxford University Press.

Durham, J. B. (2004). Absorptive Capacity and Effects Of Foreign Direct İnvestment and Equity Foreign Portfolio İnvestment On Economic Growth. *European Economic Review*, 48: 285-306.

Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2008). *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*. Remzi Kitabevi, Ankara

Ertem, C., (2006). Finans Politik: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. Birgün Gazetesi, 4(11).

Fraga, A., Goldfajn, I. ve Minella, A. (2003). Inflation Targeting in Emerging Market Economies. *NBER, Working Paper Series*, 10019.

Friedman, B. M. ve Kuttner, K.N. (1996). A Price Target for Monetary Policy ? Lessons from the Experience with Money Growth Targets. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:77-125

Geoffrey R. ve Sodersten B. (1994). *International Economics*, Third Edition Macmillian Press Ltd., Chicago.

Göksu, Erhan (2005). *Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri.* Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gruben, W.C. ve Mcleod, D. (1998). Capital Flows, Savings and Growth In The 1990s. *The Quarterly Review of Economics Studies*, .38: 287-301.

Güriş, B. (2007). Vade Yapılarına Göre Yabancı Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği. *Öneri*..7(28): 309-316.

Harrod, R.F. (1939). An Essay in Dynamic Theory, *The Economic Journal,* 1.

İnsel, A. ve Sungur N. (2003). Sermaye Akimlarinin Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III-1999:IV. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartişma Metni*, 8.

Issing, O. (2003). Monetary and Financial Stability: Is there a Tradeoff?. BIS Speech.

Işık, S., (2004). Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklasımının Turkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uygulanması", *İktisat, İsletme ve Finans Dergisi*, 19(218): 51-77.

Kar, M. ve Kara A. (2003). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. Dış Ticaret Dergisi, 8(29):, 46-80.

Kaya, Y. T. (1998).Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği", *DPT* , 2487.

Khaliq, A. ve Noy I. (2007). Foreign Direct İnvestment and Economic Growth: Empirical Evidence From Sectoral Data İn Indonesia. *University of Hawaii at Manoa, Department of Economics in Its Series Working Papers*, 200726.

Kregel, J. (2000). The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation To Fiscal Fragility, *Levy Institute EconWPA Working Paper,* 4040.

Kont, B. (1998). *Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi: 1990-1996, İktisat Politikası,* Alfa Basımevi, İstanbul.

Kula, F. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(2).

Kurtaran, A. (2007). Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları ve Belirleyicileri. *A.Ü.Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*,10(2):367-382

Large ,S. A. (2003). Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World. Financial Stability, *Review London Bank of England* ,12: 70-74

Laureti, L. ve Postiglione, P. (2005). The Effects Of Capital İnflows On The Economic Growth in The Med Area. *Journal Of Policy Modelling*, 27: 839-851.

Li, X. ve Xiaming, L. (2004). Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Iİncreasingly Endogenous Relationship. *World Development*, 33(3): 393-407.

López-Mejía, A. (1999). Large Capital Flows: A Survey Of The Causes, Consequences, and Policy Responses. *IMF Working Paper*, 99/17.

Lucas, R.E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. Journal of Monetary Economics, Vol. 22, July, 3-22.

Makki, S. S. ve Somwaru, A. (2004). Impact Of Foreign Direct Investment and Trade On Economic Growth: Evidence From Developing Countries. *American Journal Of Agricultural Economics*, 86(3): 795–801.

Masood A, ve Sudarshan G. (1993). Portfolio Investment Flows to Developing Countries. *Finance & Developmen'*,4(3): 1

McLean, B. ve Shrestha S. (2002). International Financial Liberalistion and Economic Growth. *Research Discussion*, 2002-03.

Merlevede, B. ve Schoors K. (2004). Reform, FDI and Economic Growth: Tale Of The Tortoise and The Hare. *William Davidson Institute, Working Paper* , 730.

Mishkin F. S. (1999). International Experiences With Different Monetary Policy Regimes. *NBER Working Paper*, 6965.

Mosley, P., Hudson J. ve Horrell S. (1987). Aid, The Public Sector and The Market in Less Developed Countries. The Economic Journal, 97(387): 616-641.

Oktar, S. (1995). Uluslararası Sermaye Akışı ve Sıcak Para. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 32: 5-11.

Özcan, S. (2006). Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi

Padoa-Schioppa, T. (2002). Central Banks And Financial Stability: Exploring The Land in Between. *Second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System,* 24-25 October.

Papanek, G.F. (1972). The Effect of Aid and Other Resource Transfers on Saving and Growth in Less Developed Countries. *Economic Journal* , 82:327.

Reisen, H. ve Soto M. (2001). Which Types Of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?. *International Finance*, 4 1): 1-14.

Romer, P. M. (1986). Increasing Returns and Long–Run Growth, Journal of Political Economy, Vol. 94, October, 1002-1037.

Romer, P. M. (1993). Idea Gaps And Object Gaps in Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 32(3): 543-573.

Schadler,S. (1994). Surges in Capital Inflows: Boon or Curse ?. *Finance and Development*, 21:20-34.

Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability. *IMF Working Paper* , WP/04/187.

Schwartz, A. (1995). Why Financial Stability Depends On Price Stability. *Economic Affairs*, 21-25.

Solow, R. M. (1957). Technical Change and Aggregate Production Function. *The Review of Economic and Statistic*, 39: 312-320.

Soto, M. (2000). Capital Flows and Growth İn Developing Countries: Recent Empirical Evidence. *OECD Development Centr Working Paper*, 160.

Şimşek, M. ve Behdioğlu, S. (2006). Türkiye'de Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Uygulamalı Bir Çalışma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2: 47- 65.

TBB. (1999). İstatistiki Veriler (1992-1996). *www.tbb.org.tr.* (05.06.2014).

TCMB. (2005). Finansal İstikrar Raporu. Agustos, 1. Ankara. *http:www.tcmb.gov.tr.* (26.06.2014).

TCMB. (2005). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası.* 2005-56. Ankara.

TCMB. (2012b). Para Politikası Raporu. *http:www.tcmb.gov.tr.* (07.09.2014).

TCMB. (2011a). Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması. *http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uypmet.pdf,* (01.03.2014).

TCMB. (2011b). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*,* *http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html*. (07.03.2014).

TCMB. (2010). Ödemeler Dengesi Raporu 2010-IV. *http:www.tcmb.gov.tr.* (14.07.2014).

TCMB. (2009). Ödemeler Dengesi Raporu 2009-IV. *http:www.tcmb.gov.tr.* (15.05.2014).

TCMB. (2008). Ödemeler Dengesi Raporu 2008-IV. *http:www.tcmb.gov.tr.* (18.05.2014).

TCMB. (2007). Ödemeler Dengesi Raporu 2007-IV. *http:www.tcmb.gov.tr.* (18.05.2014).

TCMB. (2006). Ödemeler Dengesi Raporu 2006-I. *http:www.tcmb.gov.tr.* (18.05.2014).

TCMB. (2005). TCMB Para Politikası Raporu 2005-I. *http:www.tcmb.gov.tr. (*08.06.2014).

Tokat, E. (2009). Capital Flows Under Different Modes of Financial Liberalization: Evidence From India and Turkey. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(2):18-36.

Turner P.(1995). Capital Flows in Latin America : A New Phase, *BIS Economic Papers*, 44:20.

Yalçıner, K. (2012). *Uluslararası Finansman*. Detay Yayıncılık, Ankara.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : MUHTAR TÜZÜN

Doğum Yeri ve Tarihi : ANKARA 27.07.1970

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü

Yüksek Lisans Öğrenimi : Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Yüksek Lisans Programı (Tez Aşamasında)

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : T.Vakıflar Bankası T.A.O.

İletişim

E-Posta Adresi : muhtar.tuzun@vakifbank.com.tr

Tarih : 16.12.2014

GCRIS