

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİNLİĞİ: TÜRKİYE ÜZERİNE GÖZLEMLER

Ferit KULA

Erciyes Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü

Özet

Az gelişmiş ülkelerin ekonomik kalkınma çabalarında karşı karşıya oldukları önemli engellerden birisi; bu ülkelerde sermaye faktörünün az bulunmasıdır. Düşük gelire bağlı olarak ortaya çıkan düşük tasarruf ve düşük yatırım döngüsü, az gelişmiş ülkeleri dış tasarruflara yönlendirmektedir. Özellikle 1990'lı yıllarda yoğunlaşmak üzere, az gelişmiş ülkeler, finansal serbestleşme programları uygulayarak dış tasarruflardan faydalanma yoluna gitmişlerdir. Ancak uluslararası sermaye akımlarının az gelişmiş ülkelere beklenen faydayı sağladığı kuşkuludur. Bu araştırma da dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile finansal yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye ekonomisindeki kaynak dağılımı ve üretim etkinliği üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Ayrıca Türkiye ile benzer ülkeler arasında karşılaştırmalara da yer verilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Uluslararası Sermaye Akımları, Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları, Finansal Yabancı Sermaye, Kaynak Dağılımı Etkinliği, Büyüme

Abstract

Efficiency of International Capital Flows: Some Observations on Turkey

It is well known that a country's economic growth derives from two ingredients: accumulation of physical capital and more efficient use of resources. In a closed economy, domestic savings are the only source of investment and physical capital accumulation. In an open economy, however, domestic investment can be financed by foreign capital. Theories on foreign direct investment (FDI) often claim that foreign investment help bring a more efficient allocation of capital across countries. Do developing countries derive benefits from foreign financial investment (FFI) in the same way as they do from FDI? This paper attempts to analyse the effects of FDI and FFI on the Turkish economy.

Keywords: Capital Flows, FDI, FFI, Resource Allocation, Efficiency, Growth

I.) Giriş

Ekonomik büyüme bir ülke üretiminin reel olarak artmasıdır. Bir ekonominin üretimi ise üretim fonksiyonu yardımıyla incelenir. Üretim fonksiyonu, çıktıların üretilebilmesi için fiziki sermaye, beşeri sermaye, vasıfsız işgücü, doğal kaynaklar gibi girdilerin farklı teknolojilerle nasıl bir araya getirildiğini gösteren matematiksel bir ifadedir. Ekonomik büyüme pek çok faktör ile karşılıklı nedensellikler barındıran bir olgudur. Ancak ekonomik büyümenin üretim fonksiyonu çerçevesinde üretim faktörlerinin miktarlarının artması ve üretim faktörlerinin verimliliklerinin artması olmak üzere iki kaynağı olabilecektir. Dolayısıyla ülkeler arasındaki ekonomik

büyüme farklılıklarının sebebini de bu iki kaynaktaki gelişmelerde aramak gerekir. Geleneksel olarak sermaye birikiminin çeşitli şekilleri, ülkeler arasındaki ekonomik büyüme farklılığının en önemli nedeni olarak kabul edilmektedir¹.

Az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında önemli bir sermaye kısıtı ile karşı karşıya iken, gelişmiş ülkelerde sermaye faktörü bol olarak bulunmaktadır. Ülkeler arasında sermaye donanımları açısından ortaya çıkan bu dengesizlik dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu doğurmaktadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilecektir. Az gelişmiş ülkeler finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden faydalanmaya çalışmaktadırlar.

Ülkelerin finansal olarak dışa açılmaları özellikle az gelişmiş ülkeler için önemli faydalar sağlayacaktır. Finansal olarak dışa açılmanın doğrudan iki faydası vardır (World Bank, 1997): “Finansal dışa açılma sonucunda gelen yabancı sermaye sonucu yurt içi yatırımlar arttıracaktır. Ayrıca yabancı sermaye, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır. Finansal dışa açılmanın doğrudan faydaları yanında dolaylı olarak da faydaları vardır: Öncelikle yabancı sermaye “bilgi taşması etkisi” (knowledge spillover effect) yaratacak, kaynak dağılımı etkinliğini arttıracak ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal finans piyasalarını güçlendirecektir.” 1980’li yıllardan sonra uluslararası sermaye hareketlerinin resmi (official) sermaye akımlarından özel sermaye akımlarına doğru kayması sağlıklı bir gelişmedir (Kruger, 1987). “Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, sermayenin yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini arttıracaktır. Gelişmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere doğru ortaya çıkacak özel yabancı sermaye akımları yatırımları ulusal tasarruflar ile kısıtlanmış az gelişmiş ülkelerdeki emek faktörü içinde faydalıdır²”.

Yukarıda özetlenen argümanlar ve IMF ve Dünya Bankası’nın desteği ile az gelişmiş ülkeler sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerine açmaya başlamışlardır. Finansal serbestleşme, finansal globalleşme, uluslararası finansal bütünleşme gibi adlarla anılan bu uygulamalar özellikle 1990’lı yıllarda yoğun olarak gözlemlenmiştir. Finansal serbestleşme politikaları homojen bir yapıda değildir. Örneğin Türkiye ve Meksika bütünüyle uluslararası sermaye hareketlerine serbestlik tanırken, Kore ve Şili’de görece olarak sermaye hareketleri üzerindeki bazı engeller korunmuştur (Lukauskas and Minushkin, 2000: 697).

Bu araştırmanın konusunu uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye’nin kaynak dağılımı etkinliği ve üretim etkinliği üzerindeki etkileri oluşturmaktadır. Amacımız 1980-2000 yılları arasında, Türkiye örneğinde uluslararası finansal sermaye akımları ile dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının kaynak dağılımı etkinliği ve üretim etkinliğinin farklı olup olmadığını göstermektir. Ayrıca Yang (2002) tarafından

yapılan hesaplamalardan faydalanarak, Türkiye ve 9 ülke arasında uluslararası bir karşılaştırma da yapılmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin finansal/ekonomik krizler üzerindeki etkileri çok önemli olmakla birlikte büyük ölçüde bu araştırmanın konusu dışında bırakılmıştır. Araştırmada uluslararası sermaye akımlarının ekonomik büyüme (üretim etkinliği) ve sabit sermaye oluşumu (kaynak dağılımı etkinliği) üzerindeki etkileri korelasyon analizi yardımıyla incelenmiştir.

II.) Uluslararası Sermaye Akımları ve Ev Sahibi Ülke Ekonomisine Etkileri

IMF istatistiklerinde özel yabancı sermaye yatırımları “dolaysız yabancı sermaye yatırımları” (foreign direct investment), “portföy yatırımları” (portfolio investment) ve “diğer yatırımlar”(other investment) üç ana kategori içinde sunulmaktadır (IMF, 1999). Genel olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımları dışındaki uluslararası sermaye hareketleri hisse senedi, tahvil gibi finansal araçlar yardımıyla ülkeye girdikleri için, portföy yatırımları ile diğer yatırımlar toplamı finansal yatırımlar olarak adlandırılabilir.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları diğer uluslararası sermaye hareketlerinden farklı olarak marka, teknoloji, işletmecilik bilgisi gibi “maddi olmayan varlıkların” (intangible assets) transferini ve yatırımcıya yatırımını kontrol etme yetkisini de içerir (Hymer, 1960; Dunning, 1971; Caves, 1971; Kindleberger, 1971). Bu nedenle yatırım fonlarının kaynağı ile fonların kullanımı arasında doğrudan bir ilişki vardır. Uluslararası finansal sermaye akımları ise hisse senedi, tahvil ve bankacılık sektörü kanalıyla ülkeye gelir. Fonlar mali piyasalarda kullanıcıların eline geçtikten sonra, genellikle fon kaynağı ile fonun kullanılması arasında doğrudan bir bağlantı kalmamaktadır.

Kindleberger’e göre gelişmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere yapılan dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının etkileri “toplamı sıfır olmayan bir oyun” (non-zero-sum game) dur. Yani dolaysız yabancı sermaye yatırımları kısa dönemde ortaya çıkabilecek bazı problemlere rağmen, uzun dönemde hem yatırımcı hem de ev sahibi ülkeye kazandıracaktır (Kindleberger, 1971:177). Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının etkilerini “etkinlik” (efficiency), “dağılım” (equity) ve “egemenlik” (sovereignty) olarak üç başlık altında toplayabiliriz³ (Dunning, 1974; Kindleberger, 1971; Streeten, 1971; Vaitsos, 1974).

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları az gelişmiş ülkeler için öncelikle yatırımlarını finanse edebileceği bir dış kaynaktır. Ayrıca getirdiği gayri maddi varlıklar ve döviz ile birlikte sermaye birikimini hızlandıracaktır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının sermaye birikimini hızlandırması “kaynak dağılımı etkinliği” (resource allocation efficiency) dir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının üretimi artırması ise “üretim etkinliği” (production efficiency) dir. Artan üretime bağlı olarak üretim faktörlerinin üretimden aldıkları paydaki değişim ise dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının dağılım etkisidir (bkz. Ek 1). Kaynağın kullanımının doğrudan “yabancıların” elinde olması, ev sahibi ülke için ülke kaynakları üzerindeki kontrol

yetkisini sınırlayarak bağımlılığı arttıracaktır. Bu etki ise dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının bağımsızlık etkisidir.

Görel olarak yeni araştırmalarda (Kokko, Tansini and Zejan, 1996; Blömström and Kokko, 1998; Sjöholm, 1999; De Mello, 1997) yukarıda saydığımız klasik etkiler yanında dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının sektörel taşma etkileri üzerinde durulmaktadır. Taşma etkisi, çok kabaca dolaysız yabancı sermaye yatırımlarına bağlı olarak ulusal firmaların verimliliklerinde ortaya çıkan artış olarak tanımlanabilir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının finansal yatırımlara oranla geleneksel etkiler dışında etkiler çıkarması dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının etkinliğinin altını çizmektedir. (Razin, 2002; 6). Klasik etkilerden farklı olarak ortaya çıkan bu etki sonuç olarak üretimi arttıracığından üretim etkinliğinin bir parçası olarak düşünülebilir.

Uluslararası finansal sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri konusundaki literatüre gelişmekte olan ülkelerde bir biri ardına patlayan krizler damgasını vurmuştur. Büyük ölçüde az gelişmiş ülkelerin kriz deneyimleri ile pekişen finansal sermaye hareketlerinin ev sahibi ülke üzerindeki etkilerini şu şekilde özetleyebiliriz (Calvo, Leiderman and Reinhart, 1996:128):

-Ülkeye gelen finansal yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz birikimi sağlamaktadır.

-Döviz birikiminin ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış yurt içi hasılayı arttırmaktadır.

-Ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması ve ithalattaki artışa bağlı olarak ülke büyük bir cari işlemler bilançosu açığı ile karşı karşıya kalmaktadır.

Finansal liberalleşme süreci yukarıda özetlediğimiz etkiler sonucu genellikle büyük bir finansal kriz ve buna bağlı olarak ortaya çıkan ekonomik krizler ile son bulmaktadır⁴. Krizleri finansal liberalleşmeye bağlayan bu görüş yanında, az gelişmiş ülkelerin finans sektörünün gelişmemiş olması veya ev sahibi ülke hükümetlerinin “ev ödevini” yapmamasına da bağlanmaktadır⁵.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile finansal yabancı sermaye yatırımlarının etkileri gerçekten farklı mıdır? Acaba dolaysız yabancı sermaye yatırımı teorisi finansal yatırımlar için de geçerli değil midir? Bu soruların cevabını verebilmek için farklı türdeki uluslararası sermaye akımlarının etkilerini birbirinden ayırmak gerekir. Son yıllarda yapılan araştırmalarda dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının diğer sermaye akımlarına göre ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkilerinin daha fazla olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Örneğin, Balasubramanyan, Salisu and Sapsford (1996), dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının, ihracata dönük sanayileşme stratejisi izleyen ülkelerin ekonomik büyüme oranlarında diğer sermaye akımlarına oranla, daha önemli bir etki yaptığı sonucuna ulaşmışlardır. Borensztein, De Gregorio

and Lee (1998), dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının nitelikli işgücü (human capital) bakımından daha gelişmiş ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaptığı sonucuna ulaşmışlardır. De Mello (1999), dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının OECD ülkeleri için toplam faktör verimliliği üzerinde etkinliğinin daha fazla iken, OECD üyesi olmayan ülkelerde sermaye birikimi üzerindeki etkinliğinin önemli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Razin (2002), 64 ülke üzerine yapmış olduğu analizlerde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının finansal yatırımlara oranla, hem sermaye birikimi hem de ekonomik büyüme üzerinde daha önemli bir etki yaptığını bulmuştur. Yang (2002) ise 9 ülke üzerine yaptığı karşılaştırmalı analizde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının örneğe dahil bütün ülkelerin sermaye oluşumunu olumlu etkilediğini bulurken, finansal sermaye hareketlerinin sermaye birikimi ve ekonomik büyüme üzerinde net bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

III.) Türkiye'ye Gelen Uluslararası Sermaye Akımlarının Etkinliği ve Uluslararası Karşılaştırma

Türkiye 1980'li yıllara kadar içe dönük bir sanayileşme stratejisi uygulamıştır. 1970'lerin sonunda ortaya çıkan ödemeler bilançosu problemleri dış ticaret ve sermaye bilançosunun serbestleştirmesine dönük reformların yapılması sonucunu doğurmuştur. Bu reformlarla dış denge problemlerinin ortadan kaldırılıp, finansal araçlar yardımıyla yurtiçi kaynakların yatırımlara doğru yönlendirilmesi amaçlanmıştır (Günçavdı, Belaney and McKay, 1999: 222). Türkiye ekonomisinde yaşanan serbestleşme sürecini şu şekilde özetleyebiliriz⁶:

Dış ticaret ve sermaye bilançosunun serbestleştirilmesine ilişkin reformların önemli ayaklarından birisi kur rejimine ilişkindir. 24 Ocak 1980 kararlarına kadar, kontrollü ve katlı kur politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde, TL'nin yabancı paralar karşısında değerini düşürerek 'daha gerçekçi ve esnek' bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir. 1984 yılında kur rejiminde çok önemli bir değişiklik yapılarak yerleşiklere, ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin bankalarda mevduat olarak tutulması imkanı getirilmiştir. Ancak özellikle sermaye hareketleri açısından serbestleşmenin "doruğa ulaştığı" an 1989 Ağustos ayında kabul edilen 32 Sayılı Karar'la döviz ve efektif hareketleri üzerindeki kısıtlamaların hemen hepsinin kaldırılmasıdır (Yülek, 1998; Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2001). Bu karar ile yerleşik olmayanlara da döviz mevduat hesabı açma hakkı tanınmış ve TL için konvertibiliteye geçilmiştir. 32 Sayılı Karar ile getirilen diğer bir yenilik; gayri menkuller ve aynı haklar üzerindeki blokaj hükmünün kaldırılmasıdır. Ayrıca bankaların özel dış borçlanmalarının önünün açılması, altın ithalinin serbestleştirilmesi de yine 32 Sayılı Karar ile sağlanmıştır.

Finansal liberalleşme süreci ile ilgili önemli adımlardan bir diğeri de faiz oranlarının serbest bırakılarak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) kurulmasıdır. Yeni finansal araçlar ve kurumların kurulması ile rekabetçi bir ortamda kaynak dağılımının etkinliğini arttırarak, İMKB yardımıyla firmaların banka kredileri

dışında finansman olanaklarına kavuşturulmasına çalışılmıştır (Günçavdı, Belaney and McKay, 1999: 223).

Türkiye'ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkileri konusunda önemli bir literatür oluşmuştur. Bunların önemli bir kısmı (Boratav, 1994a; Boratav, 1994b; Akyüz and Boratav, 2002; Boratav, 2001; Uygur, 2001; Ulengin, and Yentürk 2001; Çimenoğlu and Yentürk, 2002) Türkiye'ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini ekonomik krizler çerçevesinde ele almaktadır⁷. Kriz çerçevesi dışında uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerinde etkilerine ilişkin çalışmaların sonuçlarını şu şekilde özetleyebiliriz: Günçavdı, Belaney and McKay (1999), Türkiye'de uygulanan finansal serbestleşme programının sermayenin maliyetini arttırdığını (faizlerin yükselmesi) ancak kredi kısıtının ortadan kaldırılması konusunda pozitif etki yaptığı sonucuna ulaşmışlardır. Günçavdı ve Küçükçiftçi (2001), Türkiye ekonomisinde uygulanan finansal liberalleşme politikalarının finansal kesim ile reel kesim (üretim) arasındaki ilişkiyi zayıflattığı sonucuna ulaşmışlardır. Sancak (2002), Türkiye'de uygulanan finansal liberalleşme politikaları sonucunda, liberalleşme dönemi öncesine göre firmaların sermaye kısıtı açısından herhangi bir gelişme olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Genel olarak uluslararası sermaye hareketleri üzerine yapılan araştırmalar dışında dolaysız yabancı sermaye yatırımları üzerine yapılan araştırmalarda da Türkiye'nin yabancı sermayeden beklediği faydaları elde edemediği anlaşılmaktadır. Örneğin Arslanoğlu (2000), Türkiye'ye gelen dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının net bir taşıma etkisi yaratmadığı sonucuna ulaşmıştır. Arslanoğlu (2002), Türkiye'ye gelen dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz ettiği diğer bir araştırmasında, Türkiye'ye gelen dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye katkı yapmadığı sonucuna ulaşmıştır. Türkiye üzerine yapılan araştırmaları topladığımız da, Türkiye'nin finansal liberalleşme ile uluslararası sermaye hareketlerinden beklediği faydaları elde edemediği görülmektedir. Ayrıca dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının üretim etkinliğine de katkı yapmadığı anlaşılmaktadır.

A.) Türkiye'nin Sermaye Bilançosu ve Türkiye'ye Gelen Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği

Türkiye'de TCMB tarafından yayınlanan ödemeler bilançosu istatistiklerinde sermaye hareketleri dengesi (SHD); dolaysız yabancı sermaye yatırımları (DYSY), portföy yatırımları (PY), diğer sermaye hareketleri (DSH) olmak üzere üç ana kalemden oluşmaktadır. Diğer sermaye hareketleri ise diğer uzun vadeli sermaye hareketleri (DUVSH), diğer kısa vadeli sermaye hareketleri (DKVSH) olmak üzere iki alt başlık altında gösterilmektedir. Daha önce yapmış olduğumuz tanımlaya bağlı olarak portföy yatırımları ve diğer sermaye hareketleri toplamı finansal sermaye hareketleri (FSH) olarak ayrıca hesaplanmıştır (bkz. Ek 2).

Türkiye'ye gelen farklı türdeki yabancı sermaye yatırımlarının sabit sermaye oluşumu ve ekonomik büyüme arasındaki korelasyona ilişkin sonuçlar Tablo 1'de görülmektedir. Tabloda da görüldüğü gibi Türkiye'nin sermaye bilançosunun genel dengesi, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve finansal sermaye hareketleri ile hem ekonomik büyüme, hem de sermaye birikimi arasında pozitif bir korelasyon ortaya çıkmıştır. Ancak dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyon istatistik olarak anlamsızdır. Bu sonuç Arslanoğlu'nun (2000; 2002) dolaysız yabancı sermaye yatırımları üzerine yaptığı araştırmalarda ulaştığı bulgulara paraleldir.

Tablo 1: Türkiye'ye Gelen Yabancı Sermaye Yatırımları ile Yurtiçi Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Korelasyon (1980-2000)

	DYSY	PY	DSH	FSH	DUVSH	DKVSH	SHD
EB	0,142 (0,539)	-0,060 (0,795)	0,574** (0,006)	0,514* (0,017)	0,348 (0,122)	0,608** (0,003)	0,521* (0,015)
GSSO	0,567** (0,007)	0,054 (0,815)	0,567** (0,007)	0,571** (0,007)	0,595** (0,004)	0,429 (0,052)	0,608** (0,003)
N	21	21	21	21	21	21	21

Notlar:-Parantez içindeki rakamlar korelasyonun anlam düzeyini göstermektedir.

-** 0,01, * 0,05 seviyesinde anlamlı değişkenleri göstermektedir.

-**EB** (Ekonomik Büyüme), **GSSO** (Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu).

Finansal sermaye hareketlerinin alt kalemleri itibari ile ortaya çıkan ilişkilere baktığımızda; portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında negatif, sermaye birikimi arasında pozitif, diğer sermaye hareketleri ile hem ekonomik büyüme hem de sermaye birikimi arasında pozitif korelasyonların ortaya çıktığı görülmektedir. Ancak portföy yatırımları ile ilgili korelasyonlar istatistiksel olarak anlamsız iken diğer sermaye hareketlerine ilişkin korelasyonlar istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuçlara göre portföy yatırımları ile hem kaynak dağılımı etkinliği hem de üretim etkinliği arasında "olumlu" bir ilişkinin olmadığını söyleyebiliriz.

Diğer sermaye hareketlerinin alt kalemleri olan diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ve diğer kısa vadeli sermaye hareketleri pozitif korelasyon katsayıları vermiştir. Ancak diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ile sermaye birikimi arasındaki korelasyon istatistiksel olarak anlamlı iken, diğer kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyon istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ile sermaye birikimi arasındaki korelasyonun pozitif ve anlamlı sonuçlar vermesi yatırım olgusunun doğası ile tutarlı bir durumdur. Diğer kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki bir

yandan yabancı sermayenin üretim etkinliğine işaret ederken, diğer yandan kriz çerçevesinde Türkiye ekonomisi üzerine yapılan gözlemleri desteklemektedir.

B.) Uluslararası Karşılaştırma

Tablo 2’de Yang (2002) tarafından 9 ülke için hesaplanmış korelasyon katsayıları görülmektedir. Tablodan ortaya çıkan genel eğilimleri, bu eğilimleri Türkiye için yapmış olduğumuz hesaplamalar ile karşılaştırdığımızda şu sonuçlara ulaşmak mümkündür:

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile sermaye birikimi arasındaki korelasyon bütün ülkeler için pozitiftir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile sermaye birikimi arasındaki korelasyonun Türkiye de dahil olmak üzere bütün ülkeler için pozitif değer alması dikkate değer bir sonuçtur. Ancak yalnızca Endonezya, Malezya ve Meksika için Türkiye’de olduğu gibi istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyon Şili ve Filipinler için negatif diğer ülkeler için Türkiye’de olduğu gibi pozitiftir. Ancak yalnızca Endonezya, Malezya örneğinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Finansal sermaye hareketleri ile sermaye birikimi arasındaki ilişkiye baktığımızda 4 ülke için negatif, 5 ülke için ise pozitif korelasyon olduğu görülmektedir. Ayrıca Tayland için elde edilen korelasyon, Türkiye’de olduğu gibi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye baktığımızda 5 ülke için negatif, 4 ülke için ise pozitif korelasyon olduğu görülmektedir. Ancak elde edilen korelasyonlar bütün ülkeler için istatistiksel olarak anlamsızdır. Türkiye için hesapladığımız korelasyon pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Türkiye bu bakımdan diğer ülkelerden ayrılmaktadır.

Finansal sermaye hareketlerinin alt kalemleri açısından ilişkilere baktığımızda ilginç sayılabilecek bazı genel eğilimlere rastlamaktadır. Örneğin portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyon ise örneğe dahil bütün ülkeler için istatistik olarak anlamsız ve 6 ülke için negatiftir. Türkiye için benzer sonuçları elde ettiğimizi dikkate alırsak bu durumun genel bir eğilim yansıttığını ileri sürebiliriz. Portföy yatırımları ile sermaye birikimi arasındaki korelasyon 7 ülke için negatif, 2 ülke için ise Türkiye de olduğu gibi pozitiftir. Ayrıca Türkiye’de dahil olmak üzere bütün ülkeler için istatistiksel olarak anlamsızdır.

Diğer sermaye hareketleri ile sermaye birikimi arasındaki korelasyonlar 3 ülke için negatif, 6 ülke için pozitif değerler almıştır. Tayland örneğinde diğer sermaye hareketleri ile sermaye birikimi arasındaki korelasyon pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermiştir. Türkiye için yapmış olduğumuz hesaplamalarda da diğer sermaye hareketleri ile sermaye birikimi arasındaki korelasyon pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki sermaye birikimine benzer bir şekilde 3 ülke için negatif, 6 ülke için pozitiftir. Ayrıca yine Tayland örneğinde Türkiye’de olduğu gibi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 2: Yabancı Sermaye, Yurtiçi Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Korelasyon (1969-1998)

	GSSO				EB			
	DYSY	PY	DSH	FSH	DYSY	PY	DSH	FSH
Arjantin	0,12 (0,61)	-0,14 (0,53)	-0,36 (0,10)	-0,28 (0,21)	0,14 (0,54)	-0,10 (0,65)	-0,18 (0,41)	-0,36 (0,10)
Brezilya	0,04 (0,84)	-0,38 (0,12)	0,18 (0,43)	0,29 (0,19)	0,25 (0,26)	-0,37 (0,13)	0,00 (0,99)	0,06 (0,81)
Şili	0,05 (0,84)	-0,05 (0,83)	0,26 (0,24)	0,18 (0,42)	-0,02 (0,92)	0,00 (0,99)	0,35 (0,10)	0,18 (0,42)
Endonezya	0,63 (0,01)	0,21 (0,41)	-0,26 (0,30)	-0,21 (0,42)	0,60 (0,01)	-0,10 (0,70)	-0,25 (0,33)	-0,18 (0,49)
Kore	0,30 (0,19)	-0,14 (0,55)	0,28 (0,22)	0,18 (0,44)	0,31 (0,17)	-0,34 (0,13)	0,00 (1,00)	-0,02 (0,93)
Malezya	0,63 (0,00)	-0,32 (0,14)	-0,15 (0,49)	-0,15 (0,49)	0,45 (0,03)	-0,09 (0,69)	-0,07 (0,76)	-0,13 (0,56)
Meksika	0,42 (0,07)	-0,09 (0,73)	0,27 (0,26)	0,29 (0,23)	0,34 (0,16)	0,25 (0,29)	0,37 (0,12)	0,32 (0,18)
Filipinler	0,17 (0,45)	0,17 (0,46)	0,19 (0,42)	-0,12 (0,59)	-0,08 (0,72)	0,12 (0,60)	0,29 (0,21)	-0,17 (0,46)
Tayland	0,27 (0,22)	-0,05 (0,84)	0,68 (0,00)	0,54 (0,01)	0,01 (0,97)	-0,09 (0,70)	0,42 (0,05)	0,31 (0,15)

Kaynak: Yang(2002)

IV.) Sonuç

Az gelişmiş ülkelerin hızlı büyüme ihtiyacına karşılık ulusal tasarrufları sınırlıdır. Ulusal tasarrufların düşük seviyede olması dış tasarrufların önemini arttırmaktadır. Türkiye’de dahil olmak üzere 1980 öncesi büyük ölçüde resmi sermaye akımları ile sağlanan dış tasarruflar, 1980 sonrası yıllarda özel yabancı sermaye yatırımları ile sağlanmaya çalışılmıştır.

Literatürde özel yabancı sermaye yatırımlarının etkileri konusunda iki genel eğilim bulunmaktadır. Buna göre dolaysız yabancı sermaye yatırımları, finansal

sermaye hareketlerine oranla ev sahibi ülkenin kaynak dağılımı ve üretim etkinliği üzerinde pozitif etkilidir. Ayrıca finansal sermaye hareketlerinin finansal dışı açılma sürecindeki ülkelerin yaşadığı krizlerde önemli bir rolü olduğu ileri sürülmektedir. Bu çalışmada uluslararası sermaye hareketlerinin kriz ile ilgili boyutu mümkün olduğu kadar konu dışında tutulmaya çalışılmıştır.

Türkiye ekonomisi üzerine yapmış olduğumuz gözlemler ve uluslararası karşılaştırmalar basit korelasyon analizine dayanmaktadır. Bu nedenle çok kesin yorumlardan özenle kaçınılmıştır. Ancak yaptığımız gözlemler literatürdeki diğer araştırmalara uygun olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının finansal sermaye hareketlerine oranla ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde daha “olumlu” etkiler yaptığını göstermektedir. Özellikle portföy yatırımlarının sermaye birikimi ve ekonomik büyümeye ilişkin ortaya çıkardığı negatif korelasyon eğilimi dikkate değerdir.

Notlar

¹ İster dışsal ister içsel olsun büyüme teorilerinde; fiziki sermaye (Solow, 1956; Solow, 1957; De Long and Summers, 1993; Levine and Renelt, 1992), beşeri sermaye ve AR-GE yatırımları (Romer, 1986;1990; Lucas, 1988; 1993) gibi çeşitli türden sermayenin birikimi temel alınmaktadır.

² Burada üstü kapalı olarak yapılan resmi sermaye akımlarının etkin kullanılmadığı eleştirisi dikkat çekmektedir.

³ Bunların dışında dolaysız yabancı sermaye yatırımları ödemeler bilançosu üzerinde de etkili olabilir. Ayrıca dolaysız yabancı sermaye yatırımları ev sahibi ülke içinde sosyal, politik, düalizm gibi sorunları da ortaya çıkaracaktır.

⁴ Ekonomik krizlerin ortaya nedenleri, ortaya çıkışı ve sonuçları hakkındaki tartışmalar için bkz. Osakwe and Schembri (1998), Kaminsky and Reinhart (1999).

⁵ Finansal kalkınma ve ekonomik büyüme ile ilgili literatür için bkz. Kar ve Tuncer (1999). Ev ödevi sıkı para ve maliye politikalarıdır. Ancak özellikle Türkiye örneğinde ekonomik krizlerin, Türkiye'nin ev ödevini yapmaması sonucu değil de, finansal serbestliğin yarattığı problemlerden kaynaklandığı konusunda çok ciddi bulgular vardır (bkz. Yeldan, 2002).

⁶ Türkiye'deki finansal serbestleşme sürecinin aşamaları hakkında bkz. Yülek (1998).

⁷ bkz. <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/iktisatg.htm>.

KAYNAKÇA

Akyüz, Y. and Boratav, K. (2002) “The Making of the Turkish Crisis” *UNCTAD*, Cenevre.

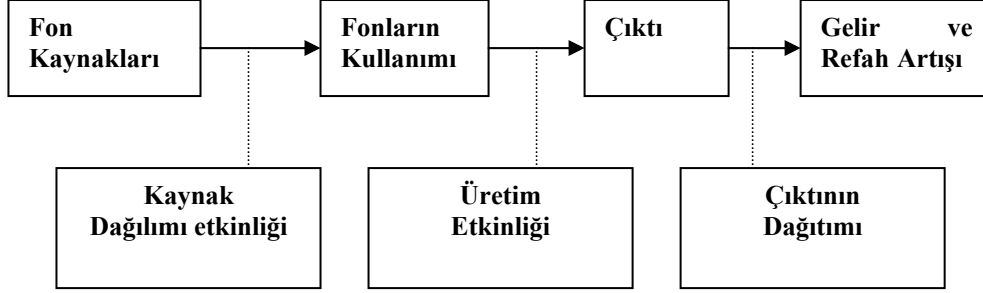
Arslanoğlu, E. (2000), “Spillover Effects of Foreign Direct Investment on the Turkish Manufacturing Industry”, *Journal of International Development*, Vol. 12, pp: 1111-1130.

- Arslanoğlu, E. (2002), "The Structure and the Impact of Foreign Direct Investment in Turkey", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: XVII, Sayı:1, ss:31-51.
- Balasubramanyan, V. N., M. Salisu and D. Sapsford (1996), 'Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries', *Economic Journal*, Vol. 106, No.434, pp: 92-105.
- Blomström, M. and A. Kokko (1998), "Multinational Corporations and Spillovers", *Journal of Economics Surveys*, Vol. 12, No. 2, pp:1-31.
- Boratav, K. (1994a), "Türkiye Büyük Bir Borsaya Dönüştü", *İktisat*, Mart, ss: 12-17.
- Boratav, K. (1994b), "Türkiye'yi Adeta Bir Borsaya Dönüştürdüler", *İktisat*, Mayıs-Haziran, ss: 26-27.
- Boratav, K. (2001) "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri" *İktisat, İşletme ve Finans*, No 186, pp.7-18.
- Borensztein, E., J.De Gregorio and J-W.Lee (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth", *Journal of International Economics*, Vol. 45, pp: 115-135.
- Calvo, G. A., L. Leiderman and C. M. Reinhart (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No.2, pp:123-139.
- Caves, R. E. (1971), "International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment," *Economica*, Vol. 38, pp:1-27.
- Çimenoglu, A. and N. Yentürk, "Impacts of International Capital Inflows on the Turkish Economy", http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/YenturkCimenEkim02.doc, Erişim Tarihi: 14.05,2003.
- De Long, Summers, J.B. and Summers, L.H. (1993). "How Strongly Do Developing Countries Benefit from Equipment Investment", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, pp: 395-415.
- De Mello, L. R. Jr. (1997), "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey", *The Journal Development Studies*, Vol. 34, No. 1, pp:1-34.
- De Mello, L. R. Jr. (1999), "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data", *Oxford Economic Papers*, Vol. 51, No. 1, pp: 133-51.
- Dunning, J. H. (1971), "The Multinational Enterprises. The Background", in J. H. Dunning (Ed.), *The Multinational Enterprises*, George Allen & Unwin, London, pp: 15-49.
- Dunning, J. H. (1974), "The Distinctive Nature of the Multinational Enterprises", in J. H. Dunning (Ed.), *Economic Analysis and the Multinational Enterprises*, George Allen & Unwin, London, pp: 13-31.

- Günçavdı, Ö., M. Bleaney and A. McKay (1999), "The Response of Private Investment to Structural Adjustment-A Case Study of Turkey", *Journal of International Development*, Vol. 2, pp:221-239.
- Günçavdı, Ö. ve S. Küçükçiftçi (2001), "Finansal Gelişme ve Finans Dışı Kesimin Finansal Girdi Kullanımı (1973-1990)", Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonometri Bölümü V. Ulusal Ekonometri Ve İstatistik Sempozyumu, 19-22 Eylül 2001.
- Hymer, S. H. (1960), *The International Operations of National Firms: A Study of Foreign Direct Investment*, M.I.T. Doctoral Dissertation, Cambridge, Massachusetts.
- IMF(1999), *Balance of Payments Statistics Yearbook*, Washington.
- Kaminsky, G. L. and C. M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, pp:473-500.
- Kar, M. ve M. Tuncer (1999), "Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme", *Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:17, Sayı: 3.
- Kindleberger, C. P. (1971), *American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment*, Third Edition, Yale University Press.
- Kruger, A. O. (1987), "Debt, Capital Flows, and LDC Growth", *The American Economic Review*, Vol. 77, pp: 159-164.
- Kokko, A., R. Tansini and M. C. Zejan (1996), "Local Technological Capability and Productivity Spillovers from FDI in the Uruguayan Manufacturing Sector", *The Journal Development Studies*, Vol. 32, No. 4, pp: 602-611.
- Levine, R. and Renelt, D. (1992), "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", *American Economic Review*, Vol. 82, pp: 942-963.
- Lucas, R. E. Jr (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, pp:3-22.
- Lucas, R. E. Jr (1993), "Making a Miracle", *Econometrica*, Vol. 61, No.2, pp:251-272.
- Lukauskas, A. and S. Minushkin (2000), "Explaining Styles of Financial Market Opening in Chile, Mexico, South Korea, and Turkey", *International Studies Quarterly*, Vol. 44, pp: 695-723.
- Osakwe, P. and L. Schembri (1998), "Currency Crises and Fixed Exchange Rates in the 1990s. A Review", *Bank of Canada Review*, Autumn.
- Razin, A. (2002), "FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No: 9204.
- Romer, P. (1986), "Increasing Returns and Long Run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 5, pp. 1002-1037.
- Romer, P. (1990), "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, pp: 71-102.

- Sancak, C. (2002), "Financial Liberalization and Real Investment: Evidence from Turkish Firms", *IMF Working Papers*, No: 02/100.
- Sjöholm, F. (1999), "Productivity Growth in Indonesia: The Role of Regional Characteristics and Direct Foreign Investment", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 47, pp: 559-584.
- Solow, R. (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, pp: 65-94.
- Solow, R. (1957), "Technical Change and the Aggregate Production Function", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 39, pp: 312-320.
- Streeten, P. (1971), "Costs and Benefits of Multinational Enterprises in Less Developed Countries", in J. H. Dunning (Ed.), *The Multinational Enterprises*, George Allen & Unwin, London, pp: 240-259.
- Ulengin, B. and N. Yentürk (2001), "Impacts of Capital Flows on Aggregate Spending Categories: the Case of Turkey", *Applied Economics*, Vol. 33, pp: 1321-1328.
- Uygur, E. (2001) "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri" *Türkiye Ekonomisi Tartışma Metni*, No: 2001/01, Ankara.
- Vaitsos, C. V. (1974), "Income Distribution and the Welfare Considerations", in J. H. Dunning (Ed.), *Economic Analysis and the Multinational Enterprises*, George Allen & Unwin, London, pp: 300-342.
- World Bank (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries – The Road to Financial Integration*, World Bank Policy Research Report. Washington, D.C, The World Bank.
- Yang, J. (2002), "Direct and Financial Foreign Investment: How Do They Differ in the Benefits to the Developing Countries", *The George Washington University, Global Management Research Working Paper*, No:02-10.
- Yeldan, E. (2002), "İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler", *Birikim*, Kasım.
- Yülek, M. A. (1998), *Financial Liberalization and the Real Economy: The Turkish Experience*, Capital Markets Board of Turkey, No:110, Ankara.

Ek 1: Uluslararası Yatırımlarının Beklenen Etkileri



Kaynak: Yang(2002)

Ek 2:Araştırmada Kullanılan Veriler

Yıllar	EB	GSSO	DYSY	PY	DUVSH	DKVSH	SHD	FSH
1980	-2,80	9817	18	0	656	-2	672	654
1981	4,80	10190	95	0	683	121	899	804
1982	3,10	9671	55	0	127	98	280	225
1983	4,20	10474	46	0	39	798	883	837
1984	7,10	11943	113	0	612	-652	73	-40
1985	4,30	13596	99	0	-513	1479	1065	966
1986	6,80	15869	125	146	1041	812	2124	1999
1987	9,80	18491	106	282	1453	50	1891	1785
1988	1,50	18298	354	1178	-209	-2281	-958	-1312
1989	1,60	18700	663	1386	-685	-584	780	117
1990	9,40	21670	700	547	-210	3000	4037	3337
1991	0,40	21935	783	623	-783	-3020	-2397	-3020
1992	6,40	22879	779	2411	-938	1396	3648	2869
1993	7,90	28532	622	3917	1370	3054	8963	8341
1994	-6,10	24026	559	1158	-784	-5127	-4194	-4753
1995	8,00	26028	772	1724	-79	2305	4722	3950
1996	7,10	30599	612	570	1636	5945	8763	8151
1997	8,30	35136	554	1634	4788	1761	8737	8153
1998	3,90	33769	573	-6711	3985	2601	448	-123
1999	-6,10	28370	138	3429	345	759	4671	4533
2000	6,30	33281	112	1022	4276	4035	9445	9333

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, **Hazine İstatistikleri (1980-2001)**, Ankara, 2002.