

T.C.  
UFUK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANA BİLİM DALI  
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN BİLİM DALI

KISA VADELİ FİNANSMAN VE KIRILGANLIK İLİŞKİSİ:  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan  
Ülkü ŞAHİN

Tez Danışmanı  
Prof. Dr. Gülen ELMAS ARSLAN

Ankara - 2014

## KABUL VE ONAY

Ülkü ŞAHİN tarafından hazırlanan "Kısa Vadeli Finansman ve Kırılganlık İlişkisi: Türkiye Örneği" başlıklı bu çalışma, 09 Mayıs 2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Başkan: Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY



Danışman: Prof. Dr. Gülen ELMAS ARSLAN



Üye: Prof. Dr. Müslüme NARİN

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylım.



Enstitü Müdürü

Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY

## **BİLDİRİM**

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

Tezim sadece Ufuk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

Ülkü ŞAHİN

09.05.2014

## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	v
ABSTRACT .....	vi
TEŞEKKÜR .....	vii
GRAFİKLER LİSTESİ .....	viii
TABLolar LİSTESİ .....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xi
KISALTMALAR .....	xii
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### DIŞ BORÇLARA İLİŞKİN KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. DIŞ BORÇLAR İLE İLGİLİ KAVRAMSAL ÇERÇEVE .....	6
1.1.1. Dış Borç ve Dış Yardım Tanımı .....	6
1.1.2. Kamu Borcu ve Özel Borç Ayrımı .....	7
1.1.3. Dış Borç Stoku .....	7
1.1.4. Dış Borçlanma Nedenleri .....	8
1.1.4.1. Gelişmiş Ülkeler Açısından Nedenleri .....	9
1.1.4.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Nedenleri .....	10
1.1.4.2.1. Tasarruf Yetersizliği .....	10
1.1.4.2.2. Dış Ticaret Açığı .....	12
1.1.4.2.3. Diğer Nedenler .....	12
1.2. DIŞ BORÇLARA İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE .....	13
1.2.1. Dış Borçluluk Düzeyini Ölçmede Kullanılan Bazı Oranlar .....	13
1.2.1.1. Toplam Dış Borç Stoku / GSMH .....	13
1.2.1.2. Toplam Dış Borç Stoku / İhracat .....	14
1.2.1.3. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat .....	14
1.2.1.4. Toplam Dış Borç Servisi / GSMH .....	14
1.2.1.5. Faiz Servisi / İhracat .....	14
1.2.1.6. Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku .....	15

1.2.1.7. Toplam Dış Borç Servisi / Toplam Döviz Gelirleri .....	15
1.2.1.8. Cari İşlemler Açığı / GSMH .....	16
1.2.2. Ağır Dış Borç Yükü .....	17
1.2.3. Dış Kaynak İhtiyacını Belirleme Yöntemleri .....	20
1.2.3.1. Tasarruf - Yatırım Açığı Yöntemi .....	20
1.2.3.2. Ödemeler Dengesi Açığı Yöntemi .....	21
1.2.3.3. İkili Açık Yöntemi .....	21
1.2.3.4. Massetme Kapasitesi Yöntemi .....	22

## İKİNCİ BÖLÜM

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE KIRILGANLIK İLİŞKİSİ

2.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ .....	24
2.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Gelişimi .....	24
2.1.2. Washington Uzlaşması ve Sonrası .....	26
2.1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri .....	29
2.1.3.1. Doğrudan Sermaye Yatırımlar .....	30
2.1.3.2. Portföy Yatırımları .....	31
2.1.3.3. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri .....	32
2.1.3.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri .....	32
2.1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörler .....	33
2.1.4.1. İtici Faktörler .....	33
2.1.4.2. Çekici Faktörler .....	34
2.2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ .....	36
2.2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle İlgili Bazı Kavramlar: Sıcak Para, Spekülatif Sermaye ve Carry Trade .....	37
2.2.1.1. Sıcak Para .....	37
2.2.1.2. Spekülatif Sermaye .....	38
2.2.1.3. Carry Trade .....	39
2.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teori ve Faiz Haddi Paritesi .....	40
2.2.2.1. Korunaklı Faiz Haddi Paritesi (KFHP) .....	42

2.2.2.2. Korunaksız Faiz Haddi Paritesi (KZFHP) .....	42
2.2.2.3. Fisher Etkisi .....	43
2.2.2.3.1. Yurtiçi Fisher Etkisi .....	44
2.2.2.3.2. Genelleştirilmiş Fisher Etkisi .....	44
2.2.2.3.3. Uluslararası Fisher Etkisi .....	44
2.2.3. Spekülatif Sermayenin Ekonomide Yarattığı Kısır Döngü ve Yapısal Ekonomik Etkileri .....	46
2.2.3.1. Tüketime Etkisi .....	48
2.2.3.2. Cari İşlemler ve Sermaye Hesabı Üzerindeki Etkisi .....	49
2.2.3.3. Döviz Kuru, Rezervler ve Enflasyona Etkisi .....	50
2.2.3.4. Ulusal Paraya Etkisi .....	51
2.2.3.5. Faiz Oranlarına Etkisi .....	52
2.2.3.6. Yatırımlar Üzerindeki Etkisi .....	53
2.2.3.7. Kamu Dengesi Üzerindeki Etkisi .....	54
2.2.3.8. Para Piyasası Dengesi Üzerindeki Etkisi .....	54
2.2.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Kriz/Kırılganlık İlişkisi .....	55
2.2.4.1. Finansal Kırılganlık .....	55
2.2.4.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Yol Açtığı Finansal Krizler .....	57
2.2.4.2.1. Meksika 1994 Krizi .....	58
2.2.4.2.2. Arjantin 1999- 2001 Krizi .....	60
2.2.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü .....	65

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE KIRILGANLIK İLİŞKİSİ

3.1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE'DE TARİHSEL GELİŞİMİ .....	69
3.1.1. 1980 Öncesi Dönem .....	70
3.1.2. 1980 Sonrası Dönem ve 32 Sayılı Karar .....	75

3.2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ .....	82
3.3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ ve TÜRKİYE'NİN KRİZLERİ ..	90
3.3.1. 1994 Nisan Krizi ve Sonrasında 5 Nisan Kararları .....	90
3.3.2. Kasım 2000- Şubat 2001 Krizleri .....	99
3.4. GÜNÜMÜZDE TÜRKİYE'NİN KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEYRİ VE BAZI EKONOMİK GÖSTERGELERİ .....	103
3.4.1. 2002 yılı Sonrası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomiye Etkileri .....	104
3.4.2. Türkiye'nin Mevcut Kırılganlık Göstergeleri ile Seçilmiş Bazı Ülkelerle Mukayesesi .....	114
SONUÇ .....	126
KAYNAKÇA .....	130
ÖZGEÇMİŞ .....	147

## ÖZET

ŞAHİN, Ükü. Kısa Vadeli Finansman ve Kırılganlık İlişkisi: Türkiye Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2014.

Küreselleşme süreciyle dünya ekonomisi 1980'li yıllardan itibaren yeniden yapılanmaya başlamıştır. Gelişmiş ülkeler sermayeleri için daha kârlı alanlar bulmak için, gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler de kalkınmalarının finansmanı için finansal piyasalarını serbestleştirmişlerdir ve sıklıkla dış borç yoluyla kaynak bulma yöntemini seçmişlerdir. IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar, Washington Uzlaşması altında finansal serbestleştirmeye yönelik politikaları devreye sokmuştur. Böylelikle, likidite genişlemesi yaşanmış, finansal sermayenin dünyadaki dolaşımı hız kazanmıştır. Dolayısıyla 1990 sonrası sermaye hareketlerinin türü, yönü, şekli ve boyutu değişmiştir.

1990'larda sermaye hareketlerinin ana unsuru ve bu hareketleri hızlandıran etken, ulusal piyasalarda faiz haddi ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye hareketleri olmuştur.

Spekülatif nitelikli kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğunluğu aralarında Türkiye de olmak üzere birçok gelişmekte olan ülkelerde krizlerle sonuçlanmıştır. Türkiye'de 1980'li yıllarda başlayan finansal serbestleşme sürecinin 1989 yılında 32 Sayılı Karar ile yasal zemini oluşturulmuştur. 1989 sonrasında itibaren ekonomiye yüksek miktarda kısa vadeli ve spekülatif nitelikli sermaye girişi yaşanmıştır. Sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde ekonomik olarak büyüyen Türkiye kısa vadeli sermaye çıkışlarından sonra 1994 Nisan, 2000 Kasım ve 2001 Şubat'ında olduğu gibi ekonomik krizler yaşamıştır. Bu çalışmada, zaman içinde hacmi büyüyen, spekülatif ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki ekonomik etkileri açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar sözcükler: Finansal serbestleşme, Washington uzlaşması, Faiz haddi, 32 Sayılı Karar, Kısa vadeli ve spekülatif sermaye, Kırılganlık, Kriz.



## ABSTRACT

ŞAHİN, Ülkü. Short-Term Financing and Fragility Relationship: Turkish Case, Master's Thesis, Ankara, 2014.

Since 1980's, world economy has started to reform with the globalization process. Developed countries have targetted to developing countries for finding more profitable areas to capital. The developing countries, for financing of their development and have deregulated their financial markets and have chosen the method of finding resource by external debt. Corporations like IMF and World Bank have started to some politics for liberalisation under Washington Consensus. By the way, liquidity expansion has ocured and the circulation of financial markets has been accelarated all over the world. So, after 1990, the size, way and kind of capital movements have changed.

In the 1990's, the main and accelerating component of capital movements has been happened short term movements including arbitrage which has resulted from imbalances between interest rate and exchange rate.

Because of intensive short termed capital movements with speculative character, many crises have been ocured in Turkey and the other developing countries. It has been placed process of financial liberalization, starting in the 1980's, on a statutory footing by Law number 32. Since the year, short term capital movements with speculative character has started to flow in considerable amount. Turkey economically having grown up in this term was experienced with economic crisis as happened in April 1994, November 2000 and February 2001 after outflow of fragile short term capital.

In this study, it has been tried to explain with tables and charts the economic effects of speculative and short-term capital movements in Turkey.

Key Words: Financial liberalization, Washington consensus, Interest rate, Law Number 32, Short termed and speculative capital, Fragility and Crisis.

## TEŞEKKÜR

Tez konumun seiminde ve tezimin gerekleştirilmesinde vermiş olduğu destekten dolayı Danışmanım Prof. Dr. Gülen ELMAS ARSLAN ile katkılarından dolayı Jüri hocalarım Prof. Dr. Müslüme NARİN ve Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY'a saygı ve teőekkürlerimi sunarım.

Ayrıca tez alışmamı hazırlarken her türlü konuda bana destek olan Lale Ayşe ÖZHAN'a, őener OSAN'a, iş arkadaşlarıma ve kaynaklarından yararlandığım bütün yazarlara teşekkür ederim.

## GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1.1. HIPC Ekonomilerinde Kişi Başına GSYH (ABD Doları) .....	20
Grafik 2.1. Arjantin’de Sermaye Girişleri ve Ekonomik Büyüme .....	64
Grafik 3.1. Büyüme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1992–2005) .....	85
Grafik 3.2. Türkiye’de Dış Ticaret Açığı ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri .	85
Grafik 3.3. Türkiye’de Reel Döviz Kuru Endeksi ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1989-2005) .....	86
Grafik 3.4. Gayri Safi Milli Hasıla ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1992-2005) .....	88
Grafik 3.5. 1993-1994 Yıllarında Türkiye’nin MB Rezervleri .....	92
Grafik 3.6. Türkiye’de Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%) .....	93
Grafik 3.7. Cari İşlemler Açığı / GSYH (2002-2010) .....	106
Grafik 3.8. Türkiye’de Reel Kurun Gelişimi (2003-2011) .....	107
Grafik 3.9. Kısa Vadeli İç Borçlanma / Toplam İç Borçlanma Gelişimi .....	108
Grafik 3.10. Türkiye’nin Kısa Vadeli Dış Borçları .....	109
Grafik 3.11. Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / MB Döviz Rezervleri .....	110
Grafik 3.12. Türk Mali Piyasalarında Spekülatif Arbitraj Geliri (2002-2012) ..	112
Grafik 3.13. Türkiye’nin Sermaye Akımları ve Cari Açık (2007-2013) .....	115
Grafik 3.14. Türkiye’nin Carry Trade Rakamları .....	119
Grafik 3.15. Kırılgan Beşli’nin Faiz Oranları .....	123

## TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1. Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Bazı Dış Borç Göstergeleri .....	16
Tablo 2.1. Küresel Sermaye Hareketleri (Milyar ABD Doları) .....	29
Tablo 2.2. Gelişmekte Olan Bazı Ülkelerin Borsa Derinliği ve Sermaye Hareketleri Etkileşimi (2012) .....	35
Tablo 2.3. Kriz Öncesinde Meksika Ekonomik Verileri .....	58
Tablo 2.4. Meksika'ya Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (Milyar ABD Doları) .....	60
Tablo 2.5. Kriz Öncesi Arjantin Ekonomik Verileri (1997–2002) .....	61
Tablo 2.6. 1992-2001 Döneminde Arjantin'de Kamu Maliyesi .....	63
Tablo 2.7. Arjantin: Döviz Kuru ve Enflasyon Gelişmeleri (1991-2002) .....	63
Tablo 3.1. 1950-1960 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon ABD Doları) .	73
Tablo 3.2. 1961-1974 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon ABD Doları) .	74
Tablo 3.3. 1975-1979 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon ABD Doları)	75
Tablo 3.4. Devalüasyon, Enflasyon, Faiz Oranları (1980-1998) .....	81
Tablo 3.5. 1990-1995 Yıllarında Türkiye Ekonomisine Ait Bazı Veriler .....	82
Tablo 3.6. 1989-1998 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon ABD Dolar)	84
Tablo 3.7. Spekülatif Kısa Vadeli Yabancı Sermaye (Sıcak Para) Hareketleri ve Seçilmiş Finansal Göstergeler (Milyon ABD Doları) .....	89
Tablo 3.8. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (Cari fiyatlarla, Bin TL) .....	91
Tablo 3.9. Türkiye'nin 1989-1995 Yılları Arası Başlıca Ekonomik Göstergeleri .....	92
Tablo 3.10. Türkiye'de 1994 Krizi Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSMH'nin %'si) .....	94
Tablo 3.11. IMF Performans Kriterleri ve Gerçekleşmeler (Trilyon TL) .....	97
Tablo 3.12. Faiz Oranları (1999-2001) .....	100
Tablo 3.13. Türkiye'de 2000 ve 2001 Krizleri Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSMH'nin %'si) .....	103
Tablo 3.14. Ödemeler Dengesindeki Bazı Veriler (Milyon ABD Doları).....	105
Tablo 3.15. Cari İşlemler Açığının Finansmanı (2002-2010) .....	106
Tablo 3.16. Merkez Bankası Net Rezervler (Milyon ABD Doları).....	110

Tablo 3.17. Finansal Getiri Oranları, Dış Borçlar ve Reel Kur (2001-2012) ...	111
Tablo 3.18. 2001-2012 Dönemi Dış Borçluluk Göstergeleri (%) .....	113
Tablo 3.19. Türkiye'nin Kredi Notu .....	117
Tablo 3.20. Kırılgan Beşli'nin GSYH'sı (2012) .....	120
Tablo 3.21. Kırılgan Beşli'nin Cari İşlemler Dengesi'ndeki Gelişmeler .....	121
Tablo 3.22. Kırılgan Beşli'nin Enflasyon Oranları (2012) .....	122
Tablo 3.23. Kırılgan Beşli'nin Dış Borç İstatistikleri (2012) .....	122
Tablo 3.24. Kırılgan Beşli'nin Kritik Makro Göstergeleri (2013) .....	124

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 2.1. Kısa Vadeli Sermaye Girişlerine Bağlı Olarak Makroekonomik Durumun Kötüleşmesi Süreci ve Finansal Kriz Dinamiği .....	47
Şekil 3.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımları (Milyar ABD Doları) .....	116
Şekil 3.2. Türkiye ve GOÜ'lerin Döviz Kuru .....	117

**KISALTMALAR**

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
DÇM	Dövize Çevrilebilir Mevduat
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü
FED	Amerika Merkez Bankası
FHP	Faiz Haddi Paritesi
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıllar
HIPC	Ağır Borçlu Fakir Ülkeler
HM	Hazine Müsteşarlığı
IFC	Uluslararası Finans Kurumu
IMF	Uluslararası Para Fonu
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülü
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SDR	Özel Çekme Hakları
SPK	Sermaye Piyasası Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TPKKHK	Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
WB	Dünya Bankası
WU	Washington Uzlaşması

## GİRİŞ

20. yy.'ın son çeyreğinde küreselleşmenin etkisiyle ulusal sınırların dışındaki ekonomik faaliyetler giderek hızlanmıştır. Birinci küreselleşme evresinde (1870-1914) yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelimi; daha çok uzun vadeli ve doğrudan yatırım biçiminde olmuştur. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) gibi uluslararası ekonomik organizasyonlar, dünya ekonomisinde piyasa kurallarının işlenmesini sağlamak için çalışmalar yapmışlardır.

1946 yılından 1973 yılına kadar Doların, altına olan konvertibilitesinin korunduğu uluslararası parasal sistemde geçerli olan bu dönem Bretton-Woods sistemi olarak adlandırılmış, ancak 1973 yılının Mart ayında, birçok ülkenin paralarını dalgalanmaya bırakmasıyla bu sistem son bulmuştur.

1980'li yıllarda Dünya Bankasının öncülüğünde uygulanan neoliberal yapısal uyum politikaları (ithalatın serbestleştirilmesi, finansal serbestlik, özelleştirme, kamu yatırımlarının azaltılması gibi) 1980'li yılların sonunda Washington Uzlaşması (WU) ile dünyada somut bir kurgu haline dönüşmüştür.

Finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması ve ekonomilerin uluslararası sermaye hareketlerine açılması süreci olarak tanımlanan finansal küreselleşmenin Washington Uzlaşması ile birlikte giderek daha fazla ivme kazanması ile uluslararası sermaye hareketleri sınır tanımamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların yatırımları karşılamaya yeterli olamaması, serbestleştirme öncesi dönemlerde bu ülkeleri büyük ölçüde hükümetler arası ya da finansal kurumlar kanalıyla borçlanmaya yönlendirmekteyken bu kredilerin ödenmesinde ortaya çıkan zorluklar borç krizleri şeklinde kendini göstermiştir. Bu nedenle gelişmiş ülkeler az gelişmiş ülkelere kredi sağlamada daha isteksiz davranmışlardır. Bu durum aynı zamanda sürekli bir kaynak sıkıntısını beraberinde getirmiştir. Serbestleştirme sonrası dönem ise gelişmekte olan ülkeler, kendi kaynakları ile gerçekleştirebileceklerinin çok üzerinde yatırım oranına ulaşma olanağı sağlamışlardır.



Öte yandan, ekonomik birimlerin zaman içerisinde daha fazla tüketim yapabilmeleri ve tüketimin istikrara kavuşturulabilmesi, sermaye hareketlerini serbestleştirmenin bir diğer avantajı olarak değerlendirilmektedir. Nitekim portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermayenin böyle bir avantaj sağlayacağı düşünülmektedir.

Sermaye akımlarını tetikleyen temel faktör olarak gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesi ya da hisse senedi piyasalarında getirinin azalması ön plana çıkmaktadır. Bu durum büyük hacimli fonların gelişmekte olan ülkelere akmasına yol açmakta; gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları istikrarlı makro ekonomik politikaları da bunu kolaylaştırabilmektedir.

Diğer yandan literatürde kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde serbestleştirilmesinin avantajlı olup olmayacağı konusunda görüş birliği bulunmamaktadır. Kamu ya da özel kesimin tasarruf açığının neden olduğu cari işlemler dengesi açıklarının giderilebilmesinde özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının üstlendiği rol önem taşımaktadır. Cari açıkların, tasarruf azalışı yerine, ihracata dönük endüstrilerdeki yatırım artışlarından kaynaklanması, ülkenin gelecekteki borç ödeme kapasitesini arttıracığından söz konusu sermaye akımlarının nispeten avantajlı olduğu söylenebilmektedir. Ancak kısa vadeli sermaye akımlarının bu avantajından uzak olduğu görülmüştür. Finansal serbestleşme sonucu ülke ekonomisine giren sermaye hareketleri vadelerinin kısa olması ve likit özelliğinin yüksekliğinden dolayı her an ülkeyi terk edebilecek niteliktedir. Nitekim, ekonomideki kırılganlıkların ve siyasi zaafiyetlerin sonucu sermaye çıkışları yaşanmış ve bazı gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler meydana gelmiştir.

Türkiye ekonomisinde ise yabancı sermaye ilk olarak Osmanlı zamanında kabul edilmeye başlanmıştır. Osmanlı'da sermayenin dış kaynaklarını, dış borçlar ve yabancı sermaye oluşturmaktadır. Osmanlıda ilk borçlanma, Kırım Savaşı'ndan sonra olmuştur. Cumhuriyetin ilk yıllarında ise uluslararası sermaye doğrudan yatırımlar şeklinde gelmiştir. 1950 yılından itibaren uluslararası sermaye girişinde belirli bir canlanma söz konusudur. Planlı dönemden önce yurda giren dış kaynakların büyük bir bölümü ABD kredileri ve bağışlardan oluşmuştur. Bu süreçte Marshall planı kapsamında ekonomik yardım ve Truman Doktrini

kapsamında da askeri yardım alınmıştır. O yıllarda yurtiçinde uygulanan politikaların yarattığı ekonomik belirsizlik ortamı, bürokrasi ve kambiyo kısıtlamaları, özel sermaye girişinin düşük gerçekleşmesine neden olmuştur.

1973 yılının sonlarında yaşanan petrol şokları ve 1974 Kıbrıs Barış Harekâtı'nı izleyen ambargo, 1970'li yıllarda ekonomide başlayan olumlu gelişmeleri tersine çevirmiştir. 1973 yılında 484 Milyon ABD Doları fazla veren cari işlemler bilançosu, 1974-1979 yılları arasında büyük açıklar vermeye başlamıştır. Bu yıllarda yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle Türkiye ekonomisi 1979 yılında ekonomik bunalıma sürüklenmiş ve uluslararası sermaye Türkiye'yi terk etmeye başlamıştır.

Bu süreçte dünya ekonomisindeki gelişmelere bağlı olarak, Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi çalışmaları 1980'de "24 Ocak Ekonomik İstikrar Tedbirleri" ile yürütülen ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlatılmıştır. Bu tedbirlerin temel amacı, iç ve dış piyasada istikrar ve dengeyi gerçekleştirmek olmuştur. Bu sebeple hükümet iç piyasayı serbestleştirmek, fiyat kontrollerini kaldırmak, dış ticareti serbestleştirmek ve teşvik etmek, devalüasyonlar yapmak, mevzuata kolaylıklar getirmek yollarına başvurmuştur.

24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirlerini takip eden süreçte, sabit kur sisteminden serbest kur sistemine geçilmiş, faiz hadleri üzerindeki kontroller ve ulusal mali piyasaların gelişimi ile uluslararası piyasalara entegrasyonun sağlanması açısından sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu uygulamaları desteklemek için vergi avantajları sağlanmıştır.

1989 yılına gelindiğinde bu gelişmeler ışığındaki en önemli uygulama, 32 Sayılı Karar: Türk Parası'nın Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'da yapılan değişiklik ile sermaye hareketlerine sağlanan serbestlik olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ilgili 32 No.lu KHK, 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır.

1989 yılında Türkiye ekonomisi de finansal serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerine açılmıştır. Yatırımlar, kamu borçlarının finansmanı ve diğer kısa

vadeli krediler için gerekli tasarruflar, piyasalardan sağlanan sermaye hareketleri ile finanse edilme yoluna gidilmiştir. Yüksek faizler sonucu ülkeye yoğun miktarda spekülâtif amaçlı (sıcak para) sermaye girişleri olmuş ve cari açıklar kapatılmaya çalışılmıştır. Fakat herhangi bir olumsuzluk durumunda bu sermaye hızlı şekilde çıkış yapmış ve birkaç yılda bir tekrarlanan krizlere neden olmuştur. Ayrıca aşırı değerli Türk Lirası, ithal mallarını göreceli olarak ucuzlattığından, bunlara yönelik tüketim ve yatırım talebi artmış ve böylece cari denge daha da bozulmuştur. Aynı şekilde Türkiye'nin ithalatının büyük bir bölümünün ara mallarından oluşması, büyümeyle birlikte yatırımların artmasıyla ara mallarına olan talebi daha da arttırmış ve bu da cari açığın daha da büyümesine neden olmuştur. Türkiye'de de iç tasarrufların yetersiz olmasından dolayı dış kaynaklara başvurulması zorunluluk haline gelmiş ve dış borçlarda aşırı artış yaşanmıştır.

Sonuç olarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinde giriş yaşandığı yıllar ekonomimizin büyüdüğü, dış ticaret açığının arttığı ve ulusal paranın değerlendirildiği gözlenmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin iyi yönetilemediği, finansal ve siyasi istikrarsızlıkların yaşandığı yıllarda ise kısa vadeli sermaye hareketlerinde çıkışlar yaşanmış ve bu durum finansal krizlere neden olmuştur. Bu nedenle bu tezde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide yarattığı yapısal etkilerini ve kırılma ilişkisi çerçevesinde Türkiye'nin kısa vadeli sermaye hareketleri ile nasıl bir imtihan vermekte olduğunu ortaya çıkarmak amaçlanmaktadır.

Bu amaç doğrultusunda çalışmanın birinci bölümünde; uluslararası sermaye hareketleri, yabancı sermaye girişi ve dış borçlanmayla gerçekleştirildiğinden dış borçlar kavramsal ve teorik çerçeve altında anlatılmıştır. Bazı uluslararası kuruluşlar tarafından belirlenen dış borç tanımı verilerek gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler tarafından dış borçlanma nedenlerinden bahsedilmiştir. Teorik çerçevede ise Dünya Bankası ve IMF tarafından dış borç değerlendirmeleri için toplam dış borç / GSMH, toplam dış borç stoku / ihracat, toplam dış borç servisi / ihracat, toplam dış borç faiz servisi / ihracat gibi dış borçlanmada kullanılan bazı oranlara yer verilmiştir. Bu kuruluşlar tarafından belirlenen kriterler çerçevesinde ağır dış borç yükü kavramına değinilmiştir. Bu

bölümün sonunda da kalkınma amacıyla ihtiyaç duyulan kaynak miktarının belirlenmesinde kullanılan çeşitli yöntemlere yer verilmiştir.

İkinci bölümde uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı, gelişimi, Washington Uzlaşması altındaki uyum politikaları ve uluslararası sermaye hareketlerinin türleri belirtilmiştir. Daha sonra da kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilgili spekülasyon sermaye, sıcak para ve carry trade gibi bazı kavramlara yer verilerek, bunların ekonomide yarattığı etkilere değinilmiştir. Bu kapsamda kısa vadeli sermayenin kırılganlık ilişkisi çerçevesinde yol açmış olduğu gelişmekte olan bazı ülkelerdeki krizlere yer verilmiştir.

Son bölümde ise Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi; ekonomik, sosyal ve siyasi gelişmeler ışığında incelenmiş olup sermaye hareketlerinin GOÜ'lerden biri olan Türkiye ekonomisindeki yeri hakkında bilgi verilmiş ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide yarattığı etkilere değinilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu 1994 Nisan krizi, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri makroekonomik göstergelerle ele alınmıştır. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'nin mevcut ekonomik durumuna etkilerine (ithalat, büyüme, GSYH, cari işlemler dengesi, faiz oranları, döviz kuru, kısa vadeli dış borçlar / MB döviz rezervleri vs. açısından) yer verilmiştir. Son olarak Türkiye, bu kırılganlık göstergeleri çerçevesinde kendinin de içerisinde olduğu Kırılgan Beşli olarak tabir edilen ülkelerle mukayese edilmiştir.

Kısa vadeli finansman ve kriz ilişkisini irdeleyen bu tez çalışmasında ulaşılan sonuçlar ve politika önermeleri ise çalışmanın sonuç bölümünde ele alınmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### DIŞ BORÇLAR İLE İLGİLİ KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

Bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli bir yer tutan dış borçlardan bahsedilecek olup dış borçlarla ilgili kavramsal ve teorik çerçeve anlatılacaktır.

#### 1.1. DIŞ BORÇLAR İLE İLGİLİ KAVRAMSAL ÇERÇEVE

##### 1.1.1. Dış Borç ve Dış Yardım Tanımı

Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), Dünya Bankası (WB) ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından 1984 yılında kurulan Uluslararası Çalışma Grubu genel bir dış borç tanımı yapmıştır (Klein, 1994: 56). Brüt dış borçlar, belirli bir anda ülke yerleşiklerinin, yerleşik olmayan kişilerden sözleşmeye bağlı olarak sağladıkları ve söz konusu kişilere, geri ödenmemiş tutarlar üzerinden yapmak zorunda oldukları anapara ve/veya faiz ödemeleri toplamıdır. Brüt dış borçlar, yükümlülüklerin toplamı olup net dış borçlar ise varlıklardan yükümlülüklerin çıkarılması sonucu elde edilen miktardır (Bilginoğlu ve Aysu, 2008: 3).

Dış borçların daha farklı tanımları da bulunmaktadır:

Dış borç; bir ülkenin belli bir süre sonunda anapara ve faizini geri ödemek koşuluyla yabancı ülkelere sağladığı kaynaklar olup devlet, tahvilini yabancı sermaye piyasasına ihraç edip karşılığında yabancı para alıyorsa bu borçlanma, dış borçlanmadır. Dış borçların borç faiz ödemeleri ise döviz ile gerçekleştirilmektedir (Bilge, 2012: 36).

Dış borçlar, bir ülkenin belirli bir süre sonunda anapara ve faizi ile geri ödenmek şartıyla yabancı ülkelere sağladıkları kaynaklar olarak tanımlanabilir. Bu borçlar alındıkları zaman ülkeye yabancı kaynak girişine yol açtığı için ekonomi üzerinde olumlu etki yaratmakta, anapara ve faiz ödemeleri yapıldığında ise dışarıya kaynak transferi söz konusu olacağından olumsuz etkiye neden olmaktadır (Ulusoy, 2004: 50).

Diğer yandan dış yardım geniş anlamda, gelişmiş ülkelerin ekonomik ve sosyal kalkınmalarını desteklemek amacıyla az gelişmiş ülkelere sağladıkları uzun vadeli sermaye akımları olarak ifade edilmektedir. Dar anlamda ise piyasadaki cari faiz hadlerinden düşük seviyede verilen kredilerdir.

Kavram olarak uygulamada dış borçlar ve dış yardımların karıştığı ve kesin bir şekilde ayrılmadığı, çoğu zaman dış kredilerin de bir dış yardım olarak telaffuz edildiği görülmektedir.

### **1.1.2. Kamu Borcu ve Özel Borç Ayrımı**

Özel ve kamu borcu tanımlamasında birçok farklı görüş olduğu dikkat çekmektedir. Bir görüşte; kamu borçları özel borçlardan farklı, diğer bir görüşte ise özel ve kamu borçları konusu benzerlik taşımaktadır.

Kamu borçlanmasının özel borçlanmadan ayrılan yönleri şu şekilde özetlenebilir (Açba, 1991: 4-5; Ulusoy, 2004: 11-13):

- Kamu borçlanması, kamu hizmetlerinin karşılanması amacıyla yapılır. Borçlu kamu tüzel kişiliğine sahip devlet ya da diğer kamu kuruluşlarıdır. Kamu hizmetlerinin karşılanmasında kârlılık ve maliyet gibi unsurlar arka plandadır. Özel kesim borçlanmalarında ise kâr amacı ön plandadır ve borçlanmanın yararı kamunun değil bireyin ya da tüzel kişiliğindedir.
- Özel borçlar daha çok kısa vadeli ve faiz oranları yüksektir. Kamu borçları ise daha uzun vadeli ve nispeten düşük faizli olup geri ödemesiz dönemleri de içerebilir.
- Özel borç alan kişi veya kurumun borcunu ödemekten kaçınması söz konusu değilken, devlet sahip olduğu siyasi ve idari otoriteyi kullanarak borcunu belli bir süre için ödemeyeceğini (moratoryum) ilan edebilir.
- Kamu borçlanması isteğe bağlı olabildiği gibi zorunlu olarak da yapılabilir. Özel borçlanmada zorlama unsuru söz konusu değildir.

### **1.1.3. Dış Borç Stoku**

Dış borç stoku, kamu sektörünün dış borçları, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın (TCMB) ve özel sektörün de dış borçları toplamından elde edilmekte olup net dış borç stoku ise toplam kamu dış borç miktarından TCMB,

bankalar ile bankacılık sektörünün çıkarılması sonucu elde edilmektedir (Koçak, 2009: 77).

#### **1.1.4. Dış Borçlanma Nedenleri**

Günümüzde, dış borçlanma hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) açısından çok önem taşımaktadır. Dış borçlanma ülkeye büyük faydalar sağlayacak yatırım projelerinin uygulamaya geçirilmesinde önemli bir unsur olup borçlanılan yılda ülkenin harcama imkânlarını arttırdığından bunun yatırım kapasitesini de arttıracığı bilinmektedir.

Dünyada kaynakların ülkeler arasındaki dengesiz dağılımı, ülkeler arası gelişmişlik farkları ve gelişen uluslararası ilişkiler nedeniyle az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin iç kaynakları yetersiz kalmıştır. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerin hedefledikleri büyüme hızına erişebilmesinde önemli bir engel olan iç tasarruflarının yetersiz olması, yatırımların finanse edilmesinde zorluklar yaşanmasına neden olmakta ve bu ülkeleri sürekli olarak bir finansman sıkıntısı içerisinde bırakmaktadır. Devlet vergi oranlarını arttırarak ya da yeni vergiler koyarak kamu faaliyetlerinin finansmanını sağlayabilecek konumdadır. Ancak otoriteler, mevcut durumlarının etkilenmemesi amacıyla, finansman kaynağı olarak çoğunlukla dış borçlanmayı tercih etmektedir (Şeker, 2006: 80-81).

Gelişmekte olan ülkelere ihracat gelirlerinin düşük olması nedeniyle ülkede döviz kıtlığı yaşanmaktadır. Bu nedenle az gelişmiş ya da GOÜ'ler sözü edilen engelleri aşarak, hedefledikleri büyüme hızına erişebilmek amacıyla dış borçlanma yolunu tercih etmektedir (Bilginoğlu ve Aysu, 2008: 1).

Genel olarak devletler:

- Ülkedeki sermaye piyasasının gelişmemiş olmasından dolayı iç borçlanmaya gidilememesi halinde,
- Ekonomik kalkınma sürecinin başlatılması ve sürdürülmesinde etkili olan büyük ölçekli yatırımların finansmanı için,
- Hammadde, ara ve yatırım mallarının ithalatı için gerekli olan döviz ihtiyacının karşılanmasında,
- Ödemeler dengesindeki açıkların giderilmesi için,

- Olağanüstü durumlardan (doğal afet, savaş, kriz dönemleri vb.) kaynaklanan harcamaların bütçe imkânlarıyla karşılanmaması durumunda,
- Artan savunma harcamalarının finansmanı için,
- Kronikleşen bütçe açıklarının finanse edilmesinde,
- Fiyat istikrarının sağlanması için,
- Vadesi gelmiş borçların ödenmesinde,

dış borçlanmaya başvurmakta dırlar (Ulusoy, 2004: 21-22; Erol, 1992: 19-20; İnce, 2001: 14-32; Bilginoğlu ve Aysu, 2008: 3-4).

#### **1.1.4.1. Gelişmiş Ülkeler Açısından Nedenleri**

Gelişmiş ölkelerde ekonomik dengenin sağlanması ve korunması önemli bir sorun olup bu ölkelerin ürettikleri sanayi mallarını satabilecekleri pazarlara ve ihtiyaç duydukları hammadde kaynaklarına ulaşabilmeleri gerekmektedir. Bu anlamda dış borçlanma bu ölkeler için etkili olmaktadır (Işık v.d., 2005: 4-5).

Gelişmiş ölkeler ekonomik sorunları olan ölkelerin, kendi çıkarlarına yaramayacağı düşüncesiyle GOÜ'lerin ekonomik yapılarına olumlu etkilerde bulunarak kendilerine yeni pazar alanları yaratmak istemektedirler.

Hammadde ihracatçısı durumunda olan GOÜ'ler aldıkları borcu yine borçla kapatmaktadırlar. Hammaddelerin en büyük alıcısı konumunda olan gelişmiş ölkeler ise hammadde fiyatlarının belirlenmesinde söz sahibidir. Bu durum GOÜ'leri gelişmiş ölkelere bağımlı hale getirmektedir. Gelişmiş ölkeler, borç verme sonucu ihracatlarını artıracığından da GOÜ'lere borç verme konusunda isteklilerdir.

GOÜ'lerde sermaye kıt olduğundan, sermayenin marjinal verimliliği nispi anlamda yüksektir. Zamanla kullanım miktarı artan sermayenin marjinal verimliliği düşmeye başlar. Dolayısıyla sermayenin marjinal verimliliğinin diğer ölkelerle eşitlendiği noktaya kadar yurt içi yatırımlar devam edecektir. Bu noktadan sonra marjinal verimliliğinin nispi olarak yüksek olduğu ölkelere doğru sermaye hareketi başlayacaktır. Böylelikle GOÜ'ler sermayeye nispeten yüksek oranda sahip oldukları üretim faktörlerini dışarıdan gelen sermaye faktörü ile



birleştirip verimli yatırımlara dönüştürebilmektedir. Netice itibariyle oluşturulan bu finansman ağı, iç tasarrufu iç yatırımının üzerinde olan sanayileşmiş ölkelere, tasarruf fazlalarını GOÜ'lere transfer etme şeklinde değerlendirme yolunu açarken; GOÜ'lere de yatırımlarını iç tasarruflarının üzerine çıkarma olanağı tanımaktadır (Yılmaz, 1992: 13).

Diğer yandan her dış borcun verilif nedeninin altında politik nedenler önemli bir rol oynamaktadır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra dünya genelinde soğuk savaşlar olmaya başlamış ve gelişmiş ölkeler kendi siyasi hedefleri için GOÜ'lere yardım yapmaya çalışmışlardır. Bu amaçla gelişmiş ölkeler yaptıkları yardımlarla, GOÜ'leri kendi saflarına çekmek istemişlerdir. Diğer nedenleri ise kültürel, tarihi, insani ve ahlaki nedenler olarak belirtmek mümkündür.

#### **1.1.4.2. Gelişmekte Olan Ölkeler Açısından Nedenleri**

İkinci Dünya Savaşı sonrasında başlayan ve GOÜ'lerde görölen kalkınma çabaları bu ölkeleri hâlâ istedikleri konuma getirmemiştir. Söz konusu ölkelerin mevcut yapısal sorunları ve bu sorunları aşma konusunda karşılaştıkları güçlükler dünya genelinde hâlâ tartışma konusudur. Dolayısıyla bu ölkelerin kalkınmalarının finansmanı sorunu yıllardan beri çeşitli boyutlarıyla gündeme gelmiştir. Özellikle 1970 sonrasında günümüze kadar GOÜ'lerde küreselleşmenin etkisiyle birçok değişme ve gelişme yaşanmıştır. Bu ölkelerde milli gelir seviyesi yükselmiş ve yaşam standartlarında önemli iyileşmeler görölmüştür. Ancak bu gelişmelere rağmen, söz konusu ölkelerin ekonomik sorunlarının azalmak yerine arttığı ve dış kaynaklara daha bağımlı hale geldikleri görölmektedir.

GOÜ'lerin dış kaynaklara başvurmasındaki temel nedenler, tasarruf yetersizliği ve dış ticaret açığı olarak belirtilebilir (Evgin, 2000: 2).

##### **1.1.4.2.1. Tasarruf Yetersizliği**

Ragnar Nurkse'ye göre (1964), az gelişmiş ve gelişmekte olan ölkelerde kişi başına düşen milli gelirin düşük olması, bu ölkelerde tasarruf yetersizliğine dolayısıyla gerekli yatırımların yapılamamasına neden olmaktadır. Yatırım

yapılamaması bu ülkelerde verimliliğin ve gelir seviyesinin düşük olmasına yol açarak ekonomide kısır döngü yaratmaktadır (Erbay ve Özden, 2013: 12).

Gelir seviyelerinin yetersiz olması nedeniyle GOÜ'ler toplam harcamalarını; genel refah artışı, istihdam olanağı, servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi, alt yapı ve insan gücü kaynaklarının geliştirilmesi gibi kalkınmaya yönelik amaçlar yerine, birincil ihtiyaçlar üzerinde yoğunlaşmaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde hedeflenen kalkınma hızının gerçekleştirilebilmesi için mevcut yatırımların artırılması, dolayısıyla Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) içinde yatırımların payının artırılması gerekmektedir. Yatırımların kaynağını tasarruflar oluşturduğundan, tasarruf miktarı yatırımların miktarını belirleyici fonksiyon üstlenmektedir. Ancak, söz konusu ülkelerde kişi başına düşen milli gelirin düşük olması, marjinal tüketim eğilimine bağlı olarak, gelirden tasarruflara ayrılan miktarın da az olmasına neden olmaktadır. Nüfus artışı ve tüketim artışı bu ülkelerde iç tasarrufların yetersizliği sorununu ortaya çıkarmaktadır.

Ayrıca, GOÜ'lerde kamu harcamalarının yüksek seviyelerde olması ve kamusal tasarrufların da düşük seviyede bulunması sermaye birikimini olumsuz yönde etkilemektedir. Böylece hem kişisel hem de kamusal tasarrufların azlığı, toplamda tasarruf miktarının az olması sonucunu doğurmakta ve bu zincirleme etkiler bir kısır döngü oluşturmaktadır (Nemli, 1984: 200).

Sonuç olarak GOÜ'lerde toplam tasarruf hacmi az olduğundan yatırımlar az olmakta bu da üretim miktarı ve milli gelirin az olması sonucunu doğurmaktadır. Diğer yandan milli gelir az olduğu için tasarruf hacmi az olmaktadır. Belirtilen kısır döngünün kırılması için dış kaynaklara başvurmak zorunlu hale gelmektedir.

Tasarruf yetersizliği nedeniyle dış kaynak ihtiyacının ortaya çıkması tasarruf yatırım eşitliği denkleminde yola çıkılarak basit bir formülle açıklanmaktadır (Pekin, 1993: 173-174).

$$I - S = M - X, I = S + (M - X) \quad (1)$$

Bu eşitlikte I yatırımları, S yurtiçi tasarrufları, M mal ve hizmet ithalatını, X ise ihracatı simgelemektedir. Eşitlik, milli gelir dengesini ifade etmektedir. Eğer,

gelişmekte olan ülkelerde sanayileşme çabaları sonucunda yatırımlar yurtiçi tasarrufları aşarsa ( $I > S$ ) bir tasarruf açığı oluşmaktadır. Bu durumda, yatırımların, yurtiçi tasarruflarla karşılanamadığı anlaşılır. Bu aşamada, yatırımların dış kaynaklar yoluyla finanse edilmesi zorunlu olmaktadır. Böylece sağlanan dış kaynaklar ithalat fazlasını oluşturacak ( $M > X$ ) ve oluşan dış ticaret açığı kapatılarak denge korunabilecektir.

#### **1.1.4.2.2. Dış Ticaret Açığı**

GOÜ'lerde kalkınmanın finansmanında iç tasarruf yetersizliği dışında dış ticaret açıkları nedeniyle dış borçlanmaya gidildiği görülmektedir.

Dış ticaret dengesi ithalat ve ihracat arasındaki ilişkiyi kapsamaktadır. İhracatın ithalattan fazla olması durumunda dış ticaret fazlasından, ihracatın ithalattan az olması durumunda ise dış ticaret açığından bahsedilmektedir. GOÜ'lerde ihracat miktarlarının ithalat miktarından daha az olması dış ticaret dengesini ithalat yönünde bozarak dış ticaret açıklarına neden olmaktadır. Bu ülkelerde kalkınma hızının artırılmasına yönelik harcama genişletici politikalar ithalat miktarını artırarak dış ticaret açıklarının büyümesine etki etmekte ve bu durumda ihracat yoluyla elde edilecek döviz gelirleri ithalat için gerekli döviz ihtiyacını karşılamadığı için döviz yetersizliği sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu sorun, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda karşılaşılan en önemli sorunlardan biridir (Seyidoğlu, 2009: 639). Çünkü, kalkınma hızının artırılması, yatırım malları ve ara mallarının ithal edilmesine bağlıdır. Ancak, bu ülkeler döviz yetersizliği nedeniyle ithalat için gerekli finansmanı sağlayamamaktadır. Bu durumda ithalatın finansmanında dış kaynaklara başvurmak zorunlu hale gelmektedir.

#### **1.1.4.2.3. Diğer Nedenler**

GOÜ'lerin dış borçlanmasındaki diğer nedenler ise bütçe açıklarının giderilmesi, savunma harcamalarının finansmanı, ekonomik istikrarın sağlanması ve korunması, büyük ölçekli yatırımların finansmanı, sanayileşme için gerekli girdilerin ve teknik bilginin finansmanı, dış borçların refinansmanı ve olağanüstü

harcamaların (doğal afetler, savaş vb.) finansmanı şeklindedir (Evgin, 2000: 1-2; Bal, 2001: 22, Pirimoğlu, 1982: 42; Eker, 1994: 12).

## **1.2. DIŞ BORÇLARA İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE**

### **1.2.1. Dış Borçluluk Düzeyini Ölçmede Kullanılan Bazı Oranlar**

GOÜ'lerde dış borçların büyük boyutlara ulaşması bir takım dış borç göstergelerini gündeme getirmiştir. Gerek borç veren gerekse alan taraf açısından değişik dış borç rasyoları kullanılmaktadır. Bu rasyolar, borç veren taraf bakımından borç verilecek ülkenin güvenilirliğini ve borcu geri ödeyebilme kapasitesini göstermesinden dolayı önemlidir. Borçlanan taraf bakımından ise bu rasyolar, dış borcun etkin bir şekilde kullanılması ve borç ödeyebilme kapasitesinin daha iyi analiz edilmesine ve buna göre alternatif politikaların oluşturulmasına yardımcı olmaktadır.

Dünya Bankası ve IMF tarafından dış borç değerlendirmeleri için toplam dış borç / GSMH, toplam dış borç stoku / ihracat, toplam dış borç servisi / ihracat, toplam dış borç faiz servisi / ihracat gibi bazı göstergeler kullanılmaktadır. Bu oranlardaki değerlere göre ülkenin borçluluk yapısı incelenerek borçluluk sınırı belirlenmekte ve risk unsuru taşıyıp taşımadığı değerlendirilmektedir (Ülgen, 2005: 27). Diğer yandan dış borç ya da dış kaynak bulmada bakılması gereken diğer oran ise cari işlemler açığı / GSMH oranıdır.

#### **1.2.1.1. Toplam Dış Borç Stoku / GSMH:**

Bu oran ülkelerin dış borçluluk durumunun incelenmesinde kullanılmaktadır. Ayrıca, bu oran, ülkenin yarattığı toplam katma değer dış borçları karşılama oranını ya da dış borç stokunun ulusal gelire kıyasla ulaştığı büyüklüğü gösterir (Gedikli, 1997: 24).

Dünya Bankası ve IMF'ye göre bir ülkenin bu oranı %30-50 arasında ise ülke orta derecede borçlu, %50'yi aşması durumunda ise çok borçlu olarak kabul edilmektedir (Evgin, 1996: 77).

### **1.2.1.2. Toplam Dış Borç Stoku / İhracat:**

Bu oran, bir ülkenin borçluluk durumunu ve dış borç ödeme kapasitesini gösteren ve ihracat gelirlerinin toplam borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkileri hakkında bilgi edinmek için kullanılan bir ölçüttür (Söyler, 2001: 20).

Dünya Bankası'nın bu oran için belirlediği kritik seviye %275'tir. Oranın bu kritik seviyeyi geçmesi halinde o ülkenin çok borçlu olduğu, oranın %165-275 arasında olması halinde ülkenin orta derecede borçlu olduğu kabul edilmektedir. Bu oranın yükselmesi, borçlu ülkeler açısından olumsuz, küçülmesi ise olumlu bir gelişme olarak değerlendirilir (Evgin, 2000: 59).

### **1.2.1.3. Toplam Dış Borç Servisi / İhracat**

Dış borç karşılama oranı olarak da adlandırılan bu oran, daha çok ülke ihracat gelirleri cinsinden belirtilmektedir. Bu oran dış borçlanma dahil ülke ve uluslararası likidite sorunlarının analizinde önemli rol oynar (Söyler, 2001: 22).

Bu oran, %18–30 arasında ise o ülke orta derecede borçlu, %30' u aşması durumunda ise çok borçlu olarak kabul edilmektedir (Evgin, 2000: 59).

Bu oranın düşmesi ödemeler dengesinde iyileşme olduğunu göstermekte olup yükselmesi ise dış borç yükümlülüklerinin yerine getirmesini zorlaştırmaktadır (Opuş, 2002: 189).

### **1.2.1.4. Toplam Dış Borç Servisi / GSMH**

Bu oran, dış borçlanma yükünün önemli bir göstergesidir. Ayrıca GSMH'nın dış borcun anapara ve faizlerini ödeme kapasitesini gösteren bu oran, ülkenin yerel kaynaklarıyla elde ettiği gelirle ne kadar kendi kendine yeterli olduğunu belirlemede kullanılmaktadır. Bu kritere göre, dış borç sınırının aşılması için bu oranın GSMH'nın büyüme oranından küçük olması gerekmektedir (Opuş, 2002: 189).

### **1.2.1.5. Faiz Servisi / İhracat**

Maliyet veya çok borçluluğun ölçülmesinde kullanılan bu oran ülke ihracat gelirlerinin ne oranda yıllık dış borç faiz ödemelerinde kullanıldığını gösterir. Bu

oran, %12–20 arasında ise o ülke orta derecede kabul edilmekte, %20'yi aşması durumunda ise çok borçluluk başlamaktadır (Evgin, 2000: 60).

#### **1.2.1.6. Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku**

Uluslararası rezervler; altın, konvertibil dövizler, konvertibil kısa vadeli özel ve resmi alacak senetleri, bonolar, tahviller ile IMF nezdindeki özel çekme hakları (SDR) ve diğer çekme kolaylıklarıdır. Tüm bu brüt rezervlerden kısa vadeli borçlar çıkarıldığında net rezerv miktarı bulunmaktadır. Uluslararası net rezervlerin dış borç stokuna oranı, bir ülkenin dış borç ödeme kabiliyetini ve dış borcun maliyetini göstermektedir (Abit, 1999: 13).

Ülke ekonomisi açısından bu oranın yıllar itibariyle büyümesi olumlu, küçülmesi ise olumsuz bir gelişmedir (Karluk, 1999: 165).

Dolayısıyla bu kritere göre yıllar itibariyle bu oran küçülme gösteriyorsa dış borçlanmaya sınır getirilmelidir. Uluslararası rezervlerin büyük bir kısmının dış borçlardan oluşması, yabancı sermayedeki ani bir düşüş karşısında ülkenin ekonomik büyümesinde önemli rol oynayan sermaye mal ve hizmetlerinin ithal edilmesinde güçlüklerle karşılaşılmasına neden olabilecektir (Aktan, 1998: 361-362).

#### **1.2.1.7. Toplam Dış Borç Servisi / Toplam Döviz Gelirleri**

Bu oran bir ülkeye giren her türlü döviz gelirleri toplamının ne kadarının dış borç anapara ve faiz ödemelerinde kullanıldığını göstermektedir (Gedikli, 1997: 73). Oranın yüksek olması ülkeler açısından olumsuz, düşük olması ise olumlu karşılanır. Orandaki artışlar, genellikle dış borç vadelerinin kısaldığının ya da uluslararası piyasalardan kaynak elde etmenin zorlaştığının göstergesidir.

#### **1.2.1.8. Cari İşlemler / GSMH**

Bu oran bir ülkenin dış kaynaklara olan bağımlılığını göstermektedir. Bu oranın değerinin küçülmesi ülkenin dış kaynaklara olan bağımlılığının azaldığını, değer büyümeye ise dış kaynaklara olan bağımlılığın arttığını göstermektedir (Evgin, 2000: 60).

Dış borçluluk düzeyini ölçmede kullanılan bazı oranlara değindikten sonra gelişmekte olan ülkelerin 2013 yılında yayımlanan bazı dış borç göstergelerine bakmakta yarar vardır (tablo 1.1.).

Tablo 1.1. Gelişmekte Olan Ükelere İlişkin Bazı Dış Borç Göstergeleri

Milyar ABD Doları	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Toplam Dış Borç	2.270	2.244	2.390	2.813	3.034	3.286	3.737	4.154
Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç	1.867	1.780	1.853	2.142	2.353	2.562	2.769	3.011
Kısa Vadeli Dış Borç	402,6	463,9	538,1	671,3	681,5	724,9	967,8	1.143,7
Uluslararası Rezervler	1.623	2.341	2.951	4.154	5.006	5.429	6.248	7.149
<b>Dış Borç Göstergeleri (yüzde)</b>								
Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	17,74	20,67	22,51	24	22,46	22,06	25,90	27,53
Toplam Borç / İhracat	83,21	65,08	56,38	57,22	49,92	71,27	62,92	55,93
Borç Servisi / GSMH	1,427	1,407	1,373	1,241	1,110	0,988	0,830	0,825
Toplam Borç / GSMH	28,6	23,8	21,3	20,2	18,2	20,2	19,2	18,3
Borç Servisi / İhracat	11,2	10,1	9,8	8,8	7,7	9,9	8,2	7,3
Rezervler / Kısa Vadeli Borç	4,03	5,05	5,48	6,19	7,35	7,49	6,46	6,25
Cari İşlemler Dengesi / GSYH	2,24	3,71	4,83	3,73	3,48	1,38	1,47	1,59

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Göstergeler 2013; IMF, World Economic Outlook 2013a; World Bank, World Development Indicators 2013 ve World Bank International Debt Statistics, 2013 verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 1.1.'e bakıldığında 2011 yılında 4.154 Milyar ABD Doları olarak gerçekleşen toplam dış borçlarda genel olarak artış olduğunu söylemek mümkündür. Toplam dış borçların vadelerine bakıldığında orta, uzun ve kısa vadeli borçlarda da artış olduğu görülmektedir. Aynı artışın uluslararası rezervlerde de gerçekleştiğini görmek mümkündür. 2004 yılında 1.623 Milyar ABD Doları olan uluslararası rezervler 2011 yılına gelindiğinde 7.149 Milyar ABD Doları olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerin dış borç göstergelerine yüzde olarak baktığımızda; toplam borçlarda kısa vadeli dış borçların payının oldukça arttığı, 2004 yılında %17,74 olan bu oranın 2011 yılında %27,53 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Dış borcun milli gelir içindeki payında, toplam borç / ihracat ve borç servisi / ihracatta ise 2009 yılı hariç diğer yıllarda düşüş olduğu; borç servisi / GMMH'de azalış olduğu görülmektedir. Ülkeleri ayrı ayrı değerlendirmek daha sağlıklı olmakla birlikte genelleme yapıldığında GOÜ'lerin 2011 yılı bazı dış borçluluk oranına bakıldığında; %18,3 olan toplam dış borç / GSMH'ya göre ve %7,3 olan borç servisi / ihracat oranına göre az borçlu ülkeler olduğu değerlendirilebilir. Diğer yandan 2004 yılına göre 2011 yılında; cari işlemler / GSMH oranının %1,59 oranla küçüldüğünü, bununla da ülkelerin dış kaynaklara olan bağımlılığının azaldığını söylemek mümkündür.

### **1.2.2. Ağır Dış Borç Yüğü**

Ağır ya da yüksek borçlu fakir ülkeler (Heavily Indebted Poor Countries - HIPC) için, 1996'da G-7 ülkelerinin hükümet başkanlarının katılımıyla ağır borçlu yoksul ülkelerin borçlarına yönelik olarak HIPC Girişimi adı altında düzenlemede bulunulmuştur. Borçluluk düzeyinin yüksek olması nedeniyle bu ülkelerin karşılaştıkları yüksek borcu çevirebilme sorununun dışında, ekonomik büyüme ve fakirliği azaltma amaçları, giderek derinleşen borçluluğa bağlı temel ekonomik sorunlar haline gelmiştir. Bu girişimle, borcun sürdürülebilir düzeye getirilmesi amaçlanmıştır (Seyidoğlu, 2009: 558).

Özellikle 1980'lerden sonra yaşanan süreçte, HIPC'nin kökeninde, dünyada gelişmekte olan ülkeler ile az gelişmiş ülkelerin önemli bir borç sorunu ve bu soruna çözüm arayışı yatmaktadır. Bu dönem, ilk olarak 1982'de Meksika'da yaşanan ve daha sonra dalga halinde diğer gelişmiş ülke dışındaki ekonomileri vururken; sürecin süreklilik arz ettiği ve ülke ekonomilerinin güven tesis etmediği durumu tanımlamak üzere "borçlu ekonomiler" kavramı kullanılırken; sürdürülemez borç sorunun üçüncü dünya ülkeleri için tanımlamasında da "HIPC" kavramı kullanılmıştır (Emsen vd., 2008: 49).

1990'lı yıllarda, GOÜ'lere yönelik aşırı spekülâtif sermaye girişleri ile birlikte bu ülkelerin dış borçları daha da artmıştır. Bu dönemde fon girişlerinin yarattığı olgu ulusal tasarrufların bir kısmının borç faizi ödemeleri amacıyla yurtdışına kaynak transferi için kullanılması, dolayısıyla yatırımlara ayrılacak kaynakların kısılması şeklinde olmuştur (Yentürk, 2003: 470-471).



Az gelişmiş ülkelerin dış borç sorunlarının ortaya çıkmasında etkili olan birçok etken bulunmaktadır. Bunlar, ülkeden ülkeye değişebildikleri için genelleme yapmak güçtür. Ancak önemli bazılarını belirtmekte yarar vardır (Seyidoğlu, 2009: 556-558):

- a. *Petrol fiyatlarındaki artışlar: 1973-74, 1979-81 ve 2005-2008 dönemlerinde petrol fiyatlarında ortaya çıkan hızlı artışlar, ithalatçı ülkelerde petrol faturalarının finansmanı için dış borçlanmaya olan ihtiyacı arttırmıştır.*
- b. *Gelişmiş ülkelerde yaşanan durgunluk: Petrol krizlerine bağlı olarak sanayileşmiş ülkelerde uygulanan anti enflasyonist politikaların yol açtığı resesyon, az gelişmiş ülkelere yapılan ithalatı azaltarak döviz gelirlerini düşürmüştür.*
- c. *Reel faizlerdeki artışlar: 1970'lerde reel faizlerin düşük, hatta negatif (gerçekleşen enflasyonun beklenen enflasyondan yüksek) olması, ödünç alımları özendirmiştir. Oysa, 1980'lerde sanayileşmiş ülkelerde enflasyon oranlarındaki hızlı düşüşler reel faiz oranını yükseltmiştir.*
- d. *İlkel tarım ürünleri fiyatlarının düşmesi: 1980'lerin sonlarında ilkel tarım ürünü ve ham madde fiyatları hızla düşmüştür. 1990 başlarında bu ürünlerin fiyatında bir artış görülmüşse de kısa süre sonra yeniden önemli düşüşler yaşanmıştır.*
- e. *Az gelişmiş ülkelerde uygulanan iç tüketime yönelik politikalar: Alınan dış borçlar çoğu ülkede yatırımların değil, yabancı tüketim mallarının finansmanında kullanılmıştır. Bu ülkelerde hükümet bütçesinde görülen büyük açıklar ve uygulanan genişletici para politikaları dış borçların geri ödenmesini güçleştirmiş ve açıkların finansmanı için yeniden borçlanmayı zorunlu duruma getirmiştir.*
- f. *Az gelişmiş ülkelerde hazırlıksız başlatılan mali liberalleşme hareketleri: Gerekli koşullar sağlanmadan mali piyasalar üzerindeki hükümet kısıtlamalarının kaldırılması, bankaları ve öteki kuruluşları gerekli titizliği göstermeden dış piyasalardan borçlanmaya yöneltmiş, karşılaşılan mali krizler nedeniyle de bu borçlar geri ödenememiştir.*

Diğer yadnan, HIPC ekonomilerinin ortak özelliklerine bakıldığında GSYH'sının düşük olması ve dış borcun GSYH içindeki payının yüksek olması dikkat çekmektedir. Ayrıca, yüksek cari işlemler bilançosu açıklarının sürdürülemez boyutlara ulaşmış olması, kamu bütçesi açıkları ve yüksek faizler, HIPC ekonomilerinin diğer özelliğidir (Emsen vd., 2008: 54).

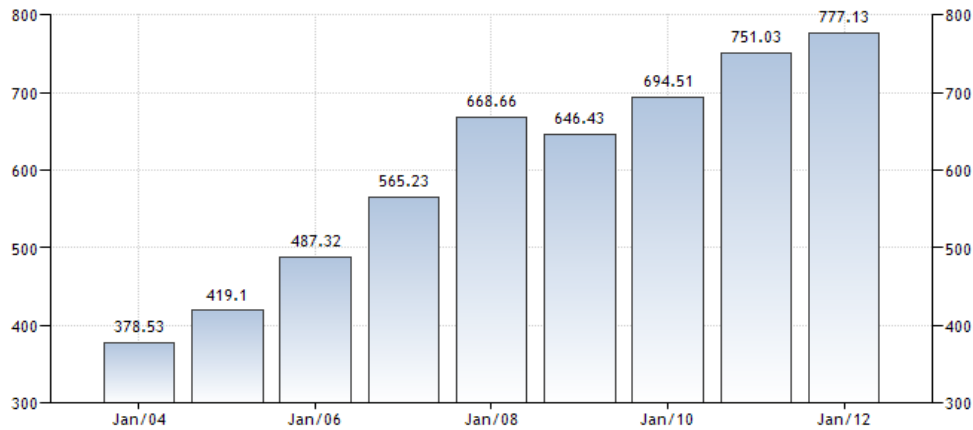
Bu faktörlerin varlığı, ülke güvenilirliğini azalmasının, dolayısıyla borçlanmanın maliyetini ifade eden yüksek faiz oranlarının doğmasının sebepleri olarak kırılganlığı arttırmaktadır. Yüksek faize bağlı olarak ortaya çıkan yoğun spekülasyon sermaye girişi, gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi harcamaları artırarak iç talebi yükseltmektedir (Yentürk, 2003: 483).

Ekonomik faktörlerin yanı sıra HIPC konumundaki ülkelerin diğer bir önemli sorunu da politik istikrarsızlığın gelir seviyesinde düşüşler yaratması ya da ekonomik istikrarsızlığa sebebiyet vermesi ve politik istikrarsızlıktan dolayı yüksek olan borçlanma faizlerinin olduğu söylenmektedir (Emsen vd., 2008: 55 ).

Sonuç olarak, IMF 2013 verilerine göre 35 ülke (Afganistan, Benin, Bolivya, Burkina Faso, Burundi, Demokratik Kongo Cumhuriyeti, Etiyopya, Fildişi Sahilleri, Gambiya, Gana, Gine, Gine Bissau Cumhuriyeti, Guyana Kooperatif Cumhuriyeti, Haiti, Honduras, Kamerun, Komorlar, Kongo Cumhuriyeti, Liberya, Madagaskar, Malavi, Mali, Moritanya, Mozambik, Nijer, Nikaragua, Orta Afrika Cumhuriyeti, Ruanda, Sao Tome ve Principe, Senegal, Sierra Leone, Tanzania, Uganda, Togo, Zambiya) karar aşamasını tamamlamış olup (bu da borçların hafifletileceği anlamında), 3 ülke (Sudan, Somali, Eritre) ön karar aşamasında, 1 ülke (Çad) ise geçici konumdadır (IMF, 2013b). Dünya Bankası 2013 verilerine göre bu ülkelere Kırgızistan da eklenince toplam 40 ülke HIPC konumundadır.

HIPC ekonomilerinde ABD Doları cinsinden kişi başına düşen GSYH'sı aşağıdaki grafikte verilmektedir.

Grafik 1.1. HIPC Ekonomilerinde Kişi Başına GSYH (ABD Doları)



Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/heavily-indebted-poor-countries-hipc/gdp-per-capita-us-dollar-wb-data.html> (Erişim: 20.02.2013).

Grafik 1.1.'e göre HIPC ekonomilerinin kişi başına GSYH'sı 2012 yılında 2004 yılına göre %205.3 artış göstererek 773.13 ABD Doları olarak gerçekleşse de çok küçük miktardadır.

### 1.2.3. Dış Kaynak İhtiyacını Belirleme Yöntemleri

Gelişmekte olan ülkelerde kalkınmanın finansmanı için dış kaynaklara başvurulduğunu daha önce belirtmiştik. Kalkınma amacıyla ihtiyaç duyulan kaynak miktarının belirlenmesinde ise aşağıda belirtilen yöntemler kullanılmaktadır.

#### 1.2.3.1. Tasarruf - Yatırım Açığı Yöntemi

Bu yöntemle göre, ekonomik kalkınma sermaye birikimiyle orantılı olmalıdır. Bu durumda, mevcut sermaye birikimine dışarıdan bir ilaveyle gelirin artırılmasının sağlanması ve dolayısıyla dış kaynakların ekonomik büyümeyi hızlandırması esası, modelin dayandığı temel kriterdir (Dikeç, 1984: 13).

Harrod-Domar modeli olarak da bilinen bu yöntem, özellikle planlı kalkınma uygulayan ülkelerde dış kaynak ihtiyacının tespitinde yaygın olarak kullanılmakta ve en basit şekliyle,

$$dY = (1/k) \times I$$

(2)

olarak ifade edilmektedir. Formülde  $dY$ , büyüme hızını,  $I$  yatırım oranını,  $k$  de sermaye / hasıla katsayısını, yani bir birim çıktı için gerekli yatırım miktarını ifade eder. Örneğin sermaye / hasıla katsayısının 6 olduğu kabul edilirse, bu bir birimlik üretim artışı sağlamak için altı birimlik yatırım yapılması gerektiğini ortaya koyar (Seyidoğlu, 2009: 639).

### **1.2.3.2. Ödemeler Dengesi Açığı Yöntemi**

Bu yöntemde dış kaynak ya da dış borçlanma ihtiyacını, ihracat ve ithalat düzeyleri belirlemektedir. Bilindiği gibi ithalata harcanan giderlerin ihracattan elde edilen gelir miktarını aşması durumunda döviz açığı meydana geldiğinden bu açığın giderilmesinde dış kaynaklara başvurulacaktır. Bu farktan daha fazla dış kaynağa başvurulması, alınan borcun verimli alanlarda kullanılmadığının ve ülkenin ödeme gücünün zayıfladığını göstermektedir.

Özellikle Latin Amerika'da borç krizinden sonra önem kazanmaya başlayan bu ölçüt, bir ülkenin dış borç düzeyinde bir yılda ortaya çıkan artış ya da azalış ile o ülkenin ödemeler dengesi hesaplarının cari işlemler kısmındaki açık veya fazlalık arasında yakın bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır (Evgin, 2000: 10).

### **1.2.3.3. İkili Açık Yöntemi**

Literatürde İkili Açık Teorisi (Dual-gap Theory) olarak da geçen bu yaklaşıma göre, GOÜ'lerin maruz kaldıkları tasarruf - yatırım açığının ve dış ticaret açığının birbirlerine eşit olması gerekmektedir.

Dış kaynaklar hem iç tasarruf açığına ilave kaynak teşkil etmekte hem de ülkenin döviz açığını kapatma konusunda katkıda bulunmaktadır.

Daha önce de belirtildiği gibi bir ülkede belli bir dönemde yapılan yatırımlar iç ve dış tasarruflar toplamına eşit değilse kaynak açığı var demektir. Bu kaynak açığı, ya dış finansmanla ya da altın ve döviz rezervlerinin kullanılmasıyla kapatılmaktadır (Ulusoy, 1992: 39).

Bu yöntem "hakim model açığı" yöntemi olarak da bilinmektedir. Tasarruf - yatırım açığı yöntemi ile ödemeler dengesi açığı yönteminin ilişkilendirilmesinden oluşmaktadır. GOÜ'lerin kalkınma sürecinde karşılaştıkları tasarruf yatırım açığı ile ödemeler dengesi açıklarından hangisi daha yüksekse

o açığın hakim açık olduğu ve dış finansmanın bu açığın kapatılması yönünde yapılması gerektiği görüşüne dayanır (Evgin, 2000: 5-6).

Dış kaynak kullanımının olmadığı bir durumda kalkınma, büyümeyi sınırlayan etkenlerden en belirgin olanın katkısı oranında gerçekleşir. Eğer hakim açık, yatırım - tasarruf açığı ise yurt içi tasarrufların yetersizliğinden kaynaklanan “yatırım-sınırlı” kalkınma söz konusu olur. Ödemeler dengesinin hakim açık olduğu durumda ise “ticaret - sınırlı” kalkınma söz konusu olmaktadır. Kalkınma, ödemeler dengesi açıkları ve dolayısıyla döviz yetersizliği nedeniyle sınırlanmışsa serbest ticaret iç ve dış dengeyi aynı anda sağlayamadığı için dış ticaretten elde edilen kazançlar yurt içi kaynakların eksik kapasite ile kullanımı sonucu elden çıkar (Önertürk, 1979: 61; Evgin, 2000: 6).

#### **1.2.3.4. Massetme Kapasitesi Yöntemi**

Bu yaklaşım, 1952 yılında Sidney S. Alexander tarafından geliştirilmiştir. GOÜ'lerde, tasarrufların yatırım miktarlarının artırılmasında kullanılabilmesi ülkenin yatırımları massetme kapasitesine bağlıdır. Söz konusu ülkelerde dış kaynakların verimli bir şekilde kullanılabilirdiği üst sınıra massetme kapasitesi denir.

Bu ölçüye göre; reel üretimleri arttırdığı sürece dış finansman kaynakları kullanılmalıdır. Ancak, dış finansman yoluyla sağlanan yatırım artışları azalan verimler kanununa tabi olabilir. Yani, dış kaynak kullanımında dış tasarrufların marjinal katkısının kullanım süresi boyunca giderek azalacağı ve belirli bir miktardan sonra negatif katkı haline gelebileceği unutulmamalıdır. Bu durumda, dış kaynak kullanımında bir sınırın belirlenmesi ekonomik açıdan kayıpları önleyecektir. Çünkü massetme kapasitesi sınırından sonra dış borçlanma yoluna gidilmesi, yurt içi kaynakların, dış ülkelere aktarılmasına neden olur (Seyidoğlu, 2009: 640).

Sermayenin verimli kullanılabilmesi ile ilgili bir kavram olan massetme kapasitesini belirleyen başlıca etkenler şunlardır (Evgin, 2000: 7):

- Ülkenin doğal kaynakları ve üretim faktörlerine ilişkin bilgilerin varlığı,
- Teknik ve idari işgücünün varlığı ve bu gücün kullanılma kapasitesi,
- Yapılan yatırımların verimliliğini etkileyen ulaştırma, haberleşme vb. altyapı tesislerinin varlığı,
- Milli ekonominin dış kaynak kullanımına bakış açısı ve siyasi kadronun yeterliliği.

Ekonominin masnetme kapasitesi, dış borçlara ödenecek giderler (anapara ödemeleri + faiz ödemeleri = dış borç servisi) ile sınırlandırılmaktadır. Dış tasarrufların marjinal katkısı dış borçlara ödenecek gider haddine eşit olduğu zaman masnetme kapasitesinin tamamı kullanılmış olacaktır. Dolayısıyla dış borçtan yararlanan bir ekonomide bu tasarruflarda reel büyümenin sağlanması (gelir artışının gider artışından yüksek olması), bu borcun ödenip ekonomik büyümenin sürdürülebilir olması açısından zorunludur. Gelir artışı gider artışına eşit olursa dış borç milli ekonomiye hiçbir yarar sağlamayacak, meydana gelen gelir artışı ancak dış borç faizini ödemeye yarayacaktır (Seyidoğlu, 2009: 640).

## İKİNCİ BÖLÜM

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE KIRILGANLIK İLİŞKİSİ

#### 2.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölümde öncelikle uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı, gelişimi, uluslararası sermaye hareketlerinin bir yerde kanunu sayılabilecek Washington Uzlaşması ve uluslararası sermaye hareketlerinin türleri belirtilecektir.

##### 2.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Gelişimi

Uluslararası sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonlar olarak ifade edilen uluslararası sermaye hareketleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, ülkelerindeki büyüme ve kalkınma çabaları esnasında kendi öz kaynaklarının yanı sıra kullandıkları iktisadi bir olgudur (Ormanoğlu, 2004: 10).

Küreselleşme ülkeler arasında var olan gümrükler ve kotalar gibi birçok ekonomik sınırı ortadan kaldırarak, üretim faktörlerinin serbest hareket etme olanağını arttırmıştır. Küreselleşme; ülkeler arasındaki iktisadi, siyasi, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması şeklinde tanımlanmaktadır. Sosyal unsurlar yer almasına rağmen küreselleşmenin ana unsuru ekonomik yönüdür.

GOÜ'lere yönelik sermaye hareketleri, 18. yüzyılın ikinci yarısında Sanayi Devrimi ile başlayan kapitalist üretim biçiminin gelişim süreci içerisinde ele alınabilir. Sanayi devrimini izleyen yıllarda ulusal sınırların dışındaki ekonomik faaliyetler hızlanmıştır. Bu gelişimin arkasında, Avrupa ülkelerinin 18. yüzyılda sömürge ülkelerinin ucuz hammadde, işgücü ve pazar olanaklarından yararlanma çabaları yatmıştır. Üretim, haberleşme ve ulaşım teknolojilerindeki yenilikler, üretim ve ticaretin hızla artmasına, emisyon rejimlerinin kurulmasına ve ticari senetlerin yaygınlaşmasına yol açmıştır.

1870-1913 yılları arası dönemde dünya çapında artan üretim ve ticarete bağlı olarak, uluslararası bankalar tarafından örgütlenmiş finansal sermaye, bu

küreselleşme sürecini hızlandırmıştır. Küreselleşmenin bu sürecinde yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelimi; uzun vadeli ve doğrudan yatırım biçiminde olmuştur (Yeldan, 2000: 34).

Uluslararası sermaye hareketleri 1914 yılında Birinci Dünya Savaşı'nın başlaması ile kesintiye uğramış olup 1929 Büyük Ekonomik Bunalımı ile sermaye ve mal hareketlerinde büyük azalışlar ortaya çıkmıştır.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu ve Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) gibi uluslararası ekonomik organizasyonlar dünya ekonomisinde piyasa kurallarının işlenmesini sağlamak için çalışmalar yapmışlardır.

1946 yılından 1973 yılına kadar uluslararası parasal sistemde geçerli olan bu dönem Bretton-Woods sistemi dönemi olarak anılmaktadır. Doların, altına olan konvertibilitesinin korunduğu bu sistemin asıl olarak üç temel amacı vardır (Eğilmez, 1997: 18-19). Bunlar:

- Sabit bir döviz paritesinin oluşturulması,
- Döviz kurlarında ortaya çıkabilecek ani değişikliklere yalnızca ödemeler dengesi açık veya fazlaları nedeniyle oluşmasına izin verilmesi,
- Söz konusu ödemeler dengesi açık veya fazlalarından dolayı yapılacak parasal ayarlamaların uluslararası bir danışma mekanizması aracılığı ile yapılması ve bu şekilde karşılıklı rekabete yol açıcı ayarlamaların önlenmesi,

şeklindedir.

1980'li yıllarda yoğun olarak yaşanmaya başlayan finansal serbestleşme sonucunda uluslararası sermaye, ülkeler arasındaki getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamıştır. Finansal serbestleşme sürecine dahil olan ve bu süreçten yararlanma yolunu seçen GOÜ'ler, öngöremedikleri birtakım sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Kambiyo rejimlerindeki serbestleşmeler, GOÜ'lerin ve uluslararası finans piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmalarına karşın, GOÜ'lerin bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme olanaklarını sınırlamış, dolayısıyla da söz konusu



Ülkelerin kendi ülkelerine özgü büyüme ve kalkınma hedefleri saptama ve uygulama Őanslarını ortadan kaldırmıştır (Yeldan, 2002).

Finansal serbestleŐmeyi savunan görüŐe göre, sermaye kontrollerinin kaldırılması ile tasarruflar yüksek getirili yatırımlara yönelecek, dolayısıyla da daha etkin olarak daŐılacaktır. Finansal serbestleşme sonrasında yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan GOÜ'lerde faiz oranı yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelecektir. Bu süreç, faiz oranının lkeler arasında eŐitlenmesine neden olurken, rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalıŐmasına ve böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olmasına neden olacaktır (İnsel ve Sungur, 2003: 4).

Küreselleşmenin hızla yaygınlaŐtıŐı 1990'lı yıllardan sonra sermaye hareketleri dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri haline gelmiştir. Bu yıllardan sonra sermaye hareketleri, spekülatif nitelikli "sıcak para" Şeklinde gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına giriş yapmaya başlamıştır (Yentürk, 2003: 470-471).

### **2.1.2. Washington Uzlaşması ve Sonrası**

Sanayileşmiş ülkelerde 1984 yılında ekonomik canlanma başlamıştır. Ancak, bu canlanma istikrarsız bir seyir izlemiŐ, Ekim 1987'de Wall Street'te patlak veren Borsa Krizi ile kesintiye uŐramıŐ olup döviz kurları ve faiz hadlerindeki büyük dalgalanmalar, 1980'lerin zelliŐi olmuştur. İktisadi İŐbirliŐi ve Kalkınma Teşkilatı lkeleri, özellikle de büyük cari fazlalar veren Japonya ve F. Almanya ile ABD arasında saŐlanan koordinasyon ve iŐbirliŐi sonucu, adı geçen lke Merkez Bankalarının Ekim 1987 Borsa Krizi sonrasında büyük miktarlarda Dolar alımı yaparak saŐladıkları destekle, kriz kısa sürede sona ermiŐtir (Ongun, 2012: 50).

*Gelişmiş ekonomilerde kişi başına GSYH, 1970'lerde %2.7; 1980'lerde 2.4, 1990'larda 1.5 artmıştır. GO'de kişi başına GSYH artışı 1970'lerde %3, 1980'lerde 1.0, 1990'larda ise 1.2 olmuştur. Dünyada kişi başına GSYH artış hızı % cinsinden 1970'lerde 2.1; 1980'lerde 1.4; 1990'larda 0.6 olarak gerçekteŐmiŐtir (Ongun, 2012: 51).*

1980'li yıllarda başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere birçok GOÜ kısmen büyük bütçe açıklarının neden olduğu yüksek enflasyon ve borç krizi yaşamışlardır (Ongun, 2012).

1980'li yıllarda Dünya Bankasının öncülüğünde uygulanan neoliberal yapısal uyum politikaları (genel olarak ithalatın serbestleştirilmesi, finansal serbestlik, özelleştirme, kamu yatırımlarının azaltılması gibi) 1980'li yılların sonunda Washington Uzlaşması (WU) olarak adlandırılan politikaları içermektedir.

Bu kavram ilk kez 1989 yılında John Williamson tarafından Latin Amerika'daki kalkınma deneyimine ilişkin bir çalışmada kullanılmıştır (Williamson, 2004).

Williamson, Washington temelli kurumların önceleri kalkınma amaçlı yapılanma içinde olduğunu, daha sonra neoliberalerin söylemlerini kabul ettiğini ve söylemlerinin piyasa temelli politikalara dönüştüğünü belirtmiştir (Williamson, 2000). Ayrıca Williamson, Washington Uzlaşması'nın iki temel bileşeni olduğunu söylemiştir: ABD Kongresi ile Beyaz Saray'ın oluşturduğu "politik yapı" ile IMF, Dünya Bankası, ABD Maliye Bakanlığı ve araştırma merkezlerinin (think-tank) oluşturduğu "teknokratik yapı" (Naim, 1999).

J. Williamson'ın on maddede özetlediği politika önerilerinden oluşan listedeki maddeler aşağıda sıralanmaktadır:

- Mali disiplin (Ekonomileri, bütçe açıklarından kaynaklanan kırılganlıklara karşı güçlü kılmanın gereği olarak değerlendirilmiştir. Ekonomilerini dış yatırımcılara açan ve sıkı para politikası uygulayan ülkelerin; ödemeler dengesi açıkları, bütçe açıkları ve yüksek enflasyon probleminden kurtulacağını ifade etmektedir (Karakurt, 2011: 34)).
- Yüksek getirisi ve gelir dağılımını düzeltme potansiyeli olan kamu harcamalarına öncelik vermek (sağlık harcamaları, temel eğitim ve alt yapı gibi),
- Vergi reformu (düşük marjinal vergi oranları ve geniş vergi tabanı sağlayan)
- Faiz oranı serbestisi,
- Döviz kurlarının rekabetçi düzeylerde olmasının sağlanması,
- Dış ticaretin serbestleştirilmesi,

- Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının serbestleştirilmesi,
- Özelleştirme,
- Deregülasyon (ekonomik bariyerleri elimine eden),
- Mülkiyet haklarına yasal güvence sağlanması.

Bu politikalar, borç krizini aşmak ve ödemeler dengesi sorunlarını çözmek için mücadele eden Latin Amerika ülkelerinin içinde bulunduğu zorlu koşullara cevap vermek amacıyla 1980'li yılların başında geliştirilmiştir. Ancak, IMF'nin etkisiyle 1990'ların sonunda gelişmekte olan tüm ülkelere önerilmiş ve bu çerçevede birçok ülke (Asya ülkeleri, Türkiye, Rusya) bu politikaları (IMF programları çerçevesinde) uygulamıştır.

Washington Uzlaşması gözetiminde uygulanan bu politikaların büyümeyi arttırmadığı gibi yüksek enflasyona neden olduğu ve fakirliği azaltma amacının gerçekleşmediği gibi ekonomik ve sosyal eşitsizliği de azaltmadığı belirtilmektedir. Stiglitz önderliğinde Washington Uzlaşmasının başarısız olduğu kabul edilerek, Post-Washington Uzlaşması ortaya konulmuştur. Ayrıca, Rodrik'e göre (2006), Post-Washington Uzlaşması bir önceki uzlaşmanın devamı şeklinde algılanmış ve bir önceki anlaşmaya sosyal yönü olan on madde daha eklenmiştir (Sözen vd., 2010: 137-138):

- Kurumsal Yönetim
- Yolsuzlukla Mücadele
- İşgücü Piyasasında Esneklik
- DTÖ (Dünya Ticaret Örgütü) Anlaşmaları
- Finansal Kodlar ve Denetimler
- Sermaye Hesaplarının Tedbiri Açılımı
- Tek (aracısız) Döviz Kuru Rejimi
- Bağımsız Merkez Bankası / Enflasyon Hedeflemesi
- Sosyal Güvenlik Fazlası
- Yoksulluğun Azaltılmasının Hedeflenmesi

Görüldüğü gibi Post-Washington Uzlaşması sonucunda geçiş ekonomileri için yolsuzluğun ve kurumsal yapının önemi fark edilmiştir.

Netice itibariyle, Washington Uzlaşması ile birlikte Post-Washington Uzlaşması sonucu dünya üzerinde gerçekleşen küresel sermaye hareketleri tablo 2.1.'de gösterilmektedir.

Tablo 2.1. Küresel Sermaye Hareketleri (Milyar ABD Doları)

	1984-1989	1990-1996	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Toplam								
Net Özel Sermaye Akımları	13.5	144.2	155.7	195.3	214.9	123.5	56.7	129.2
Net Doğrudan Yatırımlar	13.0	64.8	85.3	99.6	120.4	147.2	127.5	118.6
Net Portföy Yatırımları	4.4	64.0	104.4	40.7	80.2	69.9	35.3	41.9
Diğer Net Yatırımlar	-3.8	15.4	-34.0	55.1	14.2	-93.5	-106.1	-31.3
Net Resmi Yatırımlar	26.2	17.4	-2.1	23.2	3.2	22.4	53.4	-0.6
Rezervlerdeki Değişmeler	-14.4	-79.6	-75.4	-121.0	-106.2	-37.7	-31.7	-67.3

Kaynak: Akdiş, 2002.

Tablo 2.1.'de görüldüğü gibi dünyadaki sermaye hareketleri, 1984-1989 döneminde 13.5 Milyar ABD Doları olarak gerçekleşmişken, 1996 sonlarına doğru 215 Milyar ABD Dolar'a yaklaşmıştır. 1997 ve 1998 yıllarında net özel sermaye hareketleri yavaşlamıştır. Sermaye hareketlerinin 1999'dan itibaren tekrar hızlanmaya başladığı görülmektedir.

### 2.1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri

Avrupa Birliği mevzuat ve yönetmeliklerinde yabancı sermaye hareketleri 13 ayrı kalem halinde sınıflandırılmıştır. Bunlar; doğrudan yatırımlar, taşınmaz mal yatırımları, sermaye piyasasında işlem gören senetlere ilişkin transferler, kolektif yatırım şirketleri katılma belgelerine ilişkin transferler, para piyasasında işlem gören senetler ve diğer araçlara ilişkin transferler, mali kurumlardaki cari ve mevduat hesaplarına ilişkin işlemler, toplulukta oturan bir kişinin taraf olduğu ticari işlemlere veya hizmet edimine ilişkin krediler, ticari ikraz ve krediler,

teminat mektupları, diğer garantiler ve rehinatı, sigorta sözleşmelerinin ifasına ilişkin transferler, kişisel sermaye hareketleri, mali kıymetlerin fiziki ithal ve ihracı, diğer sermaye hareketleri şeklinde sıralanmaktadır (Töre, 2001: 75).

Ancak bu kadar geniş bir sınıflandırma ekonomik etkiler ve benzer vadelerden dolayı etkin olmayacaktır. Uluslararası sermaye hareketlerinin, yöneldikleri piyasalar da dikkate alınarak, ödemeler dengesinde de yer alan biçimiyle sınıflandırmanın daha uygun olacağı düşünülmektedir (Kar ve Kara, 2003: 4).

Bu sebeple uluslararası sermaye hareketlerinin genel sınıflandırması; doğrudan sermaye hareketleri, portföy yatırımları, uzun vadeli sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri şeklinde yapılabilmektedir.

### **2.1.3.1. Doğrudan Sermaye Hareketleri**

Doğrudan sermaye hareketleri ile ilgili birçok tanım yapılmakla birlikte IMF doğrudan yatırımı, bir ülkede yerleşik kişilerin başka bir ülkede yerleşik şirkette sürekli bir pay elde ettiği uluslararası yatırım kategorisi olarak tanımlamıştır (IMF, 2008).

Doğrudan uluslararası sermaye hareketleri, özel sektör firmalarının bulunduğu ülke dışındaki bir ülkede; bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir işletme için kuruluş sermayesi sağlama ya da mevcut firmanın sermayesini arttırarak kendilerine bağlı duruma getirmeleri yoluyla yaptıkları yatırımlardır (Seyidoğlu, 1996: 645).

Tahvil ve hisse senetlerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak tanımlanmaktadır (DPT, 2000: 1).

Diğer yandan doğrudan sermaye hareketleri, bir firmanın yabancı bir ülkede doğrudan veya iştirak halinde yatırım yapması ve yatırımın yönetimine katılması olarak da görülmektedir (Aktan, 1999: 1).

Doğrudan sermaye hareketleri, sermayenin yanı sıra teknoloji ve işletmecilik bilgisini beraberinde getiren yatırımlar olarak da ifade edilmektedir (Karluk, 2007: 566).

Doğrudan yatırımların, portföy ve kısa vadeli yatırımlarda olduğu gibi faiz oranı farklılıkları veya spekülatif güdüler yerine, uzun dönemli kâr beklentilerine sahip olunması ve ağırlıklı olarak sabit varlıklardan oluşması, bu tür yabancı sermayenin bir kriz anında hızla ülkeden kaçışını zorlaştırmaktadır (Karahana ve İpek, 2013: 301).

### **2.1.3.2. Portföy Yatırımları**

Yöneldiği ülkenin ödemeler dengesi ve döviz kurlarına direkt olarak etki edebilen fon akımları olan portföy yatırımları; özel sektör menkul kıymetleri, kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Portföy yatırımları yöneldikleri finansal araçların yapıları itibari ile kısa, orta ve uzun vadeli yatırımlar olabilmektedir (DPT, 1995: 26).

Portföy yatırımları yüksek likiditeye sahip menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Yöneldikleri piyasalardan istedikleri anda çıkabilmeleri portföy yatırımlarının böylesine yüksek bir likiditeye sahip olmasını sağlamaktadır. Bu durum makro ekonomik dengeler üzerinde, kısa vadeli yatırımlarla aynı etkilere sahip olmalarına sebep olmaktadır.

Portföy yatırımları ve kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının ekonomik dengeler üzerinde oluşabilecek olumsuz etkiler bakımından aynı özelliklere sahip olmaları, portföy yatırımlarının son yıllarda genellikle kısa vadeli olarak piyasalara yönelmesi ve uluslararası sermaye hareketleri içerisinde gittikçe rakamsal olarak büyüyerek önem kazanması nedeniyle, IMF ve TCMB gibi kuruluşlar sermaye hareketleri ile ilgili bazı istatistiklerde kısa vadeli yatırımlar yerine portföy yatırımlarını dikkate almaktadır.

Yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı, döviz kurlarında istikrar, genel makro ekonomik istikrar, yabancı döviz rezerv düzeylerinin Merkez Bankası tarafından tutulması, yabancı bankacılık sisteminin genel durumu, tahvil ve hisse senedinin likiditesi, faiz oranları gibi faktörler, portföy yatırımlarında belirleyici rol oynamaktadırlar (Yıldırım, 2002: 5).

### **2.1.3.3. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri**

Uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından ve yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade etmektedir. Yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar bu tür fonların kaynağını oluşturmaktadırlar.

Bankacılık sektörünün fon ihtiyacını uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları şeklinde kredi ve sendikasyon kredileri ile sağlaması ise uzun vadeleri sayesinde bankaların yükümlülüklerini karşılamalarını kolaylaştırarak, mali yapılarını güçlendirecektir. Bu durum da bankacılık sektörünü şoklardan koruyacak ve finansal piyasaların derinleşmesine katkıda bulunacaktır.

Genellikle proje finansmanı ve makro ekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu krediler verimli alanlarda kullanıldığı takdirde faydalı olabilmekte ve vadelerinin uzunluğu dolayısıyla istikrarsızlıklar yaratmayabilmektedir (Akyol Eser, 2012: 13).

Son yıllarda özellikle Dünya Bankası'na bağlı olarak çalışan başta Uluslararası Finans Kurumu (IFC - International Finance Corporation) gibi kuruluşlar uzun vadeli uluslararası sermaye hareketleri içerisinde ağırlık kazanarak yönlendirici rol almaya başlamışlardır. IFC'nin gerçekleştirdiği en önemli fonksiyon, uzun vadeli sermaye hareketlerini kamu sektörüne fon sağlamak için değil, özel sektör yatırımlarına fon sağlamakta kullanılması için yönlendirmesi ve bizzat yatırımcı olarak sermaye hareketlerine sebep olmasıdır.

### **2.1.3.4. Kısa Vadeli Uluslararası Sermaye Hareketleri**

Vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki bu sermaye akımları, ticari bonolar, finansman bonoları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları ve ihracat kredileri gibi yatırım araçlarından oluşmaktadır.

Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde yer alan kısa vadeli sermaye, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Varlıklar bölümünde dışarıya verilen krediler, yükümlülükler bölümünde ise TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçları yer almaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 229).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilgili bilgi daha sonra ayrıntılı olarak verilecektir.

#### **2.1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörler**

Uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen faktörler, iten / itici faktörler (push factors) ve çeken faktörler (pull factors) olarak iki ana başlık altında incelenmektedir. Uluslararası faiz oranlarının düşük kaldığı durumlarda, faiz oranlarının görece olarak yüksek olduğu ülkelere sermaye akımlarının artması iten faktörlere, sermaye çeken ülkedeki genel makroekonomik durum ve döviz kuru rejimi gibi ulusal faktörler ise çeken faktörlere örnek olarak gösterilebilir.

##### **2.1.4.1. İtici Faktörler**

İtici faktörler, genellikle dış dünyadaki ekonomik gelişmeler sonucu sermayenin yönelmesine etki eden unsurları ifade etmek için kullanılmakta ve bir ülkede sermayenin getirisinin düşmesiyle daha yüksek getiri olanaklarından yararlanmak için ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır.

Gelişmiş ülkelere sermaye çıkışlarına neden olan itici faktöre bu ülke yatırımcılarının portföy çeşitlendirme isteği verilebilir.

Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları, iş dünyasında ortaya çıkan olumsuz koşullar, ülke borçluları tarafından ihraç edilen varlıkların risk-getiri özelliklerindeki bozulma ve politik gerginlikler sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olan itici faktörlerden diğerleridir.

Gelişmiş ülkelere sermaye çıkışları genellikle, bu ülke ekonomilerinde dönemsel olarak yaşanan birtakım değişikliklerin varlık getirileri üzerinde geçici bir baskıya yol açmasına bir tepki olarak gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin itici faktörler nedeniyle ülkesine yönelen sermaye, belli bir dönem sonunda geri dönebilmektedir. Bu anlamda ABD faiz oranlarındaki hareketler, sermayenin ülkeden çıkmasına neden olduğu gibi farklı dönemlerde, sermayenin ülkeye geri dönmesine de neden olmuştur (İnandım, 2005: 22).

Diğer yandan sermaye hareketleri ile ilgili yapılan birçok çalışmada, faiz oranlarındaki hareketler ve bunların sermaye hareketleri ve kurlar üzerindeki



etkileri araştırılmıştır. Bazı ülkeler kırılğanlıklarını ve zayıflıklarını azaltmak için esnek döviz kuru sistemleri uygularken, bazıları yerel finansal sistemlerini hem ani sermaye girişlerine aracılık edebilecek şekilde hem de ani sermaye çıkışları ile baş edebilecek şekilde güçlendirmekte, bazıları ise sermaye giriş veya çıkışlarını sınırlamaktadırlar (İnandım, 2005: 22-23).

#### **2.1.4.2. Çekici faktörler**

Çekici faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülke koşullarınca belirlenen faktörlerdir.

İçsel faktörler olarak da adlandırılan bu faktörler, ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanan (Kaya, 1998: 27) veya ülkelerin ekonomileri ve finansal piyasalarında kendi mevzuat ve iç dinamikleriyle uluslararası sermaye hareketlerini çekebilmek için gerçekleştirdikleri reformlardan kaynaklanan faktörlerdir (Alp, 2000: 190).

Gelişmekte olan ülkeye yatırım yapılması için gerekli koşullar sağlanamazsa sermaye hareketleri de gerçekleşemeyecektir. Makroekonomik istikrar, mali piyasaların serbestleşmesi, hızlı ekonomik büyüme, yatırımcının güvenini arttıran unsurlardır. Fiyat istikrarı da yalnız yabancı yatırımcılar için değil ulusal yatırımcılar için, yatırımlarını planlayabilme, yatırım kararı oluşturma aşamasında önemli rol oynamaktadır. Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerin geçmişteki fiyat hareketlerini dikkate alarak, başarılı fiyat istikrar programına sahip ülkelere yatırım yapma eğilimindedirler (Açıkgöz, 2008: 15).

Yatırımcılar, rakiplerinden önce kârlı piyasaları belirleyebilmek için sermaye hareketlerine neden olan olayları dikkatlice izlemektedir. Bu anlamda birçok yatırımcı GOÜ ekonomilerinin yabancı yatırımlar üzerindeki sınırlamaları kaldırmasına dikkat eder, uluslararası kredi kuruluşlarının vermiş oldukları yatırım notlarını takip ederler.

Bir ülkenin parasının değerinin yeniden düzenlenmesi uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer çekici faktördür. 1980'lerin sonlarında Japon Yeni'nin ABD Doları karşısında %50'den fazla değer kazanması, Kore, Tayvan ve Singapur gibi yeni endüstrileşmiş ülkelerin uluslararası rekabet gücünü

arttırmış ve Japon yatırımlarının Malezya ve Tayland gibi ülkelere kaymasına neden olmuştur (Inandım, 2005: 20).

Derin sermaye piyasaları, uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen diğer bir önemli konudur. Sermaye piyasasında derinleşmenin sağlanması için piyasa değerinin ve işlem hacminin geniş olması gerekmektedir. Bu anlamda tablo 2.2.'den gelişmekte olan bazı ülkelerin piyasa derinliğine bakmak faydalı olacaktır.

Tablo 2.2. Gelişmekte Olan Bazı Ülkelerin Borsa Derinliği ve Sermaye Hareketleri Etkileşimi (2012)

Ülke	Borsa	Piyasa Değeri (ABD Doları)	Piyasa Değeri / GSYH	Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon ABD Doları)*	Yabancı Sermaye / GSYH
Arjantin	Buenos Aires	34.240.748.272	7,2	101	2.191	2,55
Brezilya	São Paulo	1.229.849.669.684	54,6	353	875.418	3,38
Malezya	KLCI İnd.	476.340.035.965	156,2	921	124.333	3,19
Meksika	Bolsa Mexicana de Valores	525.056.676.421	44,6	131	126.139	1,31
Rusya	Moscow	874.659.493.123	43,4	276	337.111	2,51
Türkiye	BIST	308.774.559.335	39,1	405	357.779	1,59

Kaynak: Dünya Bankası 2012 yılı İstatistikleri, <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries>, (Erişim: 20.02.2014) verilerinden hazırlanmıştır.

\* Sermaye Piyasası Kurulu, Uluslararası Ekonomik Ve Finansal Göstergeler, Aralık 2013, Güncelleme Tarihi: 31.01.2014 verilerinden hazırlanmıştır.

Yukarıdaki tablo 2.2.'ye piyasa değeri açısından bakıldığında, gelişmekte olan ülkelere Arjantin'den sonra 308.774.559.335 ABD Doları ile Türkiye'nin geride olduğu görülmektedir. Borsaya kote olan firma sayısı açısından Türkiye, 2. sırada yer almakta olup 357.779 Milyon ABD Doları aşan işlem hacmi ile BIST (Borsa İstanbul) 2. sırada yer almaktadır. Tabloda gelişmekte olan ülkelere yönelen yıllık uluslararası sermaye miktarının GSYH'lara oranlarına

bakıldığında, sermaye piyasalarında derinliğin sağlanmasının uluslararası sermayeyi çekme açısından önemi ortaya çıkmaktadır. Piyasa değeri ve işlem hacmi bakımından Türkiye, diğer ülkelere göre üst sıralarda yer almasına karşın, uluslararası sermaye hareketlerini çekme konusunda kıyaslandığında, GSYH'ya oranladığımızda %1,59 ile Meksika'dan sonra geride kaldığı görülmektedir.

Diğer yandan yüksek getiri güdüsüyle hareket eden uluslararası sermayenin GOÜ'lere yönelmesinde siyasi ve ekonomik faktörler (sermaye kontrolünün kaldırılması) de söz konusudur.

Ayrıca itici ve çekici faktörlerin göreceli önemi üzerine yapılmış çalışmalarda, uluslararası sermaye hareketlerinin GOÜ'lere yönelmesinin nedenleri üzerine farklı argümanlar bulunmuştur: Calvo v.d. (1993) ve Fernandez-Arias (1996) gibi bazı iktisatçılar sermaye hareketlerinde uluslararası faiz hadleri gibi dışsal faktörlerin etkili olduğunu savunurken, Corbo ve Hernandez (1996) gibi iktisatçılar da akımların yöneldiği ekonomi ile ilgili faktörlerin sermaye hareketlerinden daha önemli olduğunu savunmaktadırlar (İnandım, 2005: 23).

Sermaye girişlerinin belirlenmesinde dış dünya koşullarının yani uluslararası konjonktürün de önemi büyüktür. Ülkede yaşanacak ekonomik bir durgunluk itici bir faktör olarak sayılabilirken diğer ülke ve bölgelerde yaşanan durgunluk, fonların piyasa koşullarında değişme olmayan ülkelere kaymasına neden olan çekici bir faktör olacaktır (Açıkgöz, 2008:15).

Sermaye hareketlerinin nedenleri konusunda bir görüş birliği bulunmadığı görülmekte olup yukarıda belirtilen faktörlerden ağır basanın sermaye hareketlerini belirlediği düşünülmektedir.

## **2.2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ**

Bu bölümde; kısa vadeli sermaye hareketleri, spekülative sermayenin ekonomik etkileri ve bu hareketlerin kriz ve kırılganlık ile ilişkisi verilecektir. Ancak, öncelikle kısa vadeli sermaye hareketlerine ilişkin sıkça karşılaşılan sıcak para, spekülative sermaye ve carry trade gibi kavramlara açıklık getirmekte fayda bulunmaktadır.

### 2.2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle İlgili Bazı Kavramlar: Sıcak Para, Spekülatif Sermaye ve Carry Trade

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ödemeler bilançosu temel alınarak yapılan tanımlarında; vadesi bir yıldan az olan her türlü sermaye girişi kısa vadeli olarak değerlendirilmektedir. İhracat / ithalat finansmanı için verilen ya da alınan bir yıldan az vadeli krediler gibi tüm ticari krediler kısa vadeli sermaye hareketi olarak kabul edilmektedir.

#### 2.2.1.1. Sıcak Para

Birçok literatür taramasında kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıcak para olarak tanımlandığı görülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri özellikleri itibariyle sıcak parayla aynı anlamda kullanılabilir. Sıcak para hesaplamalarında çoğunlukla hisse senedi ve tahvilden oluşan portföy yatırımları da yer almaktadır. Ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketleri, reel sektör kredi işlemlerini de içerebilmekte, ancak ticari krediler benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir.

Sıcak para hesaplamalarında çoğunlukla hisse senedi ve tahvilden oluşan portföy yatırımları da yer almaktadır. Ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketleri, reel sektör kredi işlemlerini de içerebilmekte, ancak ticari krediler benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir.

Merkez Bankası da 2005/1 sayılı Para Politikası raporunda sıcak parayı, Chang, Claessene ve Cumby'nin 1997 tarihli "Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight" adlı makalesinden hareketle tanımlamıştır. Buna göre sıcak para kavramı, genel kabul görmüş bir tanım olmamakla beraber beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilebilir (TCMB, 2005: 28).

*Sıcak para, bu tanımlamadan hareketle şu şekilde formülize edilmektedir:*

*Sıcak Para: Vadesi bir yılın altında olan, ülkeye yönelik sermaye akımlarıdır.*

#### + Portföy Yatırımları

- Yabancıların yurt içinde hisse senedi alım/satımları,
- Yabancıların yurt içinde Hükümete ait iç borçlanma senetleri alım/satımları,

#### + Kısa Vadeli Sermaye Akımları

- Bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yurt içinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yabancıların yurt içinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişim,

+ *Net Hata Noksan*

Diğer yandan, kısa vadeli sermaye yatırımlarının gerçekleşmesinin ve çeşitli ülkelere yönelmesinin en önemli sebebi, yatırımcıların faiz - kur arbitrajından yararlanma ve finansal aktiflerden yüksek getiri sağlama isteğidir (Kar ve Kara, 2003: 6).

Sıcak para, spekülasyon yollarla sağlayacağı yüksek kazançlar için faizlerin yüksek olduğu ülkelere yönelen, çok küçük bir problemle karşılaştıklarında da hızla ülkeyi terk eden, son derece akıcı ve ürkek özellikteki kısa vadeli özel sermaye akımlarıdır (Boratav, 2001: 2).

Kamu kesiminin ya da firmaların genellikle kısa vadeli açıklarını karşılayabilmek için kullandıkları kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımları çok yüksek likiditeye sahiptir ve en önemli özelliği olan bu yüksek likidite, yabancı sermayenin ister spekülasyon amaçlı olsun, ister ihtiyat ya da kâr amaçlı olsun, yöneldikleri ülkeleri çok kısa sürede terk edebilmelerine sağlamaktadır.

Kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının veya bir başka deyişle sıcak paranın ekonomi üzerinde sahip olabileceği bu tür olumsuz etkiler, gelişmiş ülkelerde sorunlara yol açmazken, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik krizlere kadar ilerleyen olaylara sebep olabilmektedir. Bu durumun başlıca sebepleri gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarının sahip olduğu yüksek etkinlik ile bu ülkelerin ve şirketlerinin sahip oldukları yüksek kredibilitedir (Alp, 2000: 185).

### **2.2.1.2. Spekülasyon Sermaye**

Spekülasyon fiyatların gelecekte değişebileceğini önceden tahmin ederek ileride ortaya çıkabilecek fiyat dalgalanmalarından yararlanmaktır.

Diğer yandan malın kullanımıyla ilgili olarak ortaya çıkacak yarardan değil, geçerli olan fiyattaki bir değişim umudundan kaynaklandığında, ilerideki bir tarihte malın yeniden satış (veya alış) niyetiyle alınması (veya satılması) işlemi olarak tanımlanmakta olan spekülasyon finansal işlemlere genişletildiğinde spekülasyon işlemlerin dört temel özelliğe sahip olduğu belirtilmektedir (Mazgit, 2007: 2-3):

- *spekülatif işlemler bir risk içerirler, yani faiz oranları, aktif fiyatları veya döviz kurları üstüne bir pozisyon alma işlemidirler,*
- *bu işlemler aktif fiyatlarında önceden öngörülen bir değişimle bağlantılı olarak değer artışı umudundan kaynaklanmaktadır,*
- *bu işlemler “pür” veya “katıksız”dırlar, yani kendi kendilerine yeterlidirler ve ekonominin reel alanında doğrudan bir karşılıkları yoktur,*
- *bu işlemler sıklıkla krediyle gerçekleştirilirler, yani kaldıraç etkisini ortaya çıkarmaya yarayan spekülatörler tarafından ödünç alınmış sermayeye bağlıdırlar.*

Diğer yandan kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülatif niteliği, bu hareketlerin tanımını zorlaştırmaktadır. Örneğin, büyük finans kuruluşlarının portföyünde bulunan ABD'nin hazine bonosu kısa vadede büyük getiri sağlamaktan ziyade spekülatif hareketlerden korunmak için tutulmaktadır. Boratav ise (1995) çalışmasında, kısa vadeli sermaye hareketlerini; spekülatif sermaye hareketlerinden kaynaklanan olgular ile kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını iç finansmanla (yerli kredilerle) değil, kısa vadeli dış borçlanma ile karşılamak isteyen bankaların, firmaların ve kamu kuruluşlarının dış borçlanmaları olmak üzere iki şekilde ele almaktadır (Tanören, 2009: 5).

Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri, vadelerinin kısalığı nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunamamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir (Çetin, 2008: 21).

1990 sonrası ortaya çıkan sermaye hareketlerinin niteliği önceki dönemlerden büyük ölçüde farklıdır. 1990'larda sermaye hareketlerinin ana unsuru ve bu hareketleri hızlandıran etken, 1980'li yıllara benzer biçimde ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye hareketleridir (Yeldan, 2002).

Bu dönemdeki sermaye akımlarının bir diğer özelliği de ülkelerin resmi kanallardan doğrudan borçlanmasının yerini uluslararası piyasalardan borçlanmanın almış olmasıdır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 17-18).

### **2.2.1.3. Carry Trade**

Türk Dil Kurumunun İktisat Terimleri Sözlüğü'nde arakazanç ticareti olarak türkçeleştirilen carry trade, faiz farklarından ve düşük kur oynaklığından faydalanmak amacıyla, daha düşük getiri sağlayan bir para biriminden

borçlanarak alınan krediyi, daha yüksek getiri sağlayan bir para birimine yatırım yaparak değerlendirmektedir.

Yatırımcılar, carry trade yatırım aracı ile çaba harcamadan kâr sağlamaktadırlar. Yani carry trade, faiz farkının, yatırım yapılan para biriminin borç alınan para birimine göre değer kaybından daha fazla olduğu sürece kârlıdır. Diğer yandan bu tür yatırımlar, likiditenin bol olduğu ve faiz hadlerinin çok düşük olduğu bir ortamda gelişmekte olan ülkeler açısından önem arz etmektedir (TCMB, 2013: 103).

Örneğin bir carry trade yatırımcısı %0.50 faiz oranı ile Japon Yeni borçlanıp, en yüksek faiz getirisi olan ülkeye yatırıp kâr elde etmek amacıyla, Türkiye'de yaklaşık %20 faiz oranlı bir fona yatırım yapabilmektedir.

Ayrıca, carry trade yatırım stratejisinde düşük faiz oranına sahip para biriminden borçlanmanın maliyetine taşıma maliyeti denmektedir. Yukarıdaki örnekte taşıma maliyeti Japon Yen'inden gerçekleşmektedir.

Carry trade yatırım stratejisi yaygın olarak iki şekilde gerçekleşmektedir. Birinci uygulama; bir yatırımcının düşük faizli fonları (funding currency) ödünç alarak bunları yüksek faizli fonlara (target currency) çevirmesi ve yine yüksek faiz oranından ödünç vermesi şeklindedir. İkinci uygulama ise, bir para biriminin başka bir para birimine karşı gelecekte oluşacak priminden yararlanma esasına dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle borç alınan bir paranın diğer para birimi cinsinden gelecekte özel bir tarihte teslim edilmesi durumundaki miktarı ile şimdiki döviz kurundan hemen teslim edilmesi durumundaki miktarı arasındaki fark iki para arasındaki vadeli döviz kurunu gösterir. Carry trade yatırım stratejisinin bu uygulaması; birincisi, vadeli döviz kuru şimdiki döviz kurundan yüksek ise bu bir gelecek primi ile satış yapmayı, ikincisi ise vadeli döviz kuru şimdiki döviz kurundan düşük ise bir gelecek iskontosu ile satın almayı içermektedir (Öner Badurlar, t.y.: 57).

### **2.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teori ve Faiz Haddi Paritesi**

Yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıkların tam ikame olması, çeşitli varlıkların getiri oranlarını eşitlemekte ve bu eşitliğe Faiz Haddi Paritesi (FHP) denmektedir. Bu

yaklaşımın en temel önerisi aynı riske sahip iki finansal varlığın aynı getiriye sahip olmasıdır. Eğer aynı risk özelliğine sahip iki varlık aynı getiriye sahip değil ise iktisadi ajanların iki varlığın getiri oranı eşitleninceye kadar arbitraj yapmaları kaçınılmaz olmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 176).

Bu teori, kısa vadeli uluslararası para piyasaları ya da uluslararası mali piyasaların arasındaki arbitraj faaliyetleri sonucu oluşturulan bir teori olup ödemeler bilançosunun sermaye hesabını modele katarak döviz kurlarının belirlenmesinde daha çok makro ekonomik yapıyı ele almaktadır. Teori, faiz oranları farkı, spot ve forward döviz kuru ve spekülörlerin beklentileri arasında bir bağ kurarak döviz kuru davranışlarını açıklamaya çalışmaktadır.

Kısa vadeli bir mali aracın risk düzeylerinin aynı, faiz oranlarının ise farklı olması ülkeler arasında faiz arbitrajı yapma olanağı doğurmaktadır (Seyidoğlu, 2003, 134).

TL bazındaki faiz oranını R, döviz kurundaki (TL / \$) artış oranını da E olarak gösterirsek, finansal arbitraj oranı;

$$[(1+R) / (1+E)] - 1 \quad (3)$$

olarak formülize edilmektedir (Yeldan, 2005).

Bu itibarla; işlem boyunca uluslararası spekülörün finansal geliri, Türkiye'deki faiz haddi yükseldikçe artacak, TL'nin yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerileyecektir. Bu yaklaşıma göre, çok büyük risk olmaması durumunda yurtdışı ve yurt içi faiz oranlarının farklılık taşıması ülkeler arası parasal hareketlilikler doğurmaktadır. Tasarruf sahipleri ellerindeki mali fonları belli bir risk düzeyinde getirisi en yüksek ülkeye yatırmakta iken, ödünç para almak isteyenler de faiz oranlarının en düşük olduğu piyasalardan borçlanmak istemektedirler. Düşük faizli ülkenin parası yüksek faizli ülkenin parası karşısında, bu farkın tutarı kadar prim yapmakta; yüksek faizli ülkenin parası ise faiz farkı kadar vadeli iskonto oluşturmaktadır (Yeldan, 2005).

FHP teorisinin iki farklı yorumu bulunmaktadır. Bunlardan birincisi Korunaklı (Güvenceli) Faiz Haddi Paritesi (KFHP), ikincisi ise Korunaksız (Güvencesiz) Faiz Haddi Paritesi (KZFHP)'dir.



### 2.2.2.1. Korunaklı Faiz Haddi Paritesi (KFHP)

Uluslararası finansal yatırımcılarının kendilerini kur riskine karşı korumaları KFHP temelini oluşturmaktadır (Kardaşlar, 2013: 28-29):

Örneğin; yatırımcı kendi ülkesinde (Türkiye) yatırım yapma isteğinde olsun. Türkiye'deki faiz oranı  $i$  olmak üzere 1 TL karşılığında vade sonunda anapara dahil olmak üzere  $(1 + i)$  kadar getiri elde eder. İkinci seçenek olarak elindeki TL fonlarını Dolara çevirterek ABD'ye yatırsın. ABD'deki yıllık faiz oranını  $i^*$  temsil etmektedir. Bir yıl sonunda  $(1 + i^*)$  kadar getiri elde edilecektir.  $S_t$  spot kur olmak üzere 1 TL anında teslim kurunda  $1 / S_t$  Dolara eşit olduğundan ABD'ye yapılan yatırımdan bir yıl sonunda  $(1 + i^*) / S_t$  kadar getiri sağlamaktadır. Türkiye'de yerleşik olan yatırımcı vade sonunda Dolar gelirlerini TL'ye çevirtmek zorundadır. Ancak gelecekteki spot kurlar bugünden tam olarak bilinmediğinden vadeli piyasa işlemleri ile kur riskini gidermek durumunda olan yatırımcı,  $F_t$  vadeli döviz kuru olmak üzere  $(1 + i^*) F_t / S_t$  miktarda güvenceli veya riskten korunmuş getiri sağlar. Korunaklı faiz paritesi aşağıdaki gibi formülize edilmiştir.

$$(1 + i) = F_t / S_t (1 + i^*) \quad (4)$$

$$S_t (1 + i) = F_t (1 + i^*) \quad (5)$$

(4) nolu denklik sağlandığında fonları Türkiye'den ABD'ye aktararak kâr sağlama olanağı yoktur. Bu eşitlikte düzenleme yapılarak,

$$i - i^* = (F_t - S_t) / S_t \quad (6)$$

elde edilir. Bu eşitlik korunaklı (covered) faiz haddi paritesini göstermektedir (Kardaşlar, 2013: 28-29).

### 2.2.2.2. Korunaksız Faiz Haddi Paritesi (KZFHP)

Korunaksız Faiz Haddi Paritesi (KZFHP)'nde yatırımcılar düşük faiz oranlı para cinsinden borçlanıp yüksek faizli para biriminden yatırımını yaparlar ancak, döviz kuru riskine karşı kendilerini güvence altına almadıkları için buna KZFHP

denmektedir. KZFHP teorisi aşağıdaki gibi formülize edilmektedir (Kardaşlar, 2013: 29):

$$1 + i_d = [(1 + i_f) \times E_t (S_t + 1)] / S_t \quad (7)$$

Yeniden düzenlersek,  $S_t$ : t dönemdeki spot kur,  $E_t$ : t dönemdeki beklenen döviz kuru ve  $t_d$ : Yurt içi faiz oranı olmak üzere;

$$(1 + t_d) / (1 + t_f) = [E_t (S_t + 1)] / S_t \quad (8)$$

Bu teori yalnızca iç ve dış yatırımların risklerinin eşit olması durumunda geçerli olmaktadır.

Korunaklı faiz haddi paritesinde forward kurların yardımıyla gelecekteki döviz kuru belirsizliği riski ortadan kalkmaktadır. KZFHP’de ise piyasaların etkin olduğu ve bu durumun gelecekteki döviz kurlarının beklentilerini oluşturduğu varsayımına dayanarak gelecekteki spot kurların ne olacağını belirsizlik yaratmayacağı ve piyasaların etkin olması sebebiyle mevcut bilginin bütün piyasa katılımcılarına ulaştığı ve böylece oluşan varlık fiyatlarının gelecekteki piyasa gelişmesi hakkındaki tüm bilgiyi yansıtması belirsizliği ortadan kaldıracağı düşünülmektedir.

### 2.2.2.3. Fisher Etkisi

Faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiden hareketle geliştirilmiş olan Fisher etkisi, ilk kez 1930 yılında Irving Fisher tarafından ortaya atılmıştır.

Faiz oranları, nominal faiz oranları ve reel faiz oranları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Nominal faiz oranı olarak ifade edilen piyasa faiz oranları, reel faiz oranı ile beklenen enflasyonun toplamına eşittir. Nominal faizlerin enflasyondan arındırılması ile reel faizler elde edilir ve bu faiz oranı tasarruf sahibinin sağladığı gerçek getiriye ifade etmektedir. (Seyidoğlu, 2001: 128).

Fisher etkisi denilen olguya göre; ilgili dönemde nominal faiz oranları, enflasyondaki bir artışla bire bir artmakta, fakat reel faiz oranları enflasyondaki artıştan etkilenmemektedir (Mercan, 2013: 369).

### 2.2.2.3.1. Yurtiçi Fisher Etkisi

Faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişki yalnızca bir ülke ile ilgili olursa buna yurtiçi Fisher etkisi adı verilir. Nominal faiz oranı ( $i$ ), reel faiz oranı ( $r$ ), beklenen enflasyon oranı ( $\pi$ ) olmak üzere yurtiçi Fisher eşitliği aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$i = r + \pi \quad (9)$$

### 2.2.2.3.2. Genelleştirilmiş Fisher Etkisi

İki ülke arasındaki nominal faiz oranları farkının bu ülkelerin beklenen enflasyon oranları farkına eşit olması Genelleştirilmiş Fisher Etkisi olarak adlandırılmakta olup aşağıdaki gibi formülize edilmektedir:

$$\dot{I}TR - \dot{I}ABD = PTR - PABD \quad (10)$$

Yukarıdaki denklemde; Türkiye'deki nominal faiz oranı ( $\dot{I}TR$ ), ABD'deki nominal faiz oranı ( $\dot{I}ABD$ ), Türkiye'de beklenen enflasyon oranı ( $PTR$ ), ABD'de beklenen enflasyon oranı ( $PABD$ ) ile ifade edilmektedir.

Genelleştirilmiş Fisher etkisi yaklaşımında, bir ülkede faiz oranları diğer ülkenin faiz oranlarından yüksek ise mali fonlar iki ülke arasındaki reel faiz getirileri eşitleninceye kadar faizin yüksek olduğu ülkeye gitmektedir. Reel faizler eşitlendiğinde iki ülke arasındaki nominal faiz oranlarının farkı ( $\dot{I}TR - \dot{I}ABD$ ) beklenen enflasyon oranları farkına ( $PTR - PABD$ ) eşit olmaktadır.

Fisher etkisinin geçerliliğinin test edildiği çalışmalarda Fisher etkisinin hazine bonusu gibi kısa vadeli risksiz borçlanma araçlarında geçerli olduğunu ancak, uzun vadeli borçlanma araçlarında vadenin uzaması ve finansal riskteki artış nedeniyle çok anlamlı bir etkiden bahsedilmemektedir (Yalçınar, 2008: 202).

### 2.2.2.3.3. Uluslararası Fisher Etkisi

Fisher hipotezinin uluslararası piyasalara uygulanmasıyla ortaya çıkan ve Uluslararası Fisher etkisi olarak bilinen bu yaklaşıma göre ilgili ülkelerde nominal faiz oranları arasındaki farklar ilgili ülkelerin kurlarında beklenen değişimlere eşittir (Seyidoğlu, 2001: 131).

Uluslararası Fisher etkisine göre ulusal piyasalarda yüksek faiz oranlarına sahip olan ülkelerin ulusal paraları, faiz oranları ölçüsünde değer kaybetmektedir.

$$\text{İTR} - \text{İABD} = E(S) - S / S \quad (11)$$

Eşitliğin sol tarafı nominal faiz oranları farkını, sağ tarafı ise döviz kurunda beklenen değişmeyi göstermektedir. Bu durumda spot döviz kurunun iki ülke arasındaki faiz oranları farkı kadar aynı oranda ancak ters yönde değişmesi gerektiğini ifade etmektedir.

Uluslararası Fisher ilişkisi; reel faiz oranlarının tüm dünyada eşit olduğunu bundan dolayı nominal faiz oranları arasındaki farklılıkların ulusal enflasyon beklentileri farklılıklarından kaynaklandığını öne sürmektedir (Yalçiner, 2008: 202).

Uluslararası Fisher etkisine göre, ulusal piyasalarında yüksek faiz oranlarına sahip olan ülkelerin ulusal paraları, faiz oranları ölçüsünde değer kaybetmektedir. Bu olgunun doğal bir sonucu olarak, enflasyon oranları düşükse faiz oranları da düşük olmakta ve ulusal para döviz piyasasında değer kazanmaktadır. Bu yaklaşım da kısa dönemde istikrarlı sonuçlar öngörmemektedir. Bu yaklaşımın uzun dönemde gerçekçi sonuçlar ortaya çıkardığı söylenebilmektedir.

Bu bilgiler ışığında FHP teorisi üzerinde tartışmalar olmakla birlikte, korunaklı faiz paritesinin ampirik olarak desteklendiği fakat korunaksız faiz haddi paritesinin geçerli olmadığı görülmektedir.

FHP yaklaşımında işlem maliyetlerinin söz konusu olması, risk priminin varlığı, ülkelerin vergi sistemlerindeki farklılıklar, ülkenin sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirebilmesi, piyasa katılımcılarının riske karşı farklı davranışlar sergileyebilmesi gibi faktörler FHP'den sapmalara neden olmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 134).

### **2.2.3. Spekülatif Sermayenin Ekonomide Yarattığı Kısır Döngü ve Yapısal Ekonomik Etkileri**

Sıcak para olarak da bilinen kısa vadeli sermayenin birçok ülkeyi dört aşamada krize götürdüğü belirtilmektedir. Birinci aşamada, kronik hale gelmiş bütçe açıkları borçlanmayla finanse edilmekte, bu zorunluluk faizler üzerinde baskı yaratarak, faizlerin yükselmesine yol açmaktadır. İkinci aşamada, kamu kağıtlarının faizleri bankalar açısından çekici hale gelmekte ve bankalar Hazine'ye borç verebilmek için kısa vadeli dış borçlanmaya yönelmektedir. Bu yolla ülkeye gelen döviz nedeniyle ulusal para değerlendirildiği için ithalat ucuz hale gelmekte, dış ticaret açığı ve dolayısıyla cari işlemler açığı büyümektedir. Üçüncü aşamada, kamu kesiminin mali sistemde yarattığı baskı, giderek piyasada kamu borçlarının çevrilemeyeceğine ilişkin bir hava oluştururken, cari işlemler açığı nedeniyle artan dış borçlar da dış borçların çevrilemeyeceğine yönelik bir beklentiye yol açmaktadır. Dördüncü aşamada, belirsizliğin döviz ve faiz üzerinde yarattığı baskı sonucu kriz oluşmaktadır. Sonucunda ise sıcak paranın ülkeden hızla kaçması ile ekonomide ciddi sorunlar yaşanmaktadır (Ankara Ticaret Odası: 2006).

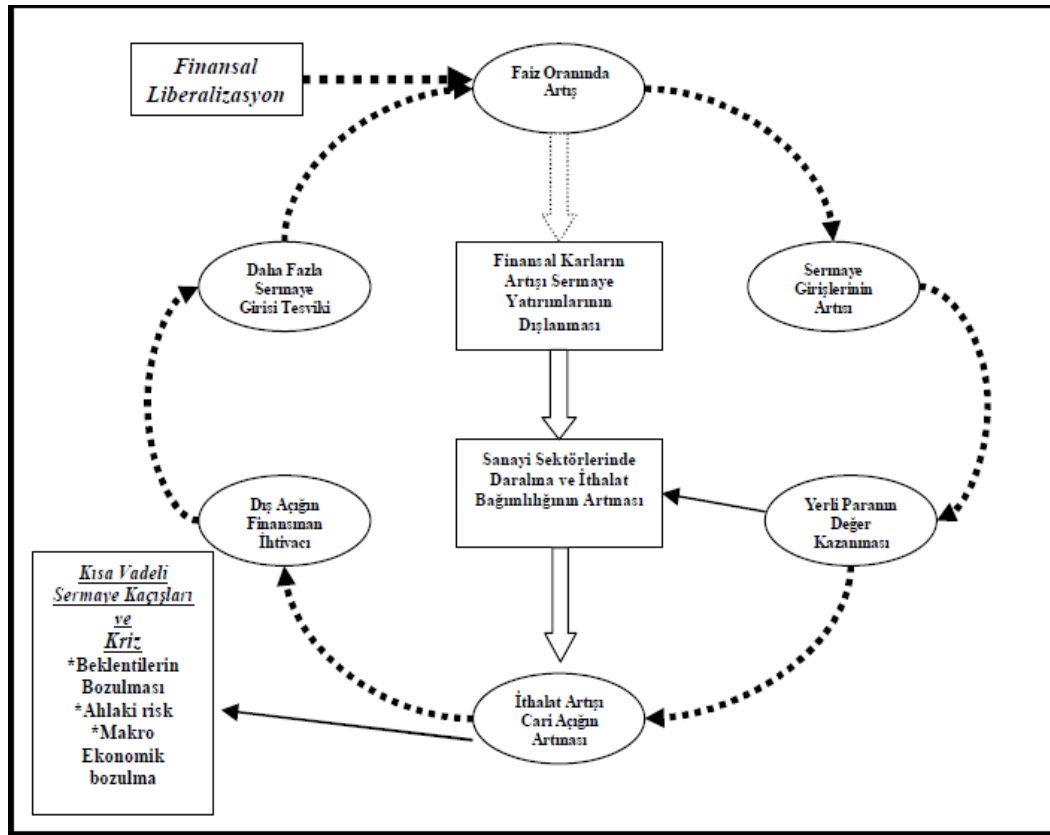
Sıcak para ile ülkeye giren sermayenin aniden kesilmesi sonucu sermaye çıkışı görülmesini ifade eden bu duruma ekonomi literatüründe ani duruş adı verilmektedir. GOÜ'lerin mali piyasalarının derinleşmemiş olması ve istikrarlı bir büyüme sağlayabilecek kadar yurtiçi kaynağa sahip olmaması diğer yapısal sorunlarla da birleşince yüksek oranlarda ekonomik daralmalara yol açabilmektedir. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde geçici büyüme dönemine giren ekonomi, kısa vadeli sermaye akımlarının çıkışlarıyla birlikte mali krizlere sahne olmakta ve eskisinden daha fazla finansal kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Başka bir ifadeyle, sıcak para bağımlılığı, bir kısır döngüye yol açmaktadır.

Gelişmiş ülkelerden, GOÜ'lere yönelen sermaye akımları, uzun dönemli yatırımlar için ekonomik ve politik istikrar aramaktadır. Ancak GOÜ'lerde bu durum çok kısa süreli olduğu için söz konusu ülkelere yönelik sermaye akımları büyük ölçüde kısa vadeli sermaye yatırımı şeklinde gerçekleşmektedir. İstikrarsızlıkların temel nedeni, sıcak para akımlarının, uluslararası

piyasalardaki yüksek reel faize yönelirken, kısa dönemli döviz birikimi sağlanması, bunun da ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmasıdır. Böylece ithal mallar ucuzlarken, ihracatçı sektörler olumsuz yönde etkilenmekte ve cari işlemler açığı büyümektedir. Kısa vadeli finansman olanakları ile sağlanan ekonomik büyüme ise dışa bağımlı ve yapay bir nitelik göstermektedir. Reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla büyüme oranı ani değişimler gösterebilmektedir (Yeldan, 2003: 6). Diğer yandan, özellikle finansal serbestleşme sonucu artan fon akışı yalnızca yüksek verimliliği olan projelerin finansmanında kullanılmamakta 1990'lardan sonra daha çok spekülasyon alanlarına yönelmektedir.

Kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak makro ekonomik durumun kötüleşmesi sürecini veren şekil 2.1. aşağıda yer almaktadır.

Şekil 2.1. Kısa Vadeli Sermaye Girişlerine Bağlı Olarak Makroekonomik Durumun Kötüleşmesi Süreci Ve Finansal Kriz Dinamiği



Kaynak: Tuncel, 2010: 14.

Şekil 2.1.'de görüldüğü gibi finansal serbestleşme sonucu aşırı sermaye girişleri, ulusal paranın değer kazanmasına neden olmakta bu da ticari mal üreten ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü yitirmesine yol açmaktadır. Aşırı sermaye girişlerinin neden olduğu kamu açıkları ve cari işlemler açıklarının (ikiz açık) sürdürülebilirliğinin kuşku yaratması uluslararası yatırımcıların bekleyişlerinin olumsuz dönüşmesine ve ani sermaye çıkışlarına yol açarak ülke ekonomilerinde finansal sektörlerden başlayarak reel sektöre doğru genişleyen yıkıcı krizlerin oluşmasına neden olmaktadır (Tuncel, 2010: 13-14).

### **2.2.3.1. Tüketime Etkisi**

GOÜ'ler, milli gelirinin az olması ve yurtiçi tasarruflarının yetersizliğinden dolayı büyüme ve kalkınmaya yönelik fon yaratılmasını teminen dış kaynağa başvurumaktadırlar. Bu yüzden yabancı sermaye, büyüme hedefinin gerçekleştirilmesinde önemli bir etkidir. Diğer yandan GOÜ'lerde sürekli artan tüketim arzusu, gelirin az olması nedeniyle yabancı sermayenin kullanılmasını gerektirmektedir.

Finansal serbestleşme sonucunda sermaye girişlerinin artmasıyla birlikte, GOÜ ekonomileri büyümekte ve ulusal para değer kazanmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi sonucu ithal mallarının ucuzlaması ile tüketim hızı artmakta ve sermaye gelirden çok tüketim harcamasına neden olmaktadır. Çünkü, artan yabancı sermaye girişinin yarattığı aşırı borç yükü, yurtiçi tasarrufların önemli bir oranının yatırımlara dönüşmeden yurtdışına kaynak transferi için kullanılmasına neden olmakta, yurtiçi tasarrufları da tüketici kredisi ve tüketim malı ithalatına kaydırmaktadır.

Yerel bankalar genellikle uluslararası sermaye piyasası ile ülke içindeki borçlanma talebi arasında bir aracı işlevi gördüğünden, yüksek kredi stokları temelde ülkeye giren özel sermayeden kaynaklanmaktadır. Özel bankaların kredi stoklarındaki büyüme oranının mevduatlarındaki büyüme oranından yüksek olması, talebin artması yönünde önemli bir faktördür. Bankaların yüksek faiz oranlarını reel sektöre yönlendirmekte karşılaştıkları sorunlar, tüketici kredilerini arttırarak tüketimi körüklemektedir. Bankalar iç piyasalardan elde

edemediği tasarrufu, dış piyasalardan temin ederek, tüketicilere tüketici kredisi olarak kullanırmak istemektedirler.

Aşırı sermaye girişi ile iç talebin artması sonucunda yatırımların sektörel dağılımına bakıldığında; ticarete konu olan sektörlerden (imalat, sanayi gibi reel sektörler) ziyade, ticarete konu olmayan sektörlerin (sağlık, finans, emlak vs. hizmet sektörleri) görece yatırımlarında olumlu etkisi vardır. Artan iç talebin ticarete konu olan sektör yatırımları üzerinde olumlu etki yapamaması ulusal paranın değerlenmesi ile artan tüketim malı ithalatından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişi sonucu reel olarak değer kazanan ulusal paranın olduğu bir ülkede, ticarete konu olmayan sektörlerdeki üreticiler, artan yurt içi özel tüketim talebini değerlendirerek ticarete konu olan sektörlerle oranla daha yüksek fiyat ayarlamaları yapılabilmektedirler (Kepenek ve Yentürk, 2003: 217).

### **2.2.3.2. Cari İşlemler ve Sermaye Hesabı Üzerindeki Etkisi**

Ödemeler bilançosunda cari işlemler hesabı, bir yıl içinde ülkenin giderleri ile gelirlerinin toplamını oluşturmaktadır. Cari işlemler hesabı kalemini mal gider ve gelirleri, hizmet gider ve gelirleri, yatırım gider ve gelirleri ile karşılıksız transferler oluşturmaktadır. Ülkenin cari işlemlerden elde ettiği gelirler, cari işlemlere yapılan giderlerden daha büyükse, cari fazla (cari işlemler fazlası); daha küçükse, cari açık (cari işlemler açığı) olarak nitelendirilmektedir.

Diğer yandan, cari denge aşağıda gibi de formülize edilebilmektedir:

$$\text{Cari Denge (CA)} = \text{Yurtiçi tasarruflar (S)} - \text{Yatırım (I)} \quad (12)$$

Bu eşitlik negatif değer alırsa cari açık; pozitif değer alırsa cari fazladan söz edilmektedir (Çolak, 2013: 44).

Yüksek faiz oranları ile birlikte artış gösteren uluslararası sermaye, giriş yapılan ülkenin ulusal parasının değerlenmesine, ülkenin ekonomisinin büyümesine, büyümeden kaynaklı talep artışı da ithalatın artmasına neden olmaktadır. İthalatın ihracattan fazla olması yani dış ticaret dengesinde açığın olması cari açığa ya da var olan açığın daha da artmasına sebep olmaktadır.



Kısa vadeli sermaye hareketleri cari işlemler dengesini etkilemektedir. Cari işlemler dengesi fazla verdiğinde dışarı sermaye ihracı, tersi durumda ise sermaye ithali yapılmaktadır. Ödemeler bilançosunda uzun vadeli sermaye hareketleri otonom; kısa vadeli sermaye hareketleri ise denkleştirici kabul edilmektedir. Denkleştirici işlemler, otonom işlemlerden kaynaklanan döviz arz ve talebi arasındaki dengesizlikleri gidermek için yapılmaktadır (Tanören, 2009: 7).

Bir ülkenin gelirinden fazla harcama yapması veya tasarrufundan fazla yatırım yapmasından oluşan cari açığın fazla olmasından çok, cari açığın nasıl finanse edildiği önemlidir. Cari açık, ya yurtdışından borçlanarak ya da ülkenin daha önceden biriktirmiş olduğu rezervler kullanılarak finanse edilir. Ülkemizde uzun yıllar cari açığın finansman biçimi kısa vadeli yatırımlarla gerçekleştirilmiştir. Cari açık dış borçları arttırıcı biçimde kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edildiğinde ülke ekonomisinin kırılganlığı artmaktadır.

Diğer yandan sermaye girişleri tarafından finanse edilmeye çalışılan cari açıkların, belli bir süre sonra sermaye girişlerinin üzerine çıktığı da unutulmamalıdır. Nitekim 1994'te Meksika'da aşırı sermaye girişi ile birlikte, ulusal paranın değerlenmesiyle artan cari açık, kısa vadeli sermaye ile finanse edildiğinden yüksek faiz oranlarına rağmen yatırımcıların ülkeden kaçışını kurtaramamış ve krizi kaçınılmaz hale getirmiştir.

### **2.2.3.3. Döviz Kuru, Rezervler ve Enflasyona Etkisi**

Finansal serbestleşme sonucu, GOÜ'lerdeki aşırı sermaye girişi ile birlikte bu ülkelerin ulusal paraları değerlenmiştir. Spekülatif nitelikli sermayeden en az etkilenmek (en az hasarla kurtulmak) için döviz kuru rejiminin nasıl olması gerektiği önemli olmuştur. Sermaye akımının yöneldiği ülkelerde uygulanan döviz kuru rejimlerine bağlı olarak ülke parası değer kazanmaktadır.

Sabit kur rejimini benimseyen ülkelerde ani sermaye çıkışlarında Merkez Bankalarının kurun değer kaybından en az seviyede etkilenmek için güçlü döviz rezervi tutmaları gerekmektedir. Sabit kur rejimi altında, kurun değerini koruma amaçlı müdahalelerde bulunulması, rezerv birikimine ve para arzının artmasına yol açmakta ve toplam talepte ve enflasyon oranında artış olmaktadır.

Dalgalı döviz kuru sistemini benimseyen ülkelerde ise Merkez Bankalarının güçlü rezerv tutmalarına gerek olmamasına rağmen özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde spekülâtif akımlar sıkça yaşandığı ve Türkiye'nin yüksek cari açık sorunu bulunduğu için yüksek miktarda rezerv tutması gerekmektedir. Ayrıca, yeterli rezerve sahip olunmaması halinde, döviz talebi nedeniyle ilgili ülke parasının değer kaybedeceği düşünülmektedir.

Dalgalı kur sisteminde, ulusal paranın değer kazanması, nominal kurun değer kazanması yoluyla olurken; sabit kur sisteminde ise ticarete konu olmayan malların fiyatındaki artış yoluyla olmaktadır.

Spekülâtif nitelikli para ataklarına en duyarlı olan ülkelerin, döviz kuru esnekliği az olan ülkeler olduğu ve spekülâtif nitelikli atakların, mali sistemi zayıf olan, ulusal parası aşırı değerlenmiş ve dış borç yapısında kısa vadeli borçların ağırlıkta olduğu ülkeleri seçtiği vurgulanmaktadır (IMF, 1997: 8-9).

Aşırı sermaye girişi ile rezervlerde oluşan artış ile genişleyen parasal taban, enflasyonist etkinin oluşmasına yol açmaktadır. Sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye etkisinin sınırlandırılması ve sermaye girişinin döviz kurlarındaki etkisinin sınırlandırılması gerekmektedir.

*Diğer yandan yüksek spekülâtif sermaye girişlerinin enflasyona yaptığı etki hükümetlerin yürüttüğü para politikalarına (müdahaleci ve müdahaleci olmayan) bağlı olarak farklılık göstermektedir. Eğer müdahale etme yönünde bir karar verilmiş ise müdahale etme konusunda dikkate alınması gereken ilk öneri (Fischer ve Reisen, 1992 ve 1993; Reisen ve Fischer, 1993; Reisen, 1993) para arzındaki artışı önlemek için bu artışı sterilize edecek bir müdahalenin yeterli olacağı şeklinde olup ikinci öneri (Akyüz, 1993b; Calvo vd., 1993; Ffrench-Davis vd., 1994; Zahler, 1992) ise sterilizasyon alternatifinin sorunsuz olmamasından hareketle kısa dönemli sermaye girişlerinin doğrudan vergilendirilmesinin oldukça etkili olabileceği şeklindedir (Yentürk, 2005: 134).*

#### **2.2.3.4. Ulusal Paraya Etkisi**

Finansal serbestleşme sonucu ortaya çıkan spekülâtif sermaye girişleri, ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açmaktadır. Bunun sonucunda ise ihracat ürünlerinin fiyatları artmakta ve ithalat ucuzlayıp ithalat miktarı artmaktadır.

Birçok sebeple iç piyasaya gelen döviz, dış ticaret açığından kaynaklanan döviz kıtlığını ortadan kaldırmakta, hatta döviz bolluğu oluşturarak ulusal paranın yapay bir şekilde değer kazanmasına neden olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere akan sermayenin niteliğini rantiyelerin spekülâtif nitelikli yatırımları oluşturmakta ve bu nedenle de spekülâtif nitelikli yatırımlar, yatırımların ülkeler arası getiri oranlarının ve yurt içi ile yurt dışı faiz oranlarının yaklaşmasını niteliği gereği mümkün kılmamaktadır (Yentürk, 1990: 90). Çünkü gelişmiş ülkeler yüksek oranlardaki faizlerin kamuya getirdiği borç yükü ve olumsuz makro ekonomik etkileri kendi ülke ekonomilerine de yansıtmak istemeyeceklerdir.

Ancak, ulusal paranın değerlenmesi uluslararası rekabet gücüne ve dış ticaret dengesine zarar vermekte, ithalata olan bağımlılığı arttırmaktadır.

#### **2.2.3.5. Faiz Oranlarına Etkisi**

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli etkilerinden bir diğeri de faiz oranları üzerine etkisidir.

Gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımları, faiz oranlarını yükseltmektedir. Kamu açığı ve kamu faiz ödemelerindeki artış faiz oranlarını artırmasının yanı sıra, kamu tasarrufunda azalma ve dış borç stokunda artışla sonuçlanmaktadır. Bu durum yine faiz oranlarında artışa sebep olmaktadır (Yentürk, 2005: 64).

Dünya faiz oranlarındaki düşüşlerle birlikte, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde tasarruflarda azalma, tüketim ve yatırımlarda (ticarete konu olmayan sektörlerdeki) artış gözlemlenmektedir. Tüketim ve yatırımlardaki artışlar ulusal paranın değerlenmesine neden olurken, ticarete konu olmayan malların fiyatlarının da yükselmesine yol açmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri sadece kısa dönemli kazançlara yönelik olduğu için spekülâtif sermaye, reel yatırımlara dönüşmemektedir.

Ayrıca gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz - düşük kur politikaları ile gelir sağlamak amacıyla olan yatırımcıların spekülâtif nitelikli hareketlerinden etkilenmeleri faiz oranlarındaki artışa neden olmaktadır.

### 2.2.3.6. Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Yukarıda da bahsedildiği gibi GOÜ'lere akan sermayeyi çoğunlukla spekülâtif nitelikli sermaye oluşturmakta ve bu ülkelere yönelen sermaye sahipleri kısa dönemli kazançlar hedeflemektedirler. Dolayısıyla yatırımların ülkeler arasında getiri oranları arasında ve ülke içi yüksek faiz oranları ile uluslararası düşük faiz oranları arasında bir yakınlaşma olmamaktadır. Ayrıca, GOÜ'lerde spekülâtif sermaye girişleri nedeniyle artan faiz oranları, reel yatırım kararlarını olumsuz biçimde etkilemekte ve hükümetlerin ulusal hedeflerine ulaşmak amacıyla yatırımlar için faiz oranlarının bir enstrüman olarak kullanabilme olanaklarını azaltmaktadır (Yentürk, 2005: 132).

Aşırı sermaye girişleri, ulusal paranın değerlenmesi ile birlikte talep üzerinde artış meydana getirmektedir. Böylece ticarete konu olmayan mallara olan talepte artış olmakta ve artan talep sadece yerli üretimle karşılanabildiğinden bu durum, bu tür malların üretiminde de bir artışa neden olmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesinin görelî fiyatlarda ticarete konu olmayan sektörler lehine bir değişime neden olduğu dikkate alındığında, aşırı sermaye girişlerinin olduğu ülkelerde bu sektörlere yapılan yatırımlarda artış eğilimi olmakta, hizmet sektörlerinde aşırı büyüme oluşturmakta ve ihracat üzerinde olumsuz etkisi olan bu durumu telafi etmek amacıyla, ticarete konu olmayan sektörlerden ticarete konu olan sektörler bir kaynak transferi yapılması gerekli hale gelebilmektedir (Yentürk, 2005: 132).

Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerde, reel sektörde yeterli düzeyde yatırım yapılmadığı için büyük bir istihdam sorunu da mevcuttur. Bu çerçevede, ülkeye gelen yabancı sermaye yatırımları istihdam düzeyini artırma açısından büyük önem taşımaktadır. Ancak, yabancı sermayenin kısa vadeli spekülâtif fonlar olarak ülkeye gelmesinin istihdama katkısının yok denecek kadar az olduğu ve sıcak paranın ülkeyi hızla terk etmesi durumunda ulusal ekonomide yaşanan olumsuzlukları arttıracığından daha büyük bir işsizlik sorunu ortaya çıkacağı bilinmektedir.

### **2.2.3.7. Kamu Dengesi Üzerindeki Etkisi**

Sermaye hareketlerinin kamu dengesi üzerindeki etkisine geçmeden önce bütçe dengesi ve faiz dışı denge kavramlarına açıklık getirmek gerekmektedir.

Bütçe dengesi, bütçe gelirlerinden bütçe giderlerinin çıkarılması ile elde edilmektedir. Giderler ile gelirler birbirine eşitse bütçe denk konumdadır, ancak giderlerin gelirlerden fazla olması, bütçenin açık vermesi; giderlerin gelirlerden az olması, bütçenin fazla vermesi anlamına gelmekte ve bu durum borçlanmayı gerekli kılmaktadır. Bütçe gelir kalemi, vergi gelirleri ve diğer gelirlerden; bütçe gider kalemi ise, faiz giderleri ve faiz dışı giderlerden oluşmaktadır.

Diğer yandan bütçe gelirleri (vergi gelirleri ve diğer gelirler)'nden faiz dışı giderlerin çıkarılması sonucunda da faiz dışı denge oluşmaktadır. Bütçe gelirlerinin faiz dışı giderlerden fazla (az) olması durumunda faiz dışı fazla (açık) söz konusudur.

GOÜ'lerde dış borçların büyük bir bölümü kamu sektörüne ait olduğundan dış borçlardaki spekülatif nitelikteki finansal şişkinliklerin yarattığı artış, faiz ödemelerinin yükünü artırarak kamu harcamalarında ani bir yükselişe ve faiz oranlarında da artışa neden olmaktadır.

Artan kamu açıklarının ekonomide yol açacağı sonuçları engellemek için faiz dışı bütçe fazlası verilmesi gerektiğinden faiz dışı bütçe fazlası faiz dışı harcamaların azaltılmasına yol açmaktadır. Böylelikle faiz dışı bütçe açığı olmayan ülkelerde bile kamu açıklarının yukarı doğru iten kısır döngü ortaya çıkabilmektedir (Pamuk, 2006: 40).

### **2.2.3.8. Para Piyasası Dengesi Üzerindeki Etkisi**

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan yüksek faiz oranları, hem yurt dışından ülkeye kısa vadeli yabancı sermaye girişini özendirilmekte hem de ülkeden dışarıya çıkması söz konusu olan sermayeyi caydırıcı etki yapmaktadır. Böylece ödemeler bilançosunun sermaye hesabında bir fazlalık oluşmaktadır. Sermaye bilançosunda oluşan bu fazlalık, dış ticaret bilançosundaki açığı kapayıcı etki yapmakta ve ödemeler bilançosu dengesi üzerinde olumlu etkisi olmaktadır.

Dış ticarete açık içinde olan bir ülke daraltıcı maliye ve sıkı para politikasıyla toplam harcamalarını kısmaktadır. Fakat para arzındaki daralmanın (sıkı para

politikası) faizlerde yol açtığı yükselme, diğer yandan ülkenin sermaye bilançosunu da olumlu yönde etkilemektedir. Bir dış fazla durumunda ise genişletici maliye ve gevşek para politikası ile toplam harcamalar genişletilmekte ve bu nedenle dış ticaret bilançosundaki fazla eritilmiş olmaktadır.

Diğer yandan düşük faiz oranları ise yabancı sermayenin ülkeden ayrılmasına yol açmaktadır. Böylece sermaye bilançosu da açık vermeye başlamaktadır.

#### **2.2.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Kriz / Kırılganlık İlişkisi**

Birçok yazar tarafından GOÜ'lerde ortaya çıkan krizlerle sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi arasında yakın bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Özellikle kısa vadeli sermayenin hareketli ve istikrarsız nitelikte olması bu sermayenin yoğun olarak girdiği ve çıktığı ülkelerde mali sorunlar yaratmış ve bu sorunlar krize yol açmıştır.

Bu bölümde öncelikle finansal kırılganlık tanımı verilecek daha sonra da kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilişkisi ve GOÜ'lerden Arjantin ve Meksika'da meydana gelen krizlere değinilecektir.

##### **2.2.4.1. Finansal Kırılganlık**

Kırılganlık, ekonomideki özel ve kamu borçlanıcılarının yükümlülüklerini yerine getirmelerine engel olacak iç ve dış şoklara duyarlılıklarının yüksek olma riski olarak tanımlanmakta olup kırılganlığı arttıran faktörler ise vade uyumsuzlukları, yükümlülük değerlerindeki oynaklık, finansal açıklık, yatırım ve borçlanma kararlarını yönetecek yeterli mekanizmanın olmaması şeklinde sınıflandırılmaktadır (Tuncel, 2010: 12).

Finansal kırılganlık ise ekonomik şoklara duyarlılık olarak ifade edilmektedir. Kırılganlık, finansal sistemin yapısına yönelik; kriz ise kırılganlık ve bazı dışsal şoklar arasındaki etkileşimin sonuçları olarak değerlendirilmektedir (Ural, 2003: 12).

Finansal kırılganlık yaklaşımında finansal krizi yaratan olgunun, konjonktürel dalgalanmaların genişleme aşamasında ortaya çıkan aşırı borçlanma olduğu ifade edilmektedir. En önemli savunucularından biri olan Fisher (1932),

konjonktürel dalgalanmalardaki daralmaları, deflasyona ve aşırı borçluluğa bağlamaktadır (Sevim, 2012: 12-14).

Bir diğer savunucusu olan Minsky (1977 ve 1982), Fisher'in yaklaşımını genişletmiş ve ekonomik genişleme esnasındaki aşırı borçluluk sorununu finansal kırılganlık (financial fragility) kavramı ile açıklamıştır. Buna göre ekonominin konjonktürel dalgalanmaların genişleme döneminde daha kırılgan olduğu ve oluşan bu kırılgan yapının da zayıf bir piyasada menkul varlık satışlarına neden olarak, varlıkların fiyatlarının aniden düşmesi ile finansal krizleri başlattığı ifade edilmektedir. Minsky, finansal sistemdeki kırılganlık düzeyinin üç belirleyicisi olduğunu belirtmiştir. Bunlar; aşağıda da açıklaması verilen hedge, spekülatif ve ponzi finansmandır. Hedge finansman; tüm dönemlerdeki nakit gelirlerin, nakit ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmekte olduğu durumu tanımlamaktadır. Spekülatif finansman; bazı dönemlerdeki nakit gelirin, o dönem nakit ödeme yükümlülüklerini gerçekleştirecek düzeyin altında kalması, ancak bütün dönemler dikkate alındığında; toplam nakit gelirin toplam nakit ödeme yükümlülüğünü karşılayabilmesidir. Bununla birlikte, nakit ödeme yükümlülüklerinin nakit gelirler tarafından karşılanamadığı dönemlerde yeniden borçlanma gereksinimi doğmaktadır. Ponzi finansman ise çoğu dönemlerde nakit gelirlerinin, nakit ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünden yoksun olduğu finansmandır. Ponzi finansman birimlerinde, borcu ödeyememe acizliği nedeniyle sürekli yeni borçlanma gereksinimi doğmaktadır (Sevim, 2012: 12-14).

Finansal kırılganlığın diğer savunucusu olan Kindleberger'e göre ise spekülasyon güdüsünün mal ya da finansal varlık istemine dönüşmesi ile artan talebin, mal üretme kapasitesinde ya da finansal varlık sunumu üzerinde baskı oluşturacağı, bu durumun yeni kâr fırsatlarını arttırarak, yeni firma ve yatırımcıları çekip fiyatların yükselmesine neden olacağı söylenmektedir. Yeni yatırımların gelirleri arttırması yeni yatırımlara ve yeni gelir artışlarına yol açacağından, fiyat artışı spekülasyonu; üretim yatırımlarına ve satışlara eklenecektir. Bu durumun, normal koşullarda bu tür faaliyetlerden uzak duran kesimi de içine alarak bu tür faaliyetlere kendini kaptıran firma ve kişi sayısını arttıracığı, kâr spekülasyonunun normal rasyonel davranıştan "çılgınlık" ya da

“balon” olarak tasvir edilen davranışa doğru kayacağı belirtilmektedir. Böylelikle borçluların kredilerini ödeyemez duruma düşmeleri, spekülâtorler tarafından piyasanın artık daha yukarı gidemeyeceği şeklinde algılanarak, reel ve uzun vadeli finansal aktiflerden paraya geçişi ile fiyatların düşeceği ve iflasların artacağı görülmüştür (Sevim, 2012: 12-14).

Sonuç itibariyle, spekülâtif nitelikli kısa vadeli sermaye akımları, ulusal ekonomide risk yapısının oluşmasında ve mali piyasalarda kırılmalıkların oluşmasında önemli rol oynamaktadır. Bu kırılmalıkların en önemli göstergeleri: artan dış ticaret açığı, cari işlemler açığı ile kısa vadeli dış borçların TCMB döviz rezervlerine oranı olarak göze çarpmaktadır.

#### **2.2.4.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Yol Açtığı Finansal Krizler**

Kısa vadeli sermaye hareketlerine getirilen en büyük eleştirilerden birisi derin bir finansal yapıya sahip olmayan ekonomilerde spekülâtif saldırıların baş rol oynayarak finansal krizlere sebep olmasıdır. Ülkelerin finansal serbestleşmeyle birlikte ekonomilerini sermaye hareketlerine açmalarının sonucunda artan para transferleri, herhangi bir ülkede oluşan krizin diğer ülkelere (yayıma) bulaşma riskini beraberinde getirmiştir.

1980’li yılların ortalarından itibaren finansal serbestleşme ile birlikte birçok GOÜ'nin finansal piyasalarını sermaye hareketlerine açtığı görülmektedir.

Kuşkusuz ulusal finans piyasalarının sermaye hareketlerine açık olması, GOÜ'lerin uluslararası sermayeden daha fazla yararlanabilmesi anlamına gelmektedir. Ancak gerek Latin Amerika ülkelerinde gerekse Asya ülkelerinde yaşanan krizler göstermiştir ki istikrarlı bir makro ekonomik ortam olmadığında spekülâtif nitelikli sermaye akımları krizleri beraberinde getirmektedir. Bunda ulusal finans piyasalarında yaşanan düzenleme, denetim mekanizmalarının yetersizliği ve piyasa başarısızlıklarının payı da vardır.

Sermaye hareketlerinden kaynaklanan ve diğer ülke ekonomilerini etkileyerek literatüre geçen belli başlı finansal krizler aşağıda verilmektedir.



### 2.2.4.2.1. Meksika 1994 Krizi

Meksika ekonomisi uzun yıllar boyunca istikrarı bir türlü sağlayamamış ve birçok sarsıntı ile karşı karşıya kalmıştır. Bu sebeple Meksika'da, IMF desteğiyle 1988 yılında bir ekonomik program uygulamaya konulmuş, fiyat istikrarı konusunda ciddi ilerlemeler kaydedilmiş, ekonomide güven ortamı sağlanmış ve IMF'den kredi desteği alınmıştır (tablo 2.3.).

GOÜ'lere sermaye girişinin yükseldiği 1990 yılında ise hem dış denge hem de kamu dengesi olan bir ekonomiye sahip olan Meksika 1994 yılında kriz yaşamıştır. Bu krizdeki temel nedenler; 1980'lerle beraber hızla artan, krizden önceki birkaç yıldaki olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye giren büyük miktardaki kısa dönemli sermayenin, değerli ulusal para, yüksek oranda cari işlemler açığı ve politik istikrarsızlık nedeniyle ülkeden hızlı bir şekilde çıkması olduğu söylenmektedir.

Meksika'nın 1990 yılında 9.862 Milyar ABD Doları olan MB rezervleri, 1994 yılına kadar artmış fakat 1994 yılının sonlarına doğru ekonomide oluşan panik havası nedeniyle ülkenin dış rezervleri 6 Milyar ABD Dolar'a gerilemiş, bunu da büyük oranla bir devalüasyon takip etmiştir.

Tablo 2.3. Kriz Öncesinde Meksika Ekonomik Verileri

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GSYH Büyüme Oranı (%)	5	4	4	2	4	6
Cari Açık (GSYH %)	-3	-5	-7	-6	-7	-1
MB Rezervleri (Milyar Dol.)	9.862	17.725	18.941	25.109	6.278	16.846
Kullanılan IMF Kredisi (Milyar Doları)	6.551	6.765	5.949	4.787	3.860	15.828
Kısa Vadeli Dış Borçlar (Toplam Borç %)	15	19	22	28	28	23
Reel Faiz Oranı (%)	--	--	--	8	10	16
Enflasyon Oranı (TÜFE)	27	23	16	10	7	35
GSYH (Milyar ABD Doları)	262.709	314.453	363.609	403.195	421.725	286.698
Toplam Dış Borç (Milyar ABD Doları)	104.442	114.067	112.300	130.519	138.545	165.378
Bankacılık Sektörünün Sağladığı Toplam Kredi (Milyar ABD Doları)	37	38	40	41	49	50

Kaynak: Çolpan, 2008: 80.

Diğer yandan tablo 2.3.'deki verilerden Meksika'da cari açığın 1990'dan itibaren hızla arttığı görülmektedir.

Ekonomist Stanley Fischer, kriz öncesinde yaptığı bir konuşmada bu duruma dikkat çekmiş ve Meksika'daki cari açığın çok yüksek boyutlara ulaştığını, açığın tamamen uluslararası sermaye yatırımları ile finanse edildiğini ve kaçış halini alacak bir sermaye çıkışı halinde krizin önlenemeyeceğini belirtmiştir (Uygur, 2001: 24).

Ayrıca, 1994 yılında reel faiz oranlarında ve toplam dış borçlarda da artış olduğu görülmektedir. Ancak bu borçlar içerisinde kısa vadeli borçların artış göstermesi dikkat çekmektedir. Bu durum ciddi bir para krizi riski oluştururken, kısa vadeli borçların içerisinde dövize endeksli bonoların ağırlığının fazla olması bu riski çok daha ciddi bir sorun haline getirmiştir.

Meksika ekonomisinin kriz öncesi durumu ele alındığında, ekonomik olarak 1990-1994 yılları arası ortalama %4'lük bir büyüme oranı yakaladığı görülmektedir.

Diğer taraftan Meksika'da, yaşanan iç kredi genişlemesinin yanı sıra M2 para arzının uluslararası rezervlere oranı ciddi bir biçimde artmıştır. 1993 yılında M2 para arzı 120 Milyar ABD Doları seviyesinde seyrederken, Merkez Bankası rezervleri ise 26 Milyar ABD Doları seviyesinde kalmıştır (Karabulut, 2002: 113-118).

Meksika hükümeti, 20 Aralık 1994 tarihinde Peso'nun %15 oranında devalüe edildiğini açıklamıştır. Ancak sadece 1994 yılındaki dövize endeksli bono stoğunun 17 Milyar ABD Doları'nı aşması, Merkez Bankası rezervlerinin ise 6 Milyar ABD Doları civarına düşmüş olması, devalüasyon oranının yetersiz olduğunu ortaya koymaktadır. Meksika hükümetinin iyi bir planlama yapmadan gerçekleştirdiği devalüasyon, hükümetin ekonomi politikalarına olan güvenini tamamen ortadan kaldırmış ve ülkeden sermaye kaçışını daha da hızlandırmıştır. Devalüasyon kararından iki gün sonra hükümet, Peso'nun değerinin dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır.

Tablo 2.4. Meksika'ya Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (Milyar ABD Doları)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Portföy Yatırımları	1.680	3.610,33	4.726,92	8.467,09	3.373,80	-3.813,08
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	2.520	9.282,24	13.453,53	19.756,55	5.060,7	-7.081,44
Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	10.771,06	9.433,59	-7.272,18	6.047,92	1.265,17	3.727,07

Kaynak: Çolpan, 2008: 86.

Tablo 2.4.'den de görüldüğü üzere Meksika'ya yönelen uluslararası sermaye yatırımları, 1993 yılında ciddi bir artış göstermiştir. Ancak, 1994 yılında ülkeden büyük oranda sermaye çıkışı yaşanmıştır. Özellikle 1994 yılından önce kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımlarda ciddi bir artış yaşanmış, 1994 yılından itibaren ise artış tersine dönmüştür. 1993 yılında Meksika'ya yönelen portföy yatırımları 8,4 Milyar ABD Doları, kısa vadeli sermaye hareketleri ise 19,7 Milyar ABD Doları seviyesindeyken; ekonomik krizin etkilerinin görülmeye başladığı 1994 yılında portföy yatırımları 3,3 Milyar ABD Dolar'a, kısa vadeli sermaye hareketleri ise 5 Milyar ABD Dolar'a gerilemiştir. 1995 yılında Meksika'dan ciddi miktarda uluslararası sermaye kaçışı yaşanmıştır.

Meksika'da 1994 ekonomik krizinde yaşanan devalüasyon baskısı ve yaşanan sermaye çıkışı, kur politikasının çökmesine sebep olmuştur. Ayrıca Meksika krizi, Latin Amerika'daki diğer ülkelerin ekonomilerini de olumsuz etkilemesinden dolayı "Tekila Etkisi" olarak adlandırılmıştır.

#### 2.2.4.2.2. Arjantin 1999- 2001 Krizi

1990 yılında yaşanan hiperenflasyonu yenebilmek, enflasyon beklentilerini kırabilmek ve yabancı sermayenin karşı karşıya olduğu riski azaltarak ülkeye dış kaynak girişini sağlayabilmek amacıyla Arjantin, 1991 yılında IMF'nin destek ve gözetiminde "Konvertibilite Planı" diye adlandırılan bir reform programı hazırlamıştır. Hazırlanan Konvertibilite Programının temel unsurları aşağıda verilmektedir (İnan, 2002: 57):

- Ulusal para Peso ile ABD Doları arasındaki parite sabitlenmiş,
- Para basımı uluslararası rezervlerdeki net değişime bağlanmış,
- Merkez Bankasının kamuya kredi açması kanunla yasaklanmış,
- Kamu maliyesi alanında disiplinin sağlanması ve sürdürülmesi için siyasi çevrelerde uzlaşma sağlanmış,
- Yapısal reformlar ve özelleştirmeye hız verilmiştir.

Bu kararlar sonucunda 1991 yılında Arjantin'e, yüksek sermaye girişi olmuştur. Stiglitz (2002) çalışmasında; Arjantin'in, Washington Uzlaşmasında yer alan istikrar politikaları uygulamalarına en iyi örnek olduğunu ve belirtilen yıllarda Arjantin'in, tüm Latin Amerika ülkelerinden daha fazla vergi reformu, daha fazla mali reform, daha fazla ticari ve finansal serbestleşme ve uluslararası sermayeye daha sıkı bir eklenme için en iyi gayret eden ülke olduğunu belirtmiştir.

Diğer yandan, Arjantin'in kriz öncesi ekonomik verileri incelendiğinde ekonomik krizin ciddi belirtileri aşağıdaki tablo 2.5.'den kolaylıkla görülebilmektedir.

Tablo 2.5. Kriz Öncesi Arjantin Ekonomik Verileri

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
GSYH Büyüme Oranı (%)	8	4	-3	-1	-4	-11
Cari Açık (GSYH %)	-4	-5	-4	-3	-1	9
MB Rezervleri (Mil. ABD Dol.)	22.319	24.752	26.252	25.146	14.553	10.489
Kullanılan IMF Kredisi (Mil. Dolar)	5.868	5.442	4.477	5.055	13.976	14.339
Kısa Vadeli Dış Borçlar (Toplam Borç %)	25	22	20	19	13	10
Reel Faiz Oranı (%)	10	13	13	10	29	16
Enflasyon Oranı (TÜFE)	1	1	-1	-1	-1	26
GSYH (Mil. ABD Doları)	292.858	298.948	283.523	284.203	268.696	102.040
Toplam Dış Borç (Mil. ABD Doları)	128.155	141.411	145.657	147.402	154.050	150.812
Bankacılık Sektörünün Sağladığı Toplam Kredi (GSYH'ya oranı)	30	33	36	34	37	62

Kaynak: Çolpan, 2008: 88.

Tablo 2.5.'den görüleceği üzere 1999 yılında Arjantin ekonomisi ciddi bir daralma süreci içerisine girmiştir. 1998 yılından sonra GSYH büyüme oranı oldukça gerilemiştir. Nitekim ekonomik büyüme rakamlarının bu şekilde negatif bir seyir izlemesi bir ekonomi için çok belirgin bir kriz göstergesi olmuştur. Sürekli cari açık veren Arjantin ekonomisi, ödemeler dengesindeki bu açıkları uluslararası sermaye hareketleri ile karşılamıştır. Ancak 1998'den itibaren yaşanan dış şokların da etkisiyle dış ticaret dengelerinde bozulma yaşayan Arjantin'in cari işlemler açığı artmaya başlamış, 1997'de Arjantin GSYH'sının %12,2'sine, 1998'de ise %14,5'ine yükselmiştir. Bu denli cari açık olması aşırı değerlenmiş ulusal paradan (para kurulu destekli sabit kur rejimimine dayalı) kaynaklanmaktadır.

Arjantin Peso'sunun Dolara endeksli olması sonucu ulusal para değerlenmiş ve bozulan dış ticaret dengesi paralelinde Arjantin 1991'den sonra devamlı olarak cari işlemler açığı vermiştir. Bu açık, kısa vadeli sermaye hareketleriyle kapatılmıştır.

İlk yıllarda olumlu gelişmeler yaşandığı Arjantin ekonomisinde, para kurulu uygulaması paralelinde etkin bir para politikası yürütülememesi sonucu ekonomik büyüme sağlanamamış ve üst üste 3 yıl daralma görülmüştür. Bu durum vergi gelirlerini düşürmüş ve işsizliği arttırmış, bütçe açığı büyümüştür. Açığın finansmanı için de iç ve dış borçlanmada artışa gidilmiştir. Ayrıca federal bir devlet olan Arjantin'de Merkezi hükümet, kendi bütçesini kontrol edebilse dahi, eyalet hükümetlerinin harcamalarını her zaman kontrol edememiş ve kamu maliyesi disiplininin sağlanması mümkün olmamıştır.

Tablo 2.6.'da 1992-2001 dönemi itibarıyla Arjantin'de konsolide (merkezi ve federal hükümetler) bütçe gelir, gider ve dengesi ve bunların milli gelire oranları sunulmuştur. Tablodan da görüleceği üzere bütçe dengesi 1992'den sonra sürekli açık vermiştir. Arjantin, bütçe dengesindeki açıkla birlikte yukarıda da bahsedildiği gibi cari işlemler açığı vermiştir.

Tablo 2.6. 1992-2001 Döneminde Arjantin'de Kamu Maliyesi

Yıllar	Bütçe Gelirleri	Bütçe Giderleri	Bütçe Dengesi	Bütçe Gelirleri %	Bütçe Giderleri%	Bütçe Dengesi%
1992	12.889	-12.962	-73	6,4	-6,5	0,0
1993	15.555	-17.129	-1.574	7,1	-7,8	-0,7
1994	15.982	-17.868	-1.886	6,9	-7,7	-0,8
1995	38.061	-39.487	-1.426	15,2	-15,8	-0,6
1996	35.501	-40.735	-5.234	14,6	-16,8	-2,2
1997	41.944	-46.301	-4.357	16,3	-18,0	-1,7
1998	42.921	-47.069	-4.148	15,5	-17,0	-1,5
1999	41.132	-49.258	-8.126	14,3	-17,1	-2,8
2000	42.438	-49.256	-6.818	15,2	-17,7	-2,4
2001	31.562	-32.369	-807	11,4	-11,7	-0,3

Kaynak: IFS Yearbook, Çeşitli Sayılar.

Diğer yandan, Arjantin, reel efektif döviz kurunda 1990'larda değerlendirme kaydetmiştir (tablo 2.7.). Reel değerlendirilmenin önemli bir bölümü, 1994'e kadar olan dönemde yaşanmış, 1994-1996 yıllarında kur, reel olarak değer kaybetmiş ve 2001 yılında zirveye ulaşan yeni bir değerlendirme süreci başlamıştır.

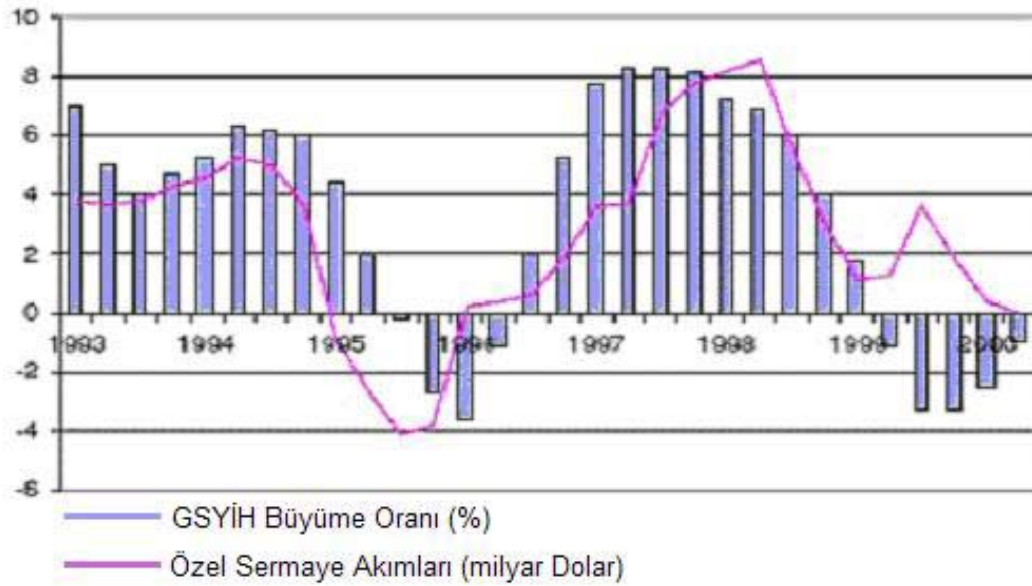
Tablo 2.7. Arjantin: Döviz Kuru ve Enflasyon Gelişmeleri (1991-2002)

Yıl	Enflasyon (TÜFE %)	Nominal Döviz Kuru* (Peso/ABD Doları)	Ortalama Reel Döviz Kuru Endeksi* (1990=100)
1991	84	0.9985	140.5
1992	17.5	0.9905	165.5
1993	7.4	0.9985	178.0
1994	3.9	0.9995	169.5
1995	1.6	1.0000	163.2
1996	0.1	0.9995	163.7
1997	0.3	0.9995	176.3
1998	0.7	0.9995	171.2
1999	-1.8	0.9995	178.2
2000	-0.7	0.9995	185.6
2001	-1.5	0.9995	185.7
2002	41	3.3200	72.0

(\*): Yıl sonları itibariyledir.

Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005: 143.

Grafik 2.1. Arjantin'de Sermaye Girişleri ve Ekonomik Büyüme



Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005: 170.

Grafik 2.2.'den Arjantin'de uluslararası sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında doğrusal bir orantı olduğu rahatlıkla görülebilmektedir. Yani uluslararası sermaye hareketleri Arjantin'in GSYH'sını arttırıcı bir etki yapmış, büyümeyi finanse etmiştir. Ancak bu bağlantının 1999'dan itibaren kopmaya başladığı grafik 2.2.'de görülmektedir. Uzun vadeli bir istikrara 1980'lerden itibaren hiç ulaşamamış olan Arjantin ekonomisi üstü üste yaşadığı dış şokların da etkisiyle 2001 yılında ülkeyi moratoryuma götüren bir ekonomik kriz yaşamıştır. Arjantin ekonomisi, 1999 yılında Brezilya'da yaşanan ekonomik kriz ve ardından uluslararası sermaye hareketlerinin çıkışından dolayı küçülmeye başlamıştır.

IMF kontrolünde uygulanan ekonomi programı büyümenin azalmasıyla birlikte 1999 yılından itibaren kamuoyu desteğini kaybetmeye başlamıştır. Kamuoyu desteğinin kaybolmasının en önemli sebebi ise uzun yıllardır uygulanan özelleştirme programı ile sıkı para ve maliye politikalarının halkın tepkisini çekmeye başlamasıdır. Netice itibariyle, ülkede yaşanan ekonomik daralma ve sermaye çıkışının sürmesi 2001 yılında ekonomiyi çökme noktasına getirmiştir. Piyasalarda ekonomi politikalarının sürdürülemeyeceği görüşünün hakim olmaya başlamasıyla ciddi bir devalüasyon ve dış borçların ödenemeyeceği

beklentisi oluşmuştur. Devalüasyon beklentisi uluslararası sermayenin ülkeyi terk etmeye başlamasına sebep olmuştur. 2001 yılının ilk altı ayında yaşanan sermaye çıkışı sebebiyle Arjantin'in uluslararası rezervleri %40 oranında azalmıştır (Çolpan, 2008: 92-93).

Yaşanmaya başlanan krizi ekonomi politikası yetkilileri öncelikle Dolar kuruna müdahale ederek önlemeye çalışmış, ayrıca dış borçları ödeyebilmek için kısa vadeli borçlanma senetlerini, daha yüksek faizli uzun vadeli bonolarla takas etmeye çalışmışlardır. Ancak bu müdahaleler başarısız olmuş, borsa endeksi de hızla düşmeye başlamıştır.

Standars & Poors (S&P), Moody's ve Fitch gibi uluslararası derecelendirme kuruluşları, bu gelişmeler üzerine Arjantin'in kredi notunu düşürmüştü ve bu da Arjantin ekonomisine yatırım yapan yatırımcılar açısından güvensizliği arttırmıştır.

Yaşanan krizin derinleşmesi üzerine Aralık 2001'de IMF Arjantin ekonomisi yetkililerine yeni bir anlaşma önermiş ve dalgalı kur rejimine geçilmesini istemiş, ancak Arjantin tarafından bu istek kabul edilmediği gibi bankalardan mevduat çekilmesine sınır getirilmesi gibi liberal olmayan politikalar uygulanmaya başlanmıştır.

Bütün bu gelişmelerin sonucunda Arjantin 2002 yılında 146 Milyar ABD Doları civarında olan dış borcunu ödeyemeyeceğini açıklayarak moratoryum ilan etmiştir (Yeldan, 2005: 1).

### **2.2.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü**

Finansal krizlerle yabancı sermaye giriş ve çıkışları arasında yakın bir ilişki olmakla beraber krize yol açan bazı makro dengesizlikler aşağıda belirtilmektedir. Bunlar arasında:

- Dış ticaret ve cari işlemler açığı,
- Yüksek enflasyon ve sabit kur politikaları,
- Ulusal paranın aşırı değerlenmesi,
- Kamu finansman açıkları,
- Bankacılık sektöründeki denetim eksikliği,
- Sermaye yetersizlikleri



sayılabilmektedir.

GOÜ'ler açısından asıl sorun yabancı sermayenin olası olumsuz etkilerini en aza indirerek kalkınmalarında yabancı sermaye faktöründen maksimum derecede yararlanmalarını sağlamaktır. Bunun için de sınırsız teşvikler yerine, bir yandan yabancı sermayeyi özendirici politikalar izlenirken, diğer yandan da yabancı sermaye giriş ve çıkışlarını düzenleyici önlemler almalarında yarar vardır.

Spekülatif bir saldırı ya da panik nedeniyle dış ödemelerinde bir bunalımla karşılaşılması ve mevcut politikaların bu durumdan çıkmak için etkisiz kalması durumunda, ekonomiyi istikrara kavuşturmak için sermaye kontrollerine başvurulmaktadır. Ancak sermaye kontrollerinin uzun dönemde ülkeye girmesi muhtemel yabancı sermayeyi caydırıcı etkisi unutulmamalıdır.

Sermaye hareketleri üzerindeki kontroller kaldırıldığı zaman GOÜ'lere doğru bir sermaye girişi olmaktadır. Bunun nedeni finansal serbestleşme gerekçelerinde belirtildiği gibi GOÜ'lerde faiz oranlarının yükselerek dünya ortalamasının üzerine çıkmasıdır. Bu da yabancı yatırımcılar için kârlı bir yatırım anlamına geldiği için GOÜ'lere doğru bir sermaye akışı olmaktadır.

Bir ülkenin aşırı sermaye girişine maruz kaldığı dönemlerde o ülkenin ekonomisi üzerinde büyük oranda pozitif etkisi olduğu görülmüştür. Sermaye girişinin yoğun olduğu ekonomilerde GSYH'de artış olmaktadır. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, özellikle ekonomik açıdan küçük olan ülkeler için önemli sorunları beraberinde getirmektedir.

Ülkelerin sermaye hareketlerine kontrol getirilmesinin nedenleri genel olarak aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Uzunoğlu vd., 1995: 40):

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi,
- Yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlarda kullanılmasını sağlamak ve yabancıların yurtiçi üretim faktörlerine sahip olmalarını sınırlamak,
- Yurtiçi finansal aktiflerin, gelir ve servet üzerinden kamu yetkililerine vergileme olanağını sağlamak,
- Yurtdışına çıkabilecek sermaye akımlarını önlemek,

- Yurtiçi ekonomik dengeleri, uluslararası faiz ve kur dalgalanmalarından yani dış şoklardan korumak.

Sıcak para hareketlerinin olduğu bir ekonomide/dünyada finansal krizlerin olmamasının mümkün görünmemesiyle birlikte, finansal krizlerle karşılaşmamak ya da karşılaşılan finansal krizleri en az zararla geçiştirebilmek için alınabilecek tedbirler de bulunmaktadır. Yaşanan krizler sermaye hareketlerinin serbestliğine dair uygulamaların gözden geçirilmesi fikrini ortaya çıkarmış ve bu bağlamda yapılan ilk uygulamalar, sermaye kontrolü şeklinde gerçekleşmiştir.

Sermaye kontrolüne yönelik alınan tedbirler, döviz piyasalarının istikrarı ve diğer öneriler olarak sıralanmaktadır. Yeni finansal krizlerin olmaması veya olabilecek krizlerin derinleşmemesi açısından döviz piyasalarında alınabilecek önlemler aşağıdaki başlıklar altında tartışılmaktadır (Birinci, 1998: 21):

1. İşlemlerin vergilendirilmesi (tobin vergisi)
2. Kazançsız rezerv gereksinimi (faizsiz zorunlu rezerv/mevduat karşılığı ayrılması gibi)
3. Çoklu döviz kuru uygulanması (sermaye piyasası işlemleri için ayrı, reel piyasalar için ayrı kur uygulanması),
4. Uluslararası bankacılık denetiminin arttırılması, sermaye kaçışının engellenmesi,
5. Kurların sabitleştirilmesi veya kur limitlerinin belirlenmesi (para kurulu),
6. Trading halts uygulamaları (kriz ortamında finansal işlem piyasalarının kapatılması),
7. Target zone sistemi (uluslararası işbirliği ile gerçek olmayan kur değişikliklerinin önlenmesi).

Yukarıda belirtilen ilk 4 maddedeki önlemler, sermaye hareketlerini daha maliyetli hale getirerek caydırılması amaçlandığından dolayı kontroller yani piyasa temelli önlemler olarak da bilinmektedir.

Finansal krizlerin önlenmesi konusundaki diğer öneriler; uluslararası uyarıcı bir sistemin kurulması, IMF kotalarının arttırılması, IMF garantili borçlanma

kolaylığı, finansal hareketlerin GATT'a benzer bir süreç çerçevesinde düzenlenmesi şeklindedir.

Burada Tobin vergisine daha ayrıntılı bakmak gerekmektedir. 1970'li yıllarda yaşanan aşırı düzeydeki sermaye hareketleri özellikle GOÜ'lerde ekonomik problemlerin oluşmasına neden olmuştur. Aşırı sermaye hareketlerinden kaynaklanan problemlerin krizlere dönüştüğü pek çok ülkede, çıkış yolları aranmaya başlanmıştır. Özellikle 1980 sonrası süreçte finansal piyasalar serbestlik kazanırken, aynı zamanda daha kırılgan bir hale gelmiştir. Böyle bir ortamda döviz piyasalarındaki oynaklığın azaltılması önem kazanmıştır.

James Tobin, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden sonra, küreselleşme sürecinin yoğunluk kazanmasıyla birlikte döviz kurlarındaki oynaklığı azaltmak, ülkelerin makroekonomik performansına yardımcı olmak amacıyla spot döviz işlemleri üzerine bir vergi konulması ve bu vergiden sağlanan hasılatın da uluslararası kalkınma faaliyetlerine yönlendirilmesi önerisinde bulunmuştur.

Tobin vergisinin en büyük avantajı spekülasyon amaçlı uluslararası döviz hareketlerini yavaşlatması ve böylece döviz piyasalarında ortaya çıkan oynaklığı azaltmasıdır. Tobin vergisi ile, kaynakları spekülasyon amaçlı kısa vadeli döviz işlemlerinden uzun vadeli döviz işlemlerine doğru yönlendirerek piyasalar üzerinde olumlu katkı yapması beklenmektedir.

Ayrıca, spekülasyon döviz işlemlerini vergilemenin, bütün ülkelerde aynı anda geçerli olması yani küresel olması durumunda başarılı olacağı belirtilmektedir.

Diğer yandan sermaye kontrollerinin yüksek maliyetleri bulunduğu unutulmamalıdır. Bu maliyetler arasında azalan dış ticaret, sermayenin maliyetinin yükselmesi, kontrol uygulanan ülkelerde küçük firmaların sermaye artırımlarının maliyetinin yükselmesi ve ekonomik kaynakların kontroller yüzünden etkin kullanılmaması sayılmaktadır (IMF, 2007: 11).

Türkiye 1980 yılından itibaren sıcak paranın etkisi altında olmasına rağmen kontrollere yönelik somut adımlar atılmıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE KIRILGANLIK İLİŞKİSİ

Bu bölümde, Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri, tarihsel gelişim sürecinde ekonomik, sosyal ve siyasi gelişmeler ışığında incelenmiş, sermaye hareketlerinin GOÜ'lerden biri olan Türkiye ekonomisindeki yeri hakkında bilgi verilmiş ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomiye etkilerine değinilmiştir.

#### 3.1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE'DE TARİHSEL GELİŞİMİ

Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi çalışmaları 1980'de "24 Ocak Ekonomik İstikrar Tedbirleri" ile yürütülen ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlatılmıştır.

Bu tedbirlerin temel amacı, iç ve dış piyasada istikrar ve dengeyi gerçekleştirmek olmuştur. Bu sebeple hükümet iç piyasayı serbestleştirmek, fiyat kontrollerini kaldırmak, dış ticareti serbestleştirmek ve teşvik etmek, devalüasyonlar yapmak ve mevzuata kolaylıklar getirmek yollarına başvurmuştur (Kavrakoğlu, 1990: 10).

24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirlerini takip eden süreçte, sabit kur sisteminden serbest kur sistemine geçilmiş, faiz hadleri üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Ayrıca ulusal mali piyasaların gelişimi ve uluslararası piyasalara entegrasyonun sağlanması açısından sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu uygulamaları desteklemek için vergi avantajları sağlanmıştır (Taş, 2001: 91).

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinde, 1980 sonrası dönem ekonomik açıdan kırılma noktası olarak kabul görmektedir. 1980 öncesi ve sonrası diye iki başlık altında incelenebilecek bu dönemler ekonomik yapı ve uygulanan iktisat politikaları açısından farklılık göstermektedir.

### 3.1.1. 1980 Öncesi Dönem

Türkiye'de 1980 öncesinde ithal ikameci üretim ön plandayken ithal ikameci üretim beraberinde dışa kapalı bir ekonomik yapı ve korumacı dış ticaret politikasını getirmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk yıllarında doğrudan yatırımlar şeklinde ülkeye yabancı sermaye girişi olmuştur. 1980 öncesi dönemdeki sermaye hareketlerinden aşağıda bahsedilmektedir.

Yabancı sermaye ilk olarak Osmanlı zamanında kabul edilmeye başlanmıştır. Osmanlı'da sermayenin dış kaynaklarını dış borçlar ve yabancı sermaye oluşturmaktadır. Türkiye'de 1913 yılında İngiliz yatırımlarının 24 Milyon İngiliz Sterline, 1914 yılında Fransız yatırımlarının miktarının ise 3,3 Milyar Fransız Frangına ulaştığı belirtilmektedir. Ayrıca, Osmanlı Devleti'nden Cumhuriyet'e intikal eden yabancı sermaye, Misak-ı Milli sınırları içinde 94 kuruluşu kapsamakta ve yabancı sermayenin bu kuruluşlardaki sermaye yatırımı ise 63,4 Milyon İngiliz Sterlini civarındaydı (Karluk, 2002: 545).

Osmanlı Devleti'nin güçlü olduğu dönemlerde, sadece dost ülkelere tanıdıkları kapitülasyonlar, 1783'te Rusya'ya verilen kapitülasyonun iki taraflı bağlayıcı anlaşmalar olması nedeni ile ilk yıllardaki amacını yitirmiştir. Sonuçta kapitülasyonların sağlamış olduğu kolaylıklar ile Osmanlı Devleti'nin son dönemlerdeki ekonomik ve siyasi güç kaybı, yabancı şirketler için ülkeyi açık pazar haline getirmiştir (Cömert, 1998: 11).

Cumhuriyetin ilk yıllarında uluslararası sermaye doğrudan yatırımlar şeklinde gelmiştir.

1929 yılında yaşanan Büyük Ekonomik Bunalım, bu dönemde döviz kontrolü konusunu ön plana çıkarmıştır. Cumhuriyet Hükümeti bu amaçla 1929 yılında, menkul kıymetler ve kambiyo borsalarında işlem göreceği yabancı hisse senetleri ve tahviller ile yabancı paraları doğrudan Maliye Vekaleti'nin iznine bağlamıştır. Bu uygulama ile kambiyo ve yabancı paraların alım satımı yasaklanmış ve denetim altına alınmıştır. 1930 yılında yürürlüğe giren 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun (TPKKHK) ile Türk parasının konvertibilitesi kaldırılmıştır. Bu kanuna dayalı olarak 22.05.1947 tarihinde çıkarılan "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 13 Sayılı

Kararname" ise uluslararası sermaye konusunda Cumhuriyet döneminin ilk açık düzenlemesini getirmiştir. Bu Kararın 13. maddesi ile ülkeye uluslararası sermayenin döviz olarak getirilmesi ve tarım, sanayi, ulaştırma ve turizm gibi alanlara yatırılması öngörülmüştür. Hükümet, uluslararası sermaye yatırımını ülkenin kalkınması için yararlı görür ve ihracatı arttırıcı nitelikte bulursa, kârının uygun bulacağı bir bölümünün yurtdışına aktarılmasına izin verebilirdi. Uluslararası sermaye çevreleri bu kararı belirsiz ve hükümetin takdirine dayalı bulmuş veya yeterince özendirici bulmamışlardır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 100-101).

Türkiye, II. Dünya Savaşı yıllarında tarafsız kalmış, ama bir yandan da her an savaşa girilecekmiş gibi silahlanarak asker sayısı yükseltilmiştir. Sayısı artan ordunun beslenmesi için piyasadan tüketim mallarının çekilmesi, işgücünün ve kaynaklarının üretimden çekilerek savunmaya aktarılması, ekonomide kaynak dağılımı ve mevcut dengeleri bozulmuştur. Savaşan ülkelerin, Türkiye'yi yanlarına çekebilmek ya da tarafsızlığını sağlamak için yoğun bir çaba içine girmeleri, çeşitli yollarla dış kaynak girişini arttırmıştır. Bu dönemde dış ticaret fazlaları ve dış kredi kullanımları ile altın ve döviz rezervleri artmıştır (Şahin, 1997: 84-85).

Diğer yandan, 7 Eylül 1946 tarihinde ilk devalüasyon yapılmıştır. TL yaklaşık olarak %54,3 oranında devalüe edilmiştir. Bu devalüasyon, döviz sıkıntısının olmadığı bir dönemde yapılmıştır. Ancak devalüasyon sonrasında ithalat yükselmeye devam etmiş, ihracatta beklenen artış sağlanamamış ve 1947 yılında dış ticaret açık vermiştir. Hükümet bu açıkları savaş yıllarında biriktirilen rezervler ve Marshall yardımı çerçevesinde ülkeye giren kaynaklarla karşılamaya çalışmıştır. 1950 yılında iktidara gelen Demokrat Parti hükümeti, ithalatı %60 oranında serbestleştirmiş ve ithalat kısa süre içerisinde daha da artmıştır. Dış ticaret açıkları, 1950 yılından 1956 yılına kadar büyüyerek devam etmiştir. Dış açıklar, dış krediler ve bağışlarla kapatılmaya çalışılmıştır (Şahin, 1997: 105-106).

Hükümet, 1954 yılında 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nu uygulamaya koymuştur. Bu kanunun bir önceki kanundan en önemli farkı, şart

koşulan bütün sınırlamaların yabancı yatırımcının cesaretini kırdığı gerekçesi ile kaldırılmasıdır.

6224 Sayılı Kanun ile uluslararası sermayenin, ülkenin ekonomik gelişmesine yararlı olması, Türk özel girişimlerine açık bulunan bir faaliyet alanında çalışması, tekel veya özel bir ayrıcalık ifade etmemesi şartlarıyla, ekonominin bütün alanlarında faaliyet göstermesine imkân tanınmıştır.

Daha sonra çıkarılan 6326 Sayılı Petrol Kanunu'na göre Türkiye'de faaliyette bulunan yabancı şirketlerin/yatırımcıların, petrol çıkarılmasına ilişkin her türlü malzemeyi gümrük masrafı ödemediği ithal etme ve Türkiye'de elde ettiği kârları belli şartlarla dışarı transfer etme hakkı getirilmiştir (Çetin, 2008: 68).

1950'li yılların ortalarında ise kredi veren çevrelerin devalüasyon yapılması için baskıları sonucu Hükümet, dış kredilerin durdurulmasıyla istikrar programı hazırlamak zorunda kalmıştır.

4 Ağustos 1958 Kararları adı altındaki istikrar programı ile alınan önlemler aşağıdaki verilmektedir (Kepenek ve Yentürk, 1997: 112):

- TL'nin devalüasyonu (1 ABD \$'nın değeri, 2,8 TL'den 9 TL'ye yükseltilmiştir),
- İthalatın yeniden serbestleşmesi,
- KİT ürünlerinin fiyatlarının yükseltilmesi, sıkı para politikası ve maliye politikalarının uygulanması.

Planlı dönem öncesinde (1950-1960 dönemi) meydana gelen sermaye hareketlerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir (tablo 3.1.).

Tablo 3.1. 1950-1960 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon ABD Doları)

Yıllar	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
CARİ İŞLEMLER DENGESİ	-50	-94	-198	-164	-177	-177	-75	-64	-64	-145	-139
SERMAYE HAREKETLERİ	92	126	156	165	183	166	173	128	136	171	129
Dış Borç Anapara Ödemeleri	-15	-18	-22	-20	-73	-106	-89	-83	-69	-60	-65
Gıda İthalatı (TL)	0	0	0	0	0	0	14	32	42	27	22
Özel Yabancı Sermaye	2	7	10	8	8	3	2	17	13	7	24
Proje Kredisi	5	1	6	11	14	15	8	5	4	1	2
Bedelsiz İthalat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Program Kredileri	100	115	77	61	108	127	95	70	97	147	115
Diğer Sermaye Hareketleri	0	21	85	105	126	127	143	87	49	49	31

Kaynak: Çetin, 2008: 65.

4 Ağustos 1958 Kararları istikrar programı ile alınan önlemlerin sonuçları tam olarak belirlenmeden 1960 Mayıs'ında askeri darbe olmuştur. Dolayısıyla, planlı dönem, 1950-1960 döneminde uygulanan politikalar sonucunda yaşanan istikrarsızlıklara bir tepki olarak 27 Mayıs 1960 yılında yapılan askeri darbeye başlamıştır.

Planlı dönemde ekonominin dış kaynaklara olan ihtiyacı daha da artmıştır. 1961 yılında, ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesini teminen kalkınma planları hazırlamak ve uygulamak için Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) kurulmuştur. Türkiye'ye yardım ve borç vermek için OECD bünyesinde 1962 yılında Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu kurulmuş olup bu sayede Türkiye'ye, proje, program ve prefinansman kredileri sağlanmıştır. Konsorsiyum üyeleri, hangi tür kredileri vereceklerini kararlaştırdıktan sonra, kredi türlerine göre Türkiye ile anlaşmalar yapmışlardır (Şenses, 1998: 31-32).

Türkiye, 1960'lı yılların sonunda dış ödeme gücüne düşmüş ve kredi veren dış çevrelerde devalüasyon beklentileri oluşmuş ve hükümet, devalüasyon baskılarına dayanamamıştır. Ağustos 1970'de TL %40 devalüe edilerek 1 ABD \$'nın değeri 9 TL'den 15 TL'ye yükseltilmiştir. Devalüasyon sonucunda dış açıklar azalmış, yurtdışındaki işçilerin gönderdiği dövizlerdeki artışın da etkisiyle



1970'li yılların ortasına kadar ekonomi, dış ödemeler açısından rahatlamıştır (Şahin, 1997: 150-151).

Daha sonra 1968 yılında başlayan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (I.B.Y.K.P.) döneminde, bedelsiz ithalat ile proje kredileri kullanımı yükselmiş ve en yüksek hacimli sermaye girişi proje kredileri ile gerçekleşmiştir. Özel sermaye ise 1970'li yıllara kadar çok düşük düzeyde olmuş, 1970'li yıllardan itibaren artmaya başlamıştır (tablo 3.2.).

Tablo 3.2. 1961-1974 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon ABD Doları)

	A.CARI İŞLEMLER DENGESİ	B.SERM. HAREK.	Dış Borç Anapara Ödemeleri	Gıda İthalatı	Özel Yab. Ser.	Proje Kredisi	Bdlsiz. İthalat	Program Kredileri	Diğ. Serm Kred.
1961	-170	181	-84	65	34	7	0	118	41
1962	-242	199	-97	71	36	26	0	94	41
1963	-300	251	-119	88	21	81	5	115	60
1964	-109	127	-131	31	25	40	5	117	40
1965	-78	146	-184	29	22	57	5	167	50
1966	-164	150	-146	17	30	56	11	162	20
1967	-115	175	-99	0	17	83	12	162	0
1968	-224	235	-72	0	13	127	22	145	0
1969	-220	257	-108	41	24	174	20	106	0
1970	-171	413	-158	83	58	179	34	217	0
1971	-109	344	-91	55	45	219	27	89	0
1972	-8	160	-235	18	43	222	39	73	0
1973	484	433	-72	0	79	328	50	48	0
1974	-719	290	-126	0	88	237	58	33	0

Kaynak: Çetin, 2008: 66.

1973 yılının sonlarında yaşanan petrol şoku ve 1974 Kıbrıs Barış Harekâtı'nı izleyen Amerikan silah ambargosu, ekonomide başlayan olumlu gelişmeleri tersine çevirmiştir.

Yukarıda bahsedilen devalüasyon ve yurtdışında çalışan işçilerimizin gönderdiği gelirler ile birlikte artan döviz rezervleri, petrol şokunun etkilerini azaltmıştır. Ancak rezervler erimeye başlayınca dövize çevrilebilir mevduat (DÇM) adı verilen pahalı ve kısa vadeli borçlanma yöntemine dayalı büyüme stratejisi benimsenmiştir. Alınan krediler ile kısa vadeli sıkıntılar atlatılmasına rağmen

büyük bir borç yükü altına girilmiştir. İthalata büyük ölçüde bağımlı olduğundan dış kaynak girişinin kesilmesi ve dış borç servisini yerine getirmede tıkanılması sonucunda Türkiye’de, 1970’li yılların sonunda derin bir ekonomik kriz yaşanmıştır.

1973 yılında 484 Milyon ABD Doları fazla veren cari işlemler bilançosu, tablo 3.3.’de görüldüğü üzere 1975-1979 yılları arasında büyük açıklar vermiştir. Bu yıllarda yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle Türkiye ekonomisi 1979 yılında ekonomik bunalıma sürüklenmiş ve uluslararası sermaye Türkiye’yi terk etmeye başlamıştır.

Tablo 3.3. 1975-1979 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

Yıllar	1975	1976	1977	1978	1979
Cari İşlem. Dengesi	-1648	-2029	-3140	-1265	-1413
Sermaye Hareketleri (Rezerv Hariç)	327	1132	1645	848	-393
Doğrudan Yatırımlar	114	10	27	34	75
Portföy Yatırımları	0	0	0	0	0
Uzun ve Orta Vadeli Sermaye Hareketleri	173	1049	650	412	532
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	40	73	968	402	-1000

Kaynak: Çetin, 2008: 68.

Sonuç itibariyle, 1954-1980 dönemleri arasında ülkeye az miktarda uluslararası sermaye girişi sağlanmıştır. Türkiye’ye uluslararası sermayenin az gelişinin nedenleri arasında; karar mekanizmasındaki dağınıklık, uluslararası sermayenin “faaliyet alanları” ile “izin prensipleri” konusunun bir açıklığa kavuşturulmamış olması, yerli ve yabancı yatırımcı arasında eşitliğe yer verilmemesi sayılmaktadır (Kılıç, 1984: 30).

### 3.1.2. 1980 Sonrası Dönem ve 32 Sayılı Karar

1980 öncesinde Türkiye, yukarıda belirtilen nedenlerle ekonomik istikrarsızlıklar yaşamıştır. Yaşanan bu bunalımı dış güçlerin yurt içindeki sermaye gruplarının

teşvik ettiği belirtilmektedir (Boratav, 2009: 100). Ayrıca, bu dönemde karaborsadan da büyük kazançların sağlandığı bilinmektedir.

1980 öncesi dönemde Türkiye, ithalatın sınırlamalara tabi tutulduğu, iç pazara yönelik üretimin yapıldığı, dışa kapalı bir ekonomik görünüm sergilemektedir.

Faiz oranları kontrol altında ve döviz işlemleri çok yüksek kısıtlamalara tâbi tutulmuştur. Enflasyon oranı yüksek ve istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Finansal sistem kurumsallaşmamış olduğu için, yerli ve yabancı bankaların sisteme katılımı çok sınırlı düzeyde gerçekleşmiştir. Piyasada herhangi bir hisse senedi-bono piyasası mevcut olmamakla birlikte, TL piyasası yeterli düzeydedir (Tanören, 2009: 87).

1980 yılına kadar sermaye ve mal hareketleri açısından dışa kapalı bir anlayış benimseyen Türkiye ekonomisi, 24 Ocak 1980 İstikrar Programı Uygulamaları ile bu anlayışı terk etmiştir. 24 Ocak 1980 İstikrar Programının temelinde, Türkiye'nin ithal ikameci büyüme modelinden dışa açık bir büyüme modeline geçmeyi amaçlaması yatmaktadır. Programın temel niteliği, o dönemin ekonomik ve siyasal düşüncesiyle birlikte serbest piyasa sistemine dayanan dışa açık kalkınma modelinin benimsenme yaklaşımının olmasıdır.

Diğer yandan büyümenin sağlanması için finansal serbestleşme politikaları önerilmiştir. Böylelikle bir yandan toplam tasarrufların artması, diğer yandan da serbest piyasa koşulları içinde bu kaynakların daha etkin dağıtılmasıyla birlikte yatırımların ve büyümenin artacağı düşünülmüştür.

Bu yeni anlayış çerçevesinde 1980 yılının ikinci yarısından itibaren aşağıdaki önlemler alınmıştır:

- Sıkı para politikası uygulaması ile mevduat faiz oranlarında önemli ölçüde bir artış sağlanmış, bankaların mevduat munzam karşılıklarının sıkı bir takibe alınmasına ve ceza oranlarının yükseltilmesine karar verilmiştir. TCMB'nin İktisadi Kamu Kuruluşlarına verdiği kredilerin faiz oranları yükseltilmiştir.
- Daraltıcı maliye politikası uygulaması ile bütçe açıklarının TCMB kaynaklarının finansmanında, üst limitlerin IMF performans kriterine uygun olarak kullanılmasına ve hükümetin iç ödeme yükümlülüklerini yerine getirmesine karar verilmiştir. Ayrıca KİT'lere yapılan transferler

önemli ölçüde kısıtlanmıştır. Bütçe gelirlerinin arttırılması amacıyla vergi reformu yapılmış ve daha önce gelir vergisi mükellefli olmayan çiftçi ve küçük esnaf vergi kapsamına alınmış, 1984 yılı sonunda Katma Değer Vergisi uygulamasına geçilmiştir.

- Sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmak için bankaların mevduat sertifikası pazarlamalarına olanak tanınmıştır. Bunun yanı sıra kredi faiz oranlarındaki değişikliğin altı ay öncesinden bildirilmesi zorunluluğu getirilmiştir.
- Enerji fiyatlarının dünya fiyatları düzeyine yaklaştırılması yönünde adımların atılacağı belirtilmiştir.
- Fiyat denetim komisyonu kaldırılarak, kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatı %100-400 arasında değişen oranlarda arttırıldıktan sonra temel malların kapsamı kısıtlanmış; kömür, gübre, elektrik ile demir ve deniz yolu yük taşımacılığı dışında kalan tüm kamusal mal ve hizmetlerin fiyatlarının ilgili kamu kuruluşunca saptanması için KİT'lere yetki verilmiştir.

1980 yılında benimsenen anlayış doğrultusunda finansal piyasalarda serbestleşmenin ilk adımı olarak; dış finansal serbestleşmenin ön aşaması olan yurt içi finansal serbestliği sağlamak amacıyla, 1981 yılında faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış ve mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Yine bu tarihten başlayarak faiz ve kredi dağılımı üzerindeki bütün kontroller kaldırılarak, ulusal mali piyasalara derinlik kazandırılması amaçlanmıştır (Yeldan, 1995: 209).

Diğer yandan, faiz oranlarının yükselmesi sonucu, finansman yüklerini karşılayamaz duruma gelmiş ve bankerlerden borçlanma yoluna gidilmiştir. Ancak, banker piyasasında ortaya çıkan faiz yükseltmeleri, bir süre sonra, işletmelerin borç aldıkları paraların faizini ödeyebilmek için, bankerlerden daha yüksek faizle borç almaya başlamasına neden olmuştur. İşletmelerin, bankerlere olan yükümlülüklerini bu yüksek faiz oranları nedeniyle yerine getirememesi, banker krizi olarak adlandırılan krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Böylelikle, serbestleşme sürecinin ilk aşaması, 1982 yılındaki krizle kesintiye uğramıştır. Aralık 1983'ten sonra mevduat faiz oranlarının denetimi ve uygulanacak taban faiz oranları konusunda T.C. Merkez Bankası yetkili kılınmıştır (Karluk, 2005: 409).

1984 yılının başında döviz kuru rejimi serbestleştirilmiş, bankaların döviz mevduatı tutmaları ve döviz cinsinden işlem yapabilmeleri olanaklı hale getirilmiştir. Döviz alım-satım işlemlerinin serbestleştirilmesiyle, ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek veya tüzel kişilerin, döviz cinsinden borç-alacak ilişkileri ve elde ettikleri varlıklar konusundaki fiyat ve miktar sınırlamaları ortadan kalkmıştır (Özer, 2001: 112).

1986 yılında ulusal finans piyasalarına yönelik olarak SPK oluşturulmuş ve İMKB kurulmuştur. 1987 yılında TCMB açık piyasa işlemlerine başlamış ve bu sayede parasal araçları çeşitlendirilmiştir. Ayrıca, TCMB bünyesinde, bankaların kısa dönemli fon arz taleplerini uygun ve kolay bir biçimde karşılamak amacıyla, 1988 yılında Bankalar arası Para Piyasası (Inter Bank) oluşturulmuştur.

Mevduat ve kredi faiz tavanları kaldırılmış, ayrıca, finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirler üzerindeki vergiler azaltılmış, yerli ve yabancı bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin kısıtlamalar azaltılmıştır (Toprak, 2001: 32).

1989 yılına gelindiğinde ise bu gelişmeler ışığındaki en önemli uygulama, 32 Sayılı Karar: Türk Parası'nın Kıymetini Koruma Kanunu'nda yapılan değişiklik ile sermaye hareketlerine sağlanan serbestlik olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ilgili 32 No.lu Kanun Hükmünde Kararname (KHK) 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır.

32 Sayılı Karar ile getirilen temel düzenlemeler şöyledir:

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülkeye getirebilirler.

- Yurt dışında yerleşik kişilerin İMKB’de kota edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kota edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonusu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurt dışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler, bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurt dışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk Lirası hesabı açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk Lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk Lirası göndermeleri serbesttir.

1989 sonrası dönemde ekonominin makro düzeyde performansı, net sermaye giriş ve çıkışlarına aşırı duyarlı bir konuma gelmiş olup ekonomi dolarlaşmış, ulusal paraya talep azalmış ve esnek kur politikası izlenmiştir. Türkiye’nin mali yapısı doğrudan yabancı yatırımlar için cazip bir ortam oluşturmadığından, dış finansman daha çok kısa vadeli sermaye hareketleri ile sağlanmıştır.

Bu dönemde ortaya çıkan bazı makroekonomik gelişmeler ise aşağıdaki gibidir (Tanören, 2009: 93):

1. 1980-1987 yılları arası büyüme hızı %3,1 ile 9,8 arasında değişen oranlarda gerçekleşmiş,
2. 1980'lerin başında GSMH'nin %9'u düzeyinde olan KKBG, 1981-1982 aralığında %3,5 düzeyine gerilemiş,
3. aynı süreçte cari işlem açıkları, GSYH'nin %5'i düzeyinden yarıya inmiştir.

Sonuç itibariyle, 1980 sonrası finansal piyasalardaki gelişmeler aşağıdaki tablo 3.4.'de verilmektedir. Tablodaki verilere göre 1986 yılında enflasyondaki düşüşle birlikte faiz oranı gerileme eğilimine girse de 1987'de yavaşlamış (seçim yılı olması nedeniyle gevşek para politikası uygulanması sonucu faiz artışı düşük düzeylerde), 1988 yılında (seçim sonrası sıkı para politikası uygulanması sonucu faiz oranları yüksek) hızla yükselmiştir.

Spekülatif sıcak paranın getirisi, yüksek faiz ve yavaş devalüasyon nedeniyle 1989-1994 arasında Dolar bazında %10 ile %28 arasında değişmiştir. 1990'lı yıllara gelindiğinde faiz oranlarını belirleyen koşullarda önemi değişiklikler ortaya çıkmıştır. Uluslararası finansal serbestleşme ile faiz oranları uluslararası para hareketlerinin etkisi altına girmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2003: 236- 237). 1990-1993 döneminde ekonominin yıllık büyüme hızı %5,2 dolayında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, kamu faiz dışı açığın genişlemesi, reel işgücü maliyetindeki artış, TL'nin aşırı değerlenmesi, kısa vadeli dış yükümlülüklerin hızla büyümesi, özellikle 1993'de cari açığındaki patlama, finansal krizi hazırlamıştır.

1989 yılında toplam dış borç stoku ise yaklaşık 42 Milyar ABD Doları iken; 1993 yılında dış borç stoku 67 Milyar ABD Dolar'a yükselmiştir. Aynı dönemde, kısa vadeli dış borç stoku 6 Milyar ABD Dolar'dan, 18,5 Milyar ABD Dolar'a yükselmiş; ancak TCMB'nin brüt döviz rezervi 1992-1993 yılları arasında 6 Milyar ABD Doları seviyesinde kalmıştır (Tanören, 2009: 95).

Tablo 3.4. Devalüasyon, Enflasyon, Faiz Oranları (1980-1998)

Yıllar	Devalüasyon Oranı	Enflasyon Oranı	1 yıl Vadeli Faiz Oranı	Hazine Bonosu Faiz Oranı	Sıcak Para Getirisi*
1980	150,8	115,6	33,0	-	-
1981	43,3	33,9	50,0	-	-
1982	45,7	21,9	50,0	-	-
1983	40,2	31,4	45,0	-	-
1984	62,1	48,4	45,0	43,7	-5,9
1985	40,7	45,0	55,0	50,2	12,8
1986	29,8	34,6	48,0	53,6	20,7
1987	27,3	38,8	53,6	48,1	16,2
1988	67,1	73,7	83,9	64,3	-7,9
1989	47,5	63,3	58,8	58,8	25,0
1990	23,2	60,3	59,4	52,9	28,9
1991	61,9	66,0	72,7	79,5	10,9
1992	64,2	70,1	74,2	86,5	15,7
1993	60,0	66,1	74,8	87,6	17,2
1994	169,6	106,3	95,6	164,4	-2,1
1995	51,2	93,6	92,3	121,8	46,8
1996	77,5	80,4	93,8	135,2	32,4
1997	86,6	85,7	96,6	126,7	21,5
1998	71,8	84,6	94,6	123,1	29,9

\*Sıcak para getirisi (arbitraj oranı) =  $(1+i/1+e) - 1$ ; i= dönemin en yüksek faiz oranı; e=devalüasyon oranı

Kaynak: TCMB, Aylık bültenler, çeşitli sayılar (Aktaran; Kepenek ve Yentürk, 2003: 237).

Bir başka tabloda (3.5.), Türkiye'nin 1990-1995 arası çeşitli ekonomik verileri verilmiştir. Bu verilere göre Türkiye'nin Kamu Kesiminin Borçlanma Gereği (KKBG) 1990 yılından 1993 yılına kadar hızla artmaktadır. 1990 yılında yaklaşık %8 olan KKBG, 1993 yılında yaklaşık %12'ye ulaşmıştır. Parasal olmayan iç borç stoku / M2Y oranı da bu yıllarda hızla artmıştır. Türkiye'nin ithalat miktarı da 1990 yılında 13 Milyar ABD Doları iken; 1995 yılında yaklaşık 22 Milyar ABD Doları olmuştur. Toptan eşya enflasyonu hızla artmış, 1994 yılında yaklaşık %150'lere ulaşmıştır. Sermaye hesabının serbestleştirilmesinden sonra Türkiye'ye yönelen sermaye hızla artmıştır. Sermaye hesabında 1990 ve 1995 yılları arasında hızla artış olduğu görülebilmektedir. Bu artış (körfez savaşından dolayı) sadece 1991 yılında kesintiye uğramıştır.



Tablo 3.5. 1990-1995 Yıllarında Türkiye Ekonomisine Ait Bazı Ekonomik Veriler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
İhracat (Milyar ABD Doları)	13.0	13.7	14.9	15.6	18.4	21.9
İthalat (Milyar Dolar)	22.6	21.0	23.1	29,8	22.6	35.2
Ticaret Dengesi	-9.6	-7.3	-8.2	-14.2	-4.2	-13.2
Cari Hesap Dengesi	-2.6	0.3	0.9	-6.4	2.6	-2.3
Sermaye Hesabı Dengesi	3.9	-1.3	2.4	6.6	-2.4	8.9
Rezervlerdeki Değişim	1.3	-1.0	1.5	0.3	0.2	8.8
GSHY artışı (1990 fiyatlarıyla)	9.4	0.3	6.4	8.1	-6.1	8.1
Toptan Eşya Enflasyonu	48.6	59.2	61.4	60.3	149.6	64.9
Kamu Kesiminin Borçlanma Gereği (GNP Yüzdesi olarak)	7.4	10.2	10.6	11.7	8.1	6.5
Parasal Olmayan İç Borç Stoku / MY2	26.3	25.6	37.7	53.7	45.5	-
Ortalama Hazine Tahvil Getiri Oranları	55.7	87.5	93.0	86.1	158.2	-
İç Borcun Ortalama Vadesi (Yıl)	2.0	1.5	1.0	1.0	0.7	-

Kaynak: Özer, 2001: 27.

### 3.2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

Türkiye, ödemeler dengesinde sermaye hareketlerini 1989 yılında 32 Sayılı Kanunla tamamen serbestleştirmiştir. Böylelikle dış sermaye hareketleri üzerindeki bütün kontroller kaldırılmış ve piyasalar kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, Türkiye gibi GOÜ'lerde kamu borçlarını finanse etmede önemli bir kaynak oluşturmakta ve ulusal ekonominin ithalat ve tüketim hacmini genişletmektedir.

Daha önce de belirttiğimiz gibi kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısı gereği likit özelliği yüksek olup yatırımcıların teknoloji yardımıyla yatırımlarını gerektiği takdirde en kısa sürede tekrar çekebilme özelliğine sahip olmalarıdır. Dolayısıyla bu türde likit fonlar ekonomik dengelerdeki, politikadaki

değişimlere karşı çok hassas olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri yatırım yapılan ülkelerde ulusal paranın değer kazanmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle ilgili ülke dış ticareti üzerinde olumsuz etkilere sebep olarak cari açık vermektedir. Bu cari açıklar ekonomiden ekonomiye değişmekle birlikte GSMH'ye oranının %5 ve üzerine çıktığında finansal krizlere sebep olduğu tartışılmaktadır.

1980'li yıllarda dünya pazarlarında kâr arayan, neredeyse tümü sanayileşmiş ülkelere ait sermayenin önemli bir bölümü yatırım fonlarının yeni alanlara açılması gerekiyordu. Türkiye TL'yi konvertibil durumuna getirmekle, işte bu fonların kendi para/sermaye piyasalarına kâr amacıyla serbestçe giriş çıkışlarına olanak vermiş oluyordu ve aynı olanak Türkiye kaynaklı fonlar için de geçerliydi. 1989 Ağustos'unda 32 Sayılı Karar ve değişiklikleriyle birlikte, OECD'nin koşulları yerine getirilmiş ve konvertibiliteye geçiş IMF'ce onaylanmıştır. Böylece yerli, yabancı (likit fonlar halinde) sermayenin Türkiye'ye giriş-çıkışları özgürlüğe kavuşturulmuş; doğrudan yatırımlar, serbest bölgeler, özelleştirme yoluyla çekilmeye çalışılan yabancı sermayeye sağlanan serbestlik yanında, şimdi de sermayenin yeni biçimine açılmıştır. Ancak sorun sadece sermayeyi çekmek değil, dışarı kaçan yerli sermayeyi geri getirmek olmuştur (Kazgan, 2002: 162-163).

Türkiye'ye kısa vadeli dış sermayeyi çekmekte baş rolü, içerideki yüksek reel faiz hadleri oynamaktadır. Rizikosuz menkul değer sayılan kamu borçlanma kağıtlarında faiz hadlerinin yüksekliği faiz arbitrajı yoluyla kâr etmek isteyen dış yatırımcıları çektiği gibi, yerleşik ticari bankalar, şirketler de dışarıda kısa vadeli borçlanıp içeride bu kağıtlara yatırım yapmaktadırlar. Dışarıdan sermaye girdikçe TL'nin dış değeri reel olarak yükselmekte, yani enflasyondan daha düşük devalüasyon yaratmakta, çıkarken tersi olmaktadır. Gelen fonlar TL'ye çevrilerek yüksek getirili kağıtlara yatırılmakta, vade sonunda bu yüksek getiriyle birlikte, TL devalüe olmadan önce tekrar dövize çevrilerek, yüksek kârla birlikte sermaye çıkmaktadır. 1990'lı yıllarda giren sermaye sık olarak Dolar üzerinden %30-40'lara varan getiri sağlamıştır (Kazgan, 2002: 175).

Bankacılık kesimi, yurtdışından borçlanıp, yurt içinde TL cinsinden yüksek faizle hazine bonosu ve İMKB'den hisse senedi alımına yönelmişlerdir. Döviz ve hisse

senedi fiyatlarının yükselişe geçmesi ile 1990, 1992, 1993 yıllarında yoğun sermaye girişi gerçekleşmiştir. 1990 yılındaki yoğun sermaye girişinin kaynağı kısa vadeli sermaye hareketleri olurken, 1992-93 yıllarındaki sermaye girişlerinin kaynağı portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri olmuştur. 1991 Körfez Savaşı ve 1994 mali krizi dönemlerinde, dış şoklardan ve yapısal bozulmalardan dolayı yoğun sermaye çıkışları yaşanmıştır (tablo 3.6.).

Tablo 3.6. 1989-1998 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

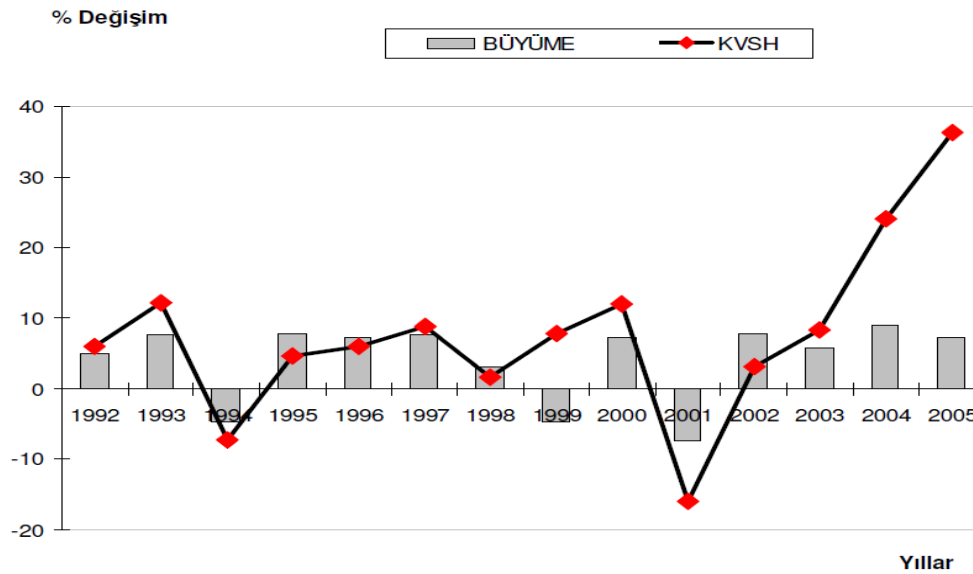
Yıllar	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Cari İşlemler Dengesi	961	-2625	250	-974	-6433	2631	-2339	-2437	-2679	2173
Sermaye Harek. (Rezervler Hariç)	780	4037	-2397	3648	8963	-4194	4643	8763	8616	789
Doğrudan Yatırımlar	663	700	783	779	622	559	772	612	554	573
Portföy Yatırımları	1386	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6556
Uzun ve Orta Vadeli Serm. Harek.	-685	-210	-783	-938	1370	-784	-79	1636	4667	4080
Kısa Vadeli Sermaye Harek.	-584	3000	-3020	1396	3054	-5127	3713	5945	1761	2692

Kaynak: Çetin, 2008: 73.

Kısa vadeli sermaye hareketleri 1990'lı yıllardan sonra gelişmiş ülkelere yönelmiştir. Bunun ise en önemli sebepleri gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek faiz uygulamaları ve gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan durgunluktur. Türkiye ekonomisi de kısa vadeli sermaye hareketlerini çekerek ekonomik büyüme sağlamıştır.

Ancak, 1994 ve 2001 yıllarında sermaye hareketlerinin çıktığı yıllarda ekonomimiz olumsuz etkilenmiştir. Grafik 3.1.'de görüldüğü üzere sermaye hareketlerinin çıkış yaşandığı yıllar ekonomimizde %5 ve %9 oranında küçülme meydana gelmiştir.

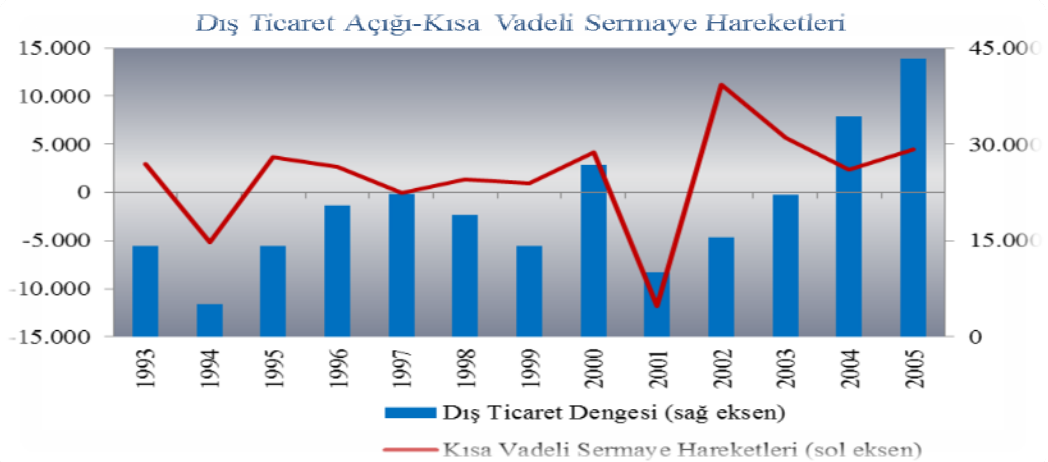
Grafik 3.1. Büyüme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1992-2005)



Kaynak: Akyol Eser, 2012: 31.

Grafik 3.1.'de, kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSMH ile etkileşimi görülmektedir. Ekonomik ve politik istikrarsızlık yaşandığı yıllar sermaye hareketlerinde çıkış yaşanmış, ekonomimiz olumsuz olarak etkilenmiştir. Nitekim 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 dönemlerinde Türkiye krizlerle karşılaşmıştır. 2002 yılıyla birlikte kısa vadeli sermaye hareketlerinde girişler oldukça artmaya başlamış aynı zamanda Türkiye ekonomisi yeniden büyüme kaydetmiştir.

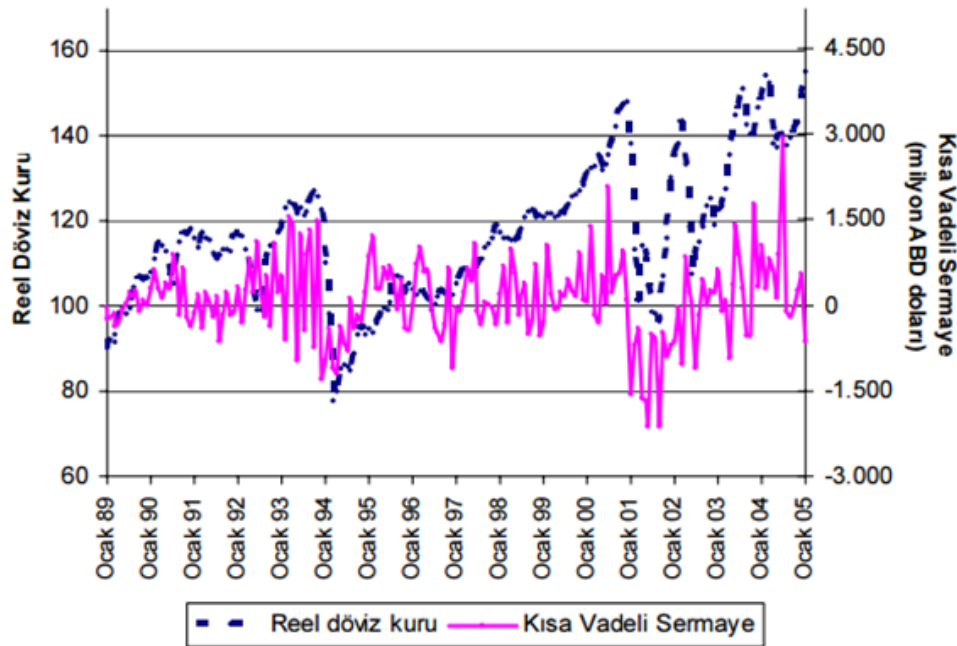
Grafik 3.2. Türkiye'de Dış Ticaret Açığı ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri



Kaynak: Akyol Eser, 2012: 32.

Grafik 3.2.'de görüldüğü üzere dış ticaret açığı sermaye hareketlerine bağlı olarak artışlar göstermiştir. Sermaye hareketlerinin dış ticaret dengesini bozarak dış ticaret açığına yol açmasının en önemli nedeni döviz kurları ve fiyatlardaki istikrarın sağlanmadan finansal serbestleşme programının uygulanmasıdır. Portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlara bağlı olarak büyüyen ekonomi ile birlikte ihracat için gerekli hammadde ve yatırımlar ithalatı körüklemektedir. Artan sermaye akımıyla ulusal paranın değer kazanması ithal mallarını daha cazip hale getirmektedir. Ulusal paranın değer kazanmasıyla ithalatta artış dış ticaret açığını büyütmektedir. Ayrıca, 1994 ve 2001 yıllarında sermaye akımının ters dönmesiyle birlikte dış ticaret açığının da kapandığı, diğer yıllarda ise sermaye akımıyla birlikte dış ticaret açığında artışlar meydana geldiği görülmektedir.

Grafik 3.3. Türkiye’de Reel Döviz Kuru Endeksi ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1989-2005)



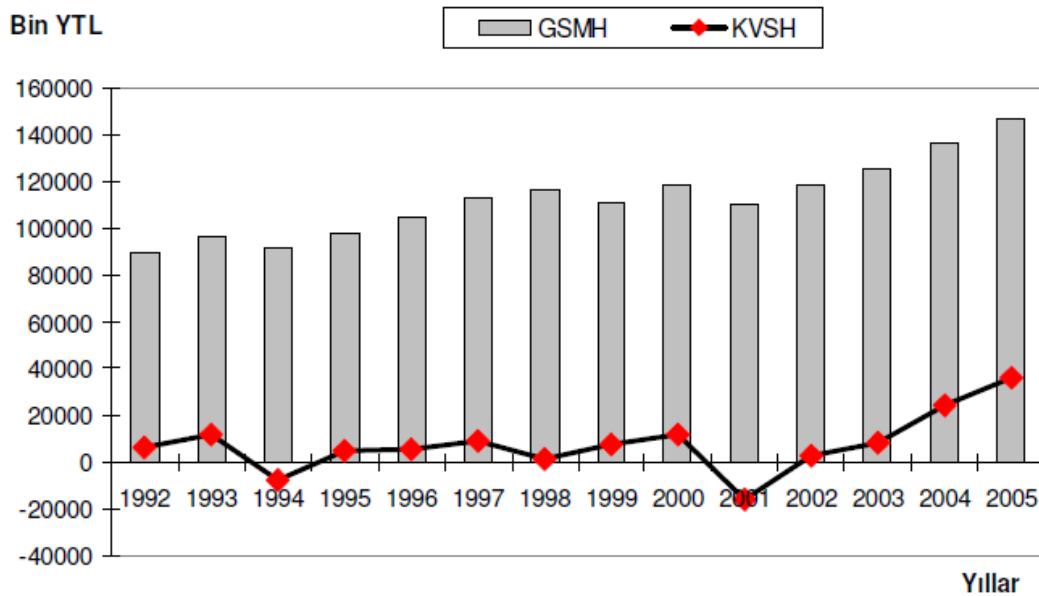
Kaynak: Akyol Eser, 2012: 33.

Kısa vadedeki kâr sağlama durumu sona erdiğinde yöneldiği ülkeyi ani bir şekilde terk etme olasılığı yüksek olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye ani giriş ve çıkışları ile reel döviz kurunda oynaklığa neden olmaktadır.

Daha istikrarlı olan doğrudan yabancı yatırımların ise reel döviz kurlarında oynaklığa neden olma olasılığı oldukça düşüktür. Dışa açık bir sermaye piyasasına sahipken, mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarını düşük ve pozitif seviyede tutabilen, fiyat seviyelerini ve reel döviz kurlarındaki istikrarı da sağlamış olan ülkeler; kapalı bir finansal sisteme sahip olan ülkelere göre daha yüksek bir verimlilik artışına ulaşabilmektedirler. Türkiye'nin hiçbir zaman en temel ön koşul olan fiyat istikrarı ve mali disiplini sağlamamış olduğu görülmektedir. 1980'lerde fiyat istikrarı sağlanmadan faiz oranları üzerindeki devlet kontrolü kaldırılmıştır. Finansal serbestleşme sürecinde adımlar birbiri ardına atılırken temel ön koşullar olan fiyat istikrarı ve döviz kuru istikrarı sağlanamamıştır. Nitekim, grafik 3.3.'de, Türkiye'de reel efektif döviz kuru endeksi ve kısa vadeli sermaye arasındaki ilişki görülmektedir. 1989'da Türkiye'de finansal serbestleşmenin etkisiyle kısa vadeli sermaye girişi artmış ve reel döviz kuru da artmıştır.

Grafik 3.4.'de ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSMH ile etkileşimi görülmektedir. Ekonomik ve politik istikrarsızlık yaşandığı yıllar (1994 ve 2001) sermaye hareketlerinde çıkış yaşanmış, ekonomimiz olumsuz olarak etkilenmiştir. Sermaye girişinin tekrar hızlandığı 2002'den sonra GSMH hızla artmıştır.

Grafik 3.4. Gayri Safi Milli Hasıla ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1992-2005)



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler.

Diğer yandan, Türkiye’de 1984’te döviz rejiminin serbestleştirilmesi, para ikamesine yönelik baskılara neden olmuş ve yüksek olan kamu açıklarıyla birlikte para ikamesi baskısı politika yapıcıların enflasyonu düşürmek amacıyla Türk Lirasını korumaya çalışmaları nedeniyle yüksek reel faiz oranlarına yol açmıştır. Yükselen reel faiz oranları sermaye hareketlerinin daha da artmasına neden olmuştur. Bu dönemde kısa vadeli sermaye akımından bankalar yararlanmış olup 1990’da 1 Milyar ABD Dolar olan borçlanmaları 1993’te 3,5 Milyar ABD Dolar’a çıkmıştır.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra ekonomi kırılgan hale gelmiş, istikrarsız faiz oranları, döviz kurları ve hükümetin finansal piyasalardaki ağırlığı, vadelerin ve ekonomik birimlerin geleceğe yönelik planlama dönemlerinin daha da kısalmasına neden olmuştur.

Bunlardan dolayı, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi politika yapıcıların işini daha da zorlaştırmış, ekonomide iniş çıkışlara yol açmış, ekonomik faaliyetin ağırlıklı olarak yurt dışından sağlanan daha çok kısa vadeli olan sermayeye bağlı olmasına neden olmuştur (Celasun ve Rodrik, 2002: 65).

Sonuç itibariyle, 1988 ve 1999 yılları arası kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisine etkileri tablo 3.7.'de verilmiştir.

Tablo 3.7. Spekülatif Kısa Vadeli Yabancı Sermaye (Sıcak Para) Hareketleri ve Seçilmiş Finansal Göstergeler (Milyon Dolar)

Yıllar	Sıcak Para Yurt İçi getirisi <sup>a</sup>	Bankacılık Kesimi Dış Kredileri		Ödemeler Dengesi Net Hata ve Noksan <sup>b</sup>	Net Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri <sup>b</sup>	Cari İşlemler Dengesi <sup>b</sup>	Para İkamesi <sup>c</sup>
		(1) Giriş	(2) Çıkış				
1988	-0.073	-	-	515	-2281	1596	27.0
1989	0.236	-	-	971	-584	961	23.0
1990	0.293	-	-	-468	3000	-2625	22.5
1991	-0.038	43186	42523	948	-3020	250	29.5
1992	0.154	64767	62363	-1190	1396	-974	39.9
1993	0.045	122053	118271	-2222	3054	-6433	50.2
1994	-0.315	75439	82040	1769	-5127	2631	53.0
1995	0.197	76427	75626	2354	3713	-2339	54.8
1996	0.329	8824	8055	-1781	5945	-2437	50.9
1997	0.278	19110	18386	-2755	1761	-2638	48.6
1998	0.254	19288	19225	-1985	2601	1984	45.1
1999	0.298	122673	120603	1899	759	-1364	45.2

Kaynak: Yeldan, 2012a: 137.

a.  $[(1+R)/(1+E)-1]$ ; R: Yurt içi mali piyasalardaki en yüksek faiz oranı, E: TL Aşınma Oranı.

b. 1996 yılından itibaren bavul ticareti dahil.

c. Döviz Mevduatı/ Yerleşik Toplam Mevduatı

Tablo 3.7.'deki verilere göre net kısa vadeli hareketlerinde 1992 ve 1993 yıllarında artış olmuş ancak, 1994 kriziyle birlikte yaklaşık 5 Milyar ABD Doları sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1995'te ise net sermaye girişi 3.7 ABD Milyar Dolara ulaşmıştır. Türkiye'ye giren sermaye, kriz sonrasında hem ithalat hacminin, hem de kamu tasarruf-yatırım açığının finansmanını sağlamıştır. Sermaye hareketlerinin yarattığı baskı sonucunda döviz kurunun aşınma oranı, yurt içi fiyat enflasyonunun gerisinde kalmıştır. Türk Lirası ise reel olarak aşırı değerlenmiştir. Sonuç olarak da ödemeler dengesi cari işlemler açığı büyümüştür. Söz konusu açık 1993'te 6.4 Milyar ABD Dolara ulaşmıştır. 1994 krizinden sonra cari fazla verilmiş olsa da bu yıldan sonra tekrar cari açık verilmiştir (Yeldan, 2012a: 137).



### **3.3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE'DE YOL AÇTIĞI FİNANSAL KRİZLER**

Finansal serbestleşme ile birlikte Türkiye ekonomisi dışa açılmış, böylelikle portföy yatırımları, hisse senedi, tahvil, bono ihracı, kısa vadeli krediler ekonomi üzerinde etkili olmaya başlamıştır. Canlılık yaşanan sermaye girişinin yani bu tür yatırım araçlarının cazip olduğu yıllar, ekonomide canlanma ve büyüme yaşanmıştır. Ancak politik belirsizlikler, dış ticaret açıkları, enflasyondan bağımsız olarak değer kazanan Türk Lirası ve dış kaynaklı şoklar etkiyi arttırmış, bu tür sermaye hareketlerinde çıkışlar olduğu yıllar ekonomimiz ciddi anlamda etkilenmiştir. Bu etkilenmeler önce finansal sektörde başlamış daha sonra reel sektörü etkisi altına almıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve spekülasyon hareketlere maruz kalınması Türkiye ekonomisi literatüründe yer alan iki önemli krize sebep olmuştur. Bu krizlerden ilki Nisan 1994, ikincisi ise Şubat 2001 krizleridir.

#### **3.3.1. 1994 Nisan Krizi ve Sonrasında 5 Nisan Kararları**

1980 sonrası liberal ekonomiye geçişle birlikte hızlı bir büyüme sürecine girip dünya ekonomisiyle entegrasyon süreci yaşayan Türk ekonomisi, bir yandan da ciddi ekonomik sorunlarla boğuşmaya başlamıştır. Özellikle yüksek enflasyon oranları ve sürekli değer kaybeden Türk Lirası, ekonominin değişmez unsurları haline gelmiştir. 1990'lardan itibaren ise siyasi istikrarın sağlanamaması ekonomi politikalarında istikrarı ortadan kaldırmıştır. Bu gelişmeler Türkiye'nin 1994 yılında çok ciddi bir ekonomik kriz yaşamasına sebep olmuştur.

Aşırı spekülasyon sermaye girişinin ekonomik dengeler üzerindeki olumsuz etkilerini Türkiye kadar ağır yaşamış olan bazı GOÜ'lerde (Arjantin, Meksika), krizin ortaya çıkmasıyla birlikte alınan önlemler sayesinde krizin daha hafif atlatılması mümkün olmuştur. Ancak Türkiye'de başvurulan uygulamalar ve iktisadi kararlar krizin boyutunu artırmıştır. 1993 yılının son ayları ile 1994 yılının Nisan ayı arasında geçen dönemde Türkiye'nin kriz yönetiminde başarısız olduğunu söylebiliriz.

Kriz öncesi dönemde iç borçlanma, enflasyon oranı ve temel mali göstergeler arasında açık bir ilişki olmasını önlemiştir. İç borçlanma sadece enflasyon oranı

ve bütçe açığı arasındaki ilişkiyi saklamamış ayrıca rezervler ile enflasyon arasındaki ilişkiyi de gizlemiştir. 1993 yılının ortalarında siyasi otorite, kamunun faiz yükünün çok yüksek olduğunu ve kısa dönemde uygulanacak politikaların faiz oranlarını düşürme amacı taşıyacağını açıklamış, böylelikle ekonomiye likidite sürmüştür. Ancak yüksek likidite ve düşmesi beklenen faiz oranları döviz talebini hızla artırmaya başlarken diğer yandan yüksek cari açık da devalüasyon beklentilerini artırmış ve döviz talebini artırıcı işlev görmüştür (Bahçeci, 1997: 8).

Tablo 3.8. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (Cari fiyatlarla, Bin TL)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)	12.283	29.140	63.111	116.147	203.811	239.573	390.028
KKBG / GSYH	5,3	7,3	9,9	10,5	10,2	6,2	5,0
Kamu Kesimi Faiz Ödemeleri	8.260	20.183	38.608	67.634	164.389	420.008	743.727
Faiz Dışı KKBG*	4.023	8.958	24.503	48.513	39.422	-180.434	-353.700
Faiz Dışı KKBG / GSMH*	1,7	2,3	3,9	4,4	2,0	-4,6	-4,5

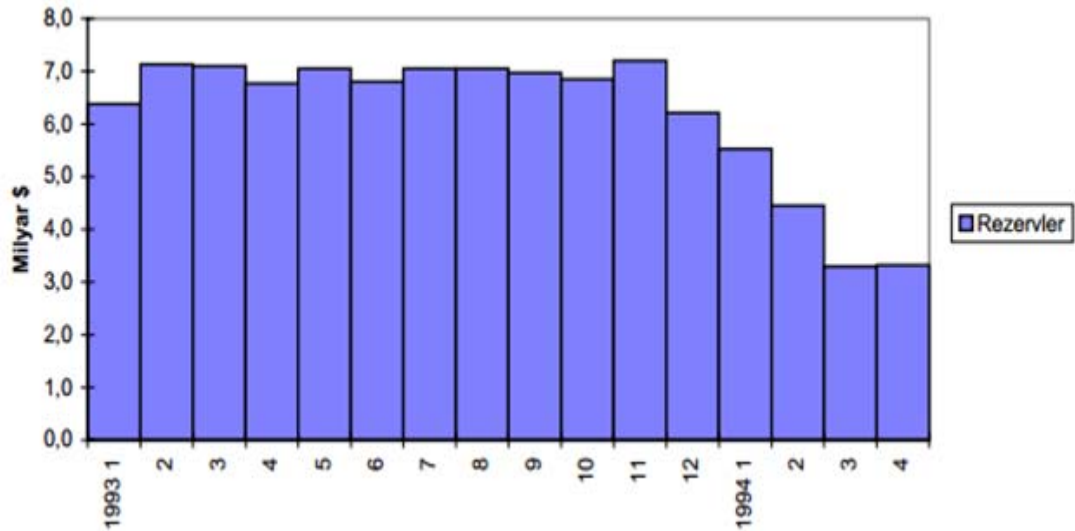
Kaynak: TCMB. \* (-) işareti fazlayı ifade etmektedir.

Tablo 3.8.'de verilen kamu kesimi borçlanma gereği istatistiklerine göre 1989 yılında KKBG 12.283 Bin TL iken, bu oran 1993 yılına gelindiğinde 203.811 Bin TL olarak gerçekleşmiştir. Maastricht kriterlerine göre %3 civarında olan KKBG/GSYH oranı 1989 yılında %5,3 iken, bu oran 1993 yılında %10,2'ye yükselmiştir. Diğer yandan 1989 yılında kamunun faiz ödemeleri 8.260 Bin TL iken bu miktar 1993 yılına gelindiğinde 164.389 TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz ödemelerinin artması bütçeden kesinti (memur maaşlarının azalması, yatırımların azalması) anlamını taşımaktadır. İç borçlanmanın sürdürülebilirliğininin göstergelerinden olan faiz dışı KKBG'de de aynı şekilde artış görülmektedir.

Bununla birlikte siyasi otorite dövize olan talebi yüksek döviz rezervlerini satarak sınırlamanın mümkün olacağı ve bu şekilde piyasada dolaşan paranın, İMKB'ye yönlendirilebileceği varsayımı ile hareket etse de bu varsayım, büyük bankaların yüksek bir devalüasyon olacağı bilgisi ile hareket ettiğinden geçerli olmamıştır.

Dolayısıyla piyasaya sürülen döviz talebi kırma işlevini yerine getirmekten uzak kalmakta ve piyasaya sürülen döviz, giderek artan fiyatta alıcı bulmaktadır.

Grafik 3.5. 1993- 1994 Yıllarında Türkiye'nin MB Rezervleri



Kaynak: TCMB Aylık İstatistikleri.

Grafik 3.5.'e bakıldığında, Kasım 1993 tarihinde yaklaşık 7 Milyar ABD Dolar olan rezervler, Merkez Bankası'nın piyasalara döviz satarak müdahale etmesi sonucu Aralık ayında 6.2 Milyar ABD Dolar'a, Ocak ayında 5.5 Milyar ABD Dolar'a ve Mart ayında da 3.3 Milyar ABD Dolar'a düşmüştür.

Tablo 3.9. Türkiye'nin 1989-1995 Yılları Arası Başlıca Ekonomik Göstergeleri

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Cari Açık (GSYH'nin %'si)	1	-2	0	-1	-4	2	-1
GSYH (Milyar Dolar)	107,029	150,641	150,765	158,890	179,408	129,734	169,318
GSYH Büyüme Oranı	0	9	1	6	8	-5	7
Eflasyon Oranı (TÜFE)	75	58	59	64	68	106	87
Kısa Vad. Dış Borç. (Top. Borç %'si)	14	19	18	22	27	17	21
MB Rezervleri (Milyar Dolar)	4,780	6,049	5,144	6,159	6,271	7,169	12,441
Bankacılık Sektör. Sağ. Kredi	21	20	22	25	26	26	28
Kullanılan IMF Kredisi	47	0	0	0	0	343	684

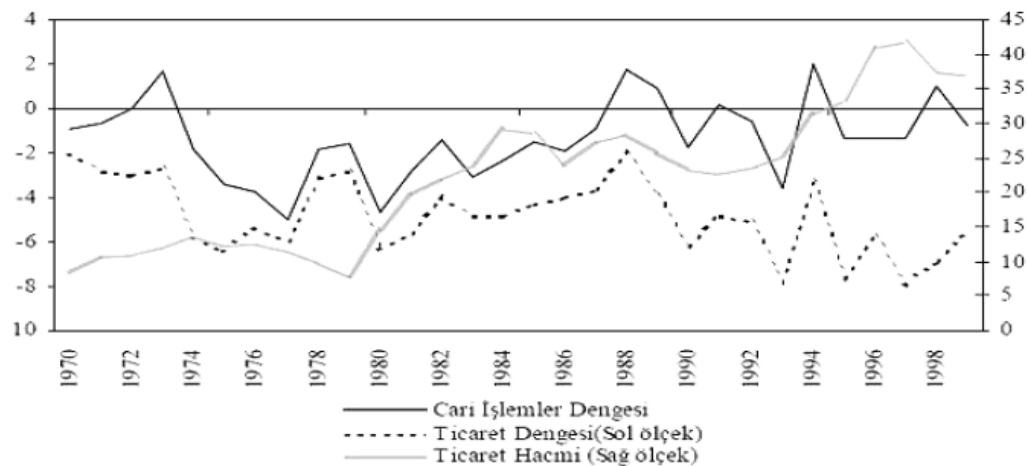
Kaynak: World Bank WDI, 2007.

Kriz göstergeleri açısından Türk ekonomisi değerlendirildiğinde birçok açıdan ekonomik krizin sinyalleri görülebilmektedir. Tablo 3.9.'da görüldüğü gibi ekonomik büyüme rakamları incelendiğinde Türkiye'de ekonomik istikrarın uzun bir süredir yakalanamadığı ortaya çıkmaktadır. GSYH'da yaşanan %9'lara varan ekonomik büyüme rakamları, çok düşük büyüme oranlarının yaşandığı yılların ardından yaşanmış, hemen ertesi yıl ekonomik büyüme tekrar yavaşlamıştır. 1989 yılından sonra 32 Sayılı Karar ile kısa vadeli borç oranları artmış 1994 kriziyle azalma yaşansa da 1995 ile birlikte bu oran tekrar yükselmeye başlamıştır.

Diğer yandan, ödemeler dengesi rakamları açısından da Türkiye ekonomisi 1994 yılı öncesinde bir ekonomik krizin gelişebileceğini gözler önüne sermektedir. Türkiye ekonomisi 1990'dan sonra grafik 3.6.'dan da görüldüğü gibi ciddi şekilde cari açık vermeye başlamıştır, 1993 yılında cari işlemler dengesi 6,4 Milyar ABD Dolar seviyesinde açık vermiş olup bunun başlıca nedeni de 14,2 Milyar ABD Doları değerindeki dış ticaret açığı olmuştur (TCMB, 2002: 21).

Hükümetlerin artan bütçe açıklarını finanse etmek için para basması likiditeyi, dolayısıyla da tüketim harcamalarını arttırarak ithalat ihracat dengesini bozmuştur (Erdoğan, 2006: 34). Artan ithalat ise cari işlemler dengesinin açık vermesine sebep olmuştur.

Grafik 3.6. Türkiye'de Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi/ GSMH (%)



Kaynak: TCMB, 2002: 22.

Diğer yandan 5 Nisan Kararları öncesinde ödemeler bilançosu açıkları aşırı derecede artış göstermiştir. Türk Lirasının değerlenmesi ise ödemeler dengesi açısından bir başka sorunun ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Devletin sürekli artan bütçe açıklarını finanse edebilmek için iç piyasalardan borçlanması faiz oranlarını arttırmış ve Türk Lirasını güçlendirmiştir. Bu dönemde Merkez bankasının dalgalı kur rejimini benimsemiş olması Türk Lirasının aşırı değerlenmesi ile çelişmektedir. Ancak gerçekte Merkez Bankası görünürde serbest döviz kuru rejimi uygularken piyasalara Türk Lirasını değerlendirme yönünde müdahaleler yapmıştır (Alp, 2000: 234).

Önceki bölümlerde incelenen Arjantin ve Meksika ekonomilerinde de kriz öncesinde büyük boyutlarda cari açığın ve aşırı değerlenmiş ulusal paranın olması dikkat çekici bir unsurdur. Makroekonomik kriz göstergelerinden enflasyon oranları açısından bakıldığında, 1990 yılında 60.3, 1991 yılında 66.1, 1992 yılında 71.1, 1993 yılında 66.1 ve 1994 yılında 106.3 olarak gerçekleşmiştir (DPT, 2009). 1994 yılı öncesi Türkiye ekonomisi yüksek enflasyon oranları ile dikkat çekmektedir. 1980'lerden itibaren düzenli bir şekilde artan enflasyon oranı, ülkenin risk primini yükseltmenin yanında faiz oranlarını da yükseltme yönünde baskı altına almaktadır. Yükselen faiz oranları ise getirileri yükselttiğinden uluslararası sermayenin Türkiye finans piyasalarına yönelmesine sebep olmuştur.

Tablo 3.10. Türkiye'de 1994 Krizi Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSMH'nın %'si)

	1992	1993	1994	1995
Portföy Yatırımları	1,6	2,3	0,5	0,5
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	1,0	1,5	-4,0	1,6
Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	-0,6	0,8	-0,7	0,0

Kaynak: World Bank WDI, 2007.

Tablo 3.10.'da görüldüğü gibi hem kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri hem de portföy yatırımları kriz öncesinde yoğun bir şekilde Türkiye'ye yönelmiştir.

Türkiye'ye yönelen net uluslararası sermaye hareketlerinin toplamı GSMH'nın %4,6'sına kadar yükselerek 8 Milyar Dolar'ı aşmıştır. Uluslararası sermayenin bu şekilde ülkeye yönelmesi başta cari açığın kapatılması gibi olumlu etkiler yapsa da, aşırı değerlendirilen kurla birlikte ciddi bir para krizi riski oluşmaktadır.

Türkiye'de ekonomide görülen kötüye gidişle birlikte ekonomideki likidite artışı, spekülasyon faaliyetleri hızlandırmış, faizleri yükseltmiş ve dövize olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler sonucu, Moody's ve Standard and Poors gibi ülke kredi derecelendirme kurumları 1994 Ocak ayında Türkiye'yi spekülasyon ülkesine düşürmesi ve üç küçük bankanın kapatılması ile ekonomik krizin eşiğine gelinmiştir. Faizleri düşürmek amacıyla iç borçlanma piyasasına ihale iptalleri, bono arzına limit getirilmesi ve %5 gelir vergisi ile müdahale edilmesi sonucu iç borçlanma piyasası yok olma noktasına gelmiş, piyasanın iç dinamiklerini dikkate almayan bu iç borçlanma politikası dış dengedeki bozulma ve değerli kur politikası ile birleşince finansal kriz ortaya çıkmış, 5 Nisan'a gelinmiştir.

5 Nisan 1994'te hükümet dengeleri yeniden kurmak amacıyla iki bölümden oluşan yeni kararlılık önlemleri paketini ilan etmiştir (Karluk, 2005: 414).

- Konjonktürel nitelikte olan ilk bölümde; döviz kuru, ücret, fiyat politikaları, merkez bankası ve bankacılık sektörü, sermaye piyasası ile kamu sektörüne yönelik önlemler, tarımsal destekleme politikaları, toplumsal mali dayanışma ve yeni vergilere ilişkin önlemler yer almaktadır. Kamu sektörüne yönelik önlemler; kamu sektörü, kamu sektörü borçlanma gereği ve finansmanına ilişkindir.

- İkinci bölüm olan yapısal düzenlemeler bölümünde ise özelleştirme, kamu iktisadi teşebbüslerinin iyileştirilmesi, kamu sektöründe istihdamın rasyonalizasyonu, yerel yönetimlere ilişkin idari ve mali düzenlemeler ile sosyal güvenlik kuruluşları reformu düzenlenmiştir.

Bu amaçların gerçekleştirilmesinde temel ilke kamu gelirlerinin artırılması ve kamu harcamalarının azaltılmasıdır. 627 Trilyon TL gelir, yaklaşık 819 Trilyon TL gider ile bağlanmış olan 1994 konsolide bütçesinin gelirlerinin 65 Trilyon TL artırılması, giderlerin ise 31 Trilyon TL azaltılması amaçlanmıştır. Bunun sonucunda yaklaşık 192 Trilyon TL olarak öngörülen bütçe açığı 96 Trilyon TL'ye düşmüştür. Gelir artışları esas olarak akaryakıt ve tekel ürünlerinden

alınacak dolaylı vergilerden karşılanmış, bunun belli bir düzeydeki gelir vergisinin arttırılması ve düşük oranlı bir tür servet vergisi alınması düzenlemeleri tamamlamıştır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 486).

Ayrıca, hazine ve diğer kamu kuruluşlarının Merkez Bankasından kredi kullanımına sınırlama getirilerek, Merkez Bankasının daha özerk bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır. Merkez Bankasının para politikasını ekonomideki fiyat, ücret ve döviz kuru için öngörülen hedeflerle uyumlu bir şekilde yürütmesi ve parasal büyüklükleri kontrol altında tutması öngörülmüştür. Bu amaçla mevduat munzam karşılığı ve disponibiliteler oranları yeniden düzenlenmiştir. Sigorta tabi tasarruf üst sınırı, 50 Milyon TL'den 100 Milyon TL'ye daha sonra 150 Milyon TL'ye yükseltilmiş ve son olarak hükümet tüm tasarruf mevduatlarına güvence getirmiştir (Toprak, 1996: 174).

1994 yılında memur maaş artışları bütçe ödenekleriyle sınırlandırılmış, personelle ilgili bütçe ödeneklerinde ek bir kısıntıya gidilmemiştir. Toplumda yerleşik hale gelmiş olan geçmiş enflasyona endeksleme yerine ileriye dönük bir bakış açısı getirmek, özetle, ekonomik birimlerin hesaplarını ileriye dönük yapmaları ve geçmiş enflasyonun toplum hafızasından silinmesi başarının temel şartı olarak görülmüştür (Parasız, 1995: 174).

Bu süreç içerisinde yaşanan olumsuzlukların en büyük nedenleri piyasadaki temel yetersizliklerin giderilememesi, yapısal değişimlerin sağlanamaması, kayıt dışı ekonomiye karşı mali reformların gerçekleştirilememesi ve döviz kurunun bir fiyat değişkeni olarak uzun süre kullanılması sayılabilir (Karabıçak, 2000: 10).

Tam açık kambiyo rejiminin hakim olduğu 1990-1995 yıllarında özel sektörün toplam dış borçlar içindeki payı artmaya devam etmiş ve 1995 yılında %30'a ulaşmıştır. Yani özel sektörün sermaye hareketlerinde önemli bir rol oynamaya başladığının bir göstergesi olmuştur. Ayrıca 1995 yılının ilk altı aylık döneminde döviz kuru artışlarının sınırlı düzeyde kalması, buna karşın kamu iç borç senetlerinin faizlerinin yüksek seyretmesi nedeni ile uluslararası sermaye hareketleri çekiciliğini korumuştur (Çetin, 2008: 75).

5 Nisan Kararları'nın ekonomi üzerindeki olumlu etkileri ilk aylarda hissedilmeye başlanmıştır. Para ve döviz piyasaları hızla istikrara kavuşmuş, kur kontrol

altına alınmış, cari işlemler açığı fazlaya dönüşmüş, bunun sonucunda uluslararası döviz rezervleri oldukça artmış ve kamu açıkları önemli ölçüde azalmıştır.

Tablo 3.11. IMF Performans Kriterleri ve Gerçekleşmeler (Trilyon TL)

	30.06.1994		30.09.1994		30.12.1994	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
Konsolide Bütçe Açığı	73.5	61.1	96.3	99.2	109.6	152.2
TEFE <sup>a</sup>	47.6	43.7	3.7	9.0	9.7	21.6
TÜFE <sup>a</sup>	41.1	35.6	4.8	10.9	11.0	23.9
Dolar Kuru (Aylık Ort. TL/\$)	35000	31725	35700	33895	38000	37407
MB Rezervleri <sup>b</sup> (Milyon Dolar)	-350	812	300	2906	1000	3066
MB Net İç Varlıklar	305.5	271.2	294.5	259.9	293.0	271.9
Emisyon Hacmi	76.9	91.7	81.4	118.1	90.0	120.2
Rezerv Para	139.4	148.1	147.8	184.1	164.2	185.7
M1	150.0	147.3	159.7	205.5	187.3	239.0

\*Üst limit.

a.1987=100 bazlı endekse göre üçer aylık yüzde değişimler.

b.31 Mart 1994 tarihindeki 4613 Milyon Dolar'lık net uluslararası rezervlere göre kümülatif değişim.

Kaynak: Bahçeci, 1997: 98-99.

Tablo 3.11.'e göre, ilk üç ay sonunda (Haziran sonu itibariyle) rezerv para ve emisyon hacmi dışında tüm IMF hedefleri gerçekleştirilmiştir. Sıkı maliye politikası sonucu, Haziran ayı sonu itibariyle konsolide bütçe açığı IMF hedefinin altında kalarak önemli ölçüde azalmıştır. 5 Nisan Kararları'nın ekonomi üzerindeki olumlu etkileri ilk aylarda hissedilmeye başlanmıştır. Ayrıca, para ve döviz piyasaları hızla istikrara kavuşmuş, kur kontrol altına alınmış, cari işlemler açığı fazlaya dönüşmüş, bunun sonucunda uluslararası döviz rezervleri rekor düzeyde artmış ve kamu açıkları önemli ölçüde azalmıştır (Bahçeci, 1997: 98-99).

5 Nisan Kararları'nın ilk aylardaki olumlu etkileriyle kısa vadeli hedeflere ulaşılmış, fakat uzun vadede sürdürülebilir büyüme trendine girilememiştir. Üretim, istihdam ve ücretler üzerinde daraltıcı etkiler ilk aylarda ortaya çıkmıştır.



İmalat sanayii üretim endeksi hızla düşmüş ve Mayıs ayında endeks %20.4 oranında azalmıştır. Özel imalat sanayii üretimde çalışanlar endeksi, 1994 yılının ikinci çeyreğinde %5.6 oranında, özel imalat sanayi kapasite kullanım endeksi %16.7 oranında gerilemiştir. Aynı dönemde imalat sanayiinde üretkenlik %12.3 oranında düşmüştür.

Ayrıca, ortalama maaş ve ücretler, fiyat artışlarının gerisinde kalarak reel olarak daralmıştır. Bu gelişmede kamu kesimi toplu iş sözleşmelerinin, enflasyona endeksli ikinci yarıyıl zamlarının ertelenerek zamana yayılmasının ve 5 Nisan Kararları'nın daraltıcı etkilerinin payı vardır. İç talebin daraltılması sonucu reel GSMH, 1994 yılında %6 oranında azalmıştır. Kişi başına düşen GSMH, 1993 yılında 3.056 Dolar iken, 1994 yılında 2.161 Dolara düşmüştür. Tarım sektörü ticaret hadleri %11.4 oranında gerilemiştir. Özetle, krizin reel ekonomi üzerindeki etkileri derin ve yüksek maliyetli olmuştur.

5 Nisan Kararları'nın öncelikli hedeflerinden biri de konsolide bütçe açığını azaltmak ve 1994 yılsonu itibariyle KKBG'nin GSMH'ya oranını %6.2'ye indirmek idi. IMF tarafından 1994 yılsonu için konsolide bütçe açığına 109.6 Trilyon TL üst limit konmuştu. Konsolide bütçe açığında önemli ölçüde düşüş sağlanmış olmakla birlikte, Eylül ayından itibaren vergi, fon ve özelleştirme gelirlerinde öngörülen artışların gerçekleşmemesi, harcamaların artış eğilimini sürdürmesi sonucu bütçe açığı artmaya başlamış ve 1994 sonunda 152.2 Trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu nedenle, KKBG'nin GSMH'ya oranı %7.9 olarak gerçekleşmiştir.

5 Nisan Kararları sonucu uygulanan sıkı para politikası sonucu ilk altı ayda rezerv para dışında emisyon ve dar tanımlı para arzı (M1) limitlerine uyulmuştur. Fakat takip eden aylarda Merkez Bankası net iç varlıklar hedefleri ay sonları itibariyle tutturulmakla birlikte, özellikle ay içinde ciddi boyutta dalgalanmalar görülmüştür. 5 Nisan Kararları ile uygulamaya konulan daraltıcı maliye politikaları 1995 yılı ikinci yansına kadar sürdürülmüştür. 1995 yılı sonunda erken seçim kararının alınması nedeniyle genişleyici maliye politikalarının uygulanmasına yeniden geçilmiştir.

Diğer yandan bu dönemde, ağır borçluluk kritik değerlerinden üçünün aşılmasından dolayı Türkiye ağır borçlu ülke durumuna düşmüştür. 1993 yılında

toplam dış borç / GSMH 37.0, toplam dış borç / ihracat 431.4, dış borç servisi / ihracat 52.7, faiz servisi 22.9 iken; 1994 yılında toplam dış borç / GSMH 50.1, toplam dış borç / ihracat 356.7, dış borç servisi / ihracat 54.3, faiz servisi / ihracat 21.3 olarak belirlenmiştir (Olcay, 2013: 118).

Sonuç itibariyle 5 Nisan 1994 istikrar programının kısa vadeli önlemlerinin bir ölçüde kararlılıkla uygulanmasının sonucunda mali piyasalardaki dalgalanmalar azalmıştır. Fakat orta ve uzun vadeli tedbirler uygulanamamış ve yapısal reformlar gerçekleştirilememiştir.

### **3.3.2. Kasım 2000- Şubat 2001 Krizleri**

Türkiye'de sermaye hareketleri, 1996 yılında çok yüksek seviyede seyretmiştir. Özellikle kısa vadeli sermaye akışı oldukça yüksek olmuştur. 1996 yılında ülkeye 5,5 Milyar ABD Dolarlık bir sermaye girişi olmuştur (Saltoğlu ve Berksoy, 1998: 50).

1998 yılında Asya ve Rusya'da yaşanan kriz ülkemizi de etkilemiştir. Bu yılda ülkemizden önemli miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1998 yılında Türkiye'den 840 Milyon ABD Dolarlık bir net sermaye çıkmıştır.

Türkiye, 1998 yılının Temmuz ayında IMF ile yakın izleme anlaşması imzalamıştır. Bu anlaşma tespit edilen TCMB iç ve dış varlıklarına yönelik performans ölçütlerine uymaya, bütçe, para politikası ve yapısal reformları yapmaya yönelik olmuştur. Bunun ardından 1999 yılının Aralık ayında döviz kuruna bağlı enflasyonu düşürme programı uygulanmıştır. Program sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın arttırılmasını, yapısal reformların gerçekleştirilmesini, özelleştirmenin hızlanmasını ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelir politikasının uygulanmasını benimsemiştir (TCMB, 2002: 1).

Program çerçevesinde;

- Merkez Bankası, 1 ABD Doları + 0,77 Euro'dan oluşan döviz kuru sepetinin günlük değerini bir yıllık süre için 2000 yılı başında kamuoyuna açıklamıştır.
- Döviz kuru rejimini desteklemek amacıyla, Merkez Bankası net iç varlık yükümlülüğünü sabitlemiş bilanço genişlemesini net dış varlıklardaki artışa bağlamıştır.

Türkiye uygulamaya koyacağı bu programla yıllardan beri süregelen yüksek enflasyonu düşürmeye yönelik adımlar atmayı hedeflemiştir. Üç yıl sürdürülmesi üzerinde görüş birliğine varılan anlaşmanın temel amaçları; tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılında %7 oranına indirmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini artırmak, kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak olmuştur.

Programın Kasım 2000 krizi öncesinde performansını tutturduğu unsurlardan bir tanesi de faiz oranlarıdır. Programın açıklanmasıyla birlikte oluşan olumlu havanın etkisiyle 1999 yılı Kasım ayında %96,40'a ulaşmış olan hazine iç borçlanma bileşik faiz oranı Ocak 2000'de %38,3'a düşmüştür. İnterbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da %69,97 düzeyinde seyrederken, Ocak 2000'de %35,9'a düşmüştür.

Tablo 3.12. Faiz Oranları (1999- 2001)

Yıllar	Aylar	İnterbank Gecelik Ort. Faiz Oranı (%)	Hazine Bileşik Faiz Oranı (%)
1999	Kasım	69,78	96,40
1999	Aralık	69,97	-
2000	Ocak	35,90	38,30
2000	Kasım	79,46	41,00
2000	Aralık	198,95	-
2001	Ocak	42,16	65,00
2001	Şubat	436,00	110,3

Kaynak: Uygur, 2001.

Diğer yandan, Türk Lirası Aralık 1999'a göre Ocak 2001'de %17 değerli hale gelmiş ve Türk lirasındaki değerlenmeyle birlikte ithalat %23 artarken, ihracattaki artış sadece %2.2 olarak gerçekleşmiştir. İhracattaki olumsuz gelişmenin nedeni, özellikle faizlerdeki hızlı düşüşün tüketici kredilerini %300 oranında artırması ve bu durumun yarattığı talep patlaması üretimin ihracat yerine iç tüketime yönelmesi olmuştur. Sonuçta 2000 yılında cari işlemler açığı 9.8 Milyar ABD Doları olarak gerçekleşirken, GSMH'nin %5'i seviyesine ulaşmıştır (Keyder, 2001: 38-39).

Giderek artan cari açıkların sürdürülebilmesi için dış kaynak girişi ön plana çıkmış, ancak 2000 yılında doğrudan yatırım şeklindeki yabancı kaynak girişinin yetersiz oluşu dış borçlanmayı gündeme getirmiştir. Krize giden yolda, dış borç verenlerin hem ülkenin makroekonomik dengelerine hem de borçlanmaya aracılık eden bankalara ilişkin bakış açıları da belirleyici olmuştur (Uygur, 2001: 11).

Kasım 2000 krizi likidite krizi olarak da adlandırılmaktadır. TCMB'nin dış finansal serbestlik ile birlikte politika araçları olan faiz ve döviz kurunu kaybetmiş, 1999 istikrar programında net iç varlıklara dar bir bant uygulamasının getirilmesiyle de tamamen pasif konuma getirilmiş ve bu olgunun bankaların likit olmaması ile birlikte krizi tetiklemiştir (Sönmez, 2003: 17).

Diğer yandan dış piyasalarda da dışardan borçlanma faizine uygulanan risk primi artmaya başlamış, iç piyasalarda ise Ağustos ayından itibaren bankaların 3 aylık tasarruf mevduatlarına uyguladıkları faiz, İnterbank gecelik faiz (TL) ve DİBS yıllık bileşik faiz tırmanışa geçmiştir (Uygur, 2001: 11).

Ayrıca 2000 Kasım ayı krizini tetikleyen güven sarsıcı öğelerden de bahsedilmektedir: Demirbank'ın iflasın eşiğine gelmesi, kamu bankalarının toplam 15 Milyar ABD Dolarına ulaşan görev zararlarının iç borç rakamlarına ilave edilmediğinin ortaya çıkması, toplam cari açığının yıl sonu itibarıyla 10 Milyar ABD Dolarına ulaşacağı belentisi, aşırı değerlendirilen TL'de devalüasyon yapılacağı beklentisi BDDK'ya devredilen 8 bankanın ekonomiye getireceği maliyetin 7 Milyar ABD Doların üstünde olacağına beklenmesidir.

Yukarıda bahsedilen birçok neden 2000 yılı Kasım ayında kriz yaşanmasına neden olmuştur.

Türkiye'de 2000 yılı Kasım ayında yaşanan ağır ekonomik krizin etkisinden henüz kurtulamamışken 19 Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki tartışmayla ikinci bir spekülasyon atak başlamıştır. Dövizle yönelik talepte korkunç bir patlama yaşanmıştır. 19 Şubat tarihinde 7,6 Milyar ABD Dolarlık döviz talebi gerçekleşmiştir. Merkez Bankası bu talebin sadece 1,2 Milyar ABD Dolarına cevap verebilmiş diğer talepleri iptal etmek zorunda kalmıştır. Bunun üzerine Türkiye'nin kredi notu düşürülmüş, risk primi artmıştır (Parasız, 2002: 463).

21 Şubat'ta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranları %6200'e kadar yükselmiştir. Merkez Bankası 16 Şubat tarihinde yaklaşık 28 Milyar ABD Doları rezerve sahip iken, 23 Şubat tarihinde bu miktar 22,6 Milyar ABD Dolarına kadar düşüş göstermiştir. Kasım krizinde dövize saldırı yalnız yabancılarla sınırlı iken Şubat krizinde ülkedeki kişi ve kurumlar özellikle bankalar dövize saldırılarını sürdürmüştür. Bütün bunların sonucunda TCMB, 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır. 19 Şubat tarihinde 1 ABD Doları 686,500 TL iken, 23 Şubat tarihinde 920,000 TL, 28 Şubat tarihinde ise 960,000 TL olmuştur. Kur artışı on günde %40.2'a ulaşmıştır. Bu arada faizler de çok yüksek düzeylere ulaşmıştır ancak dövize olan talebin azalmasına neden olamamıştır.

Sonuç itibariyle, kriz öncesinde ve kriz döneminde, kısa vadeli yabancı sermaye şeklinde yabancı sermaye giriş ve çıkışları, krizin oluşumunda ve gelişiminde önemli derecede etkili olmuştur. Kriz öncesindeki ilk on ay içerisinde döviz kuru çapasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizlere rağmen devam etmesi sonucu net yabancı sermaye girişleri artmış ve 15,2 Milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Bunun 14,2 Milyar ABD Dolarlık kısmı ise borç arttıran yabancı sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmiştir. Döviz kuru hedeflerinin gerçekleştirilemeyeceğini ve cari açığın arttığını gören yabancı yatırımcılar, ülkeyi terk etmiş; 2000 Kasım'dan, 2001 Haziran'a kadar olan dönemde 10,4 Milyar ABD Doları net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Giriş yapan 15,2 Milyar ABD Dolarla çıkış yapan -10,4 Milyar ABD Doları arasındaki fark da ekonominin yabancı sermaye hareketlerinden dolayı karşılaştığı şoku anlatmaktadır (Akyol Eser, 2012: 42).

2001 yılında ekonomi II. Dünya Savaşı'nın ardından en büyük daralmayı yaşamış, GSMH kriz yılında 50 Milyar ABD Doları azalmıştır. Yaşanan hızlı devalüasyonun da etkisi ile enflasyon fırlamış, iç-dış borç yükü artmıştır. Türk halkı 2001 yılında yaşanan ciddi ekonomik krizin sonucu olarak 2002 yılına da ağır bir yoksulluk ve yüksek iç-dış borç yükü ile girmiştir. IMF'den sağlanan 16 Milyar ABD Dolarlık kaynakla uygulanacak 3 yıllık yeni ekonomik programa göre, Türk halkının kriz öncesindeki 2000 yılı seviyesini yakalaması ancak 2004 yılında mümkün olmuştur. 2001, sadece uygulanmakta olan programın değiştiği

için değil, tüm taşların yerinden oynadığı Cumhuriyet tarihinin en önemli kriz yılıdır (Karluk, 2005: 428).

2001 yılının Şubat ayında yaşanan siyasi bir gerginlik sonucunda piyasalara yönelik ciddi bir spekülasyon atak başlamıştır. Tablo 3.13.'de de görüldüğü gibi ülkeden çok ciddi bir sermaye çıkışı başlamıştır. Ancak oluşan panik yurt içi yatırımcılarında döviz talebinin artmasına sebep olmuş, bankaların likidite sıkıntısına düşerek dış yükümlülüklerini karşılayamaz duruma gelmesine sebep olmuştur (İmer, 2003: 36).

Tablo 3.13. Türkiye’de 2000 ve 2001 Krizleri Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSMH’nin %’si)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Portföy Yatırımları	0,1	0,7	-3,6	1,9	0,2	-2,5
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	1,1	-0,1	0,5	0,5	2,1	-8,2
Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	1,1	2,6	1,9	0,3	2,2	-0,6

Kaynak: Tiryaki, 2002: 19.

### 3.4. GÜNÜMÜZDE TÜRKİYE’NİN KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEYRİ VE BAZI EKONOMİK GÖSTERGELER

Bu bölümde; 2000 ve 2001 krizlerinden sonra Türkiye ekonomisine genel hatlarıyla değinilecek olup kısa vadeli sermaye hareketlerinin seyri ve ekonomiye etkileri ile günümüzde kısa vadeli sermaye hareketleri ve yol açmış olduğu kırılganlık göstergeleri tablo ve grafiklerle verilerek Kırılgan Beşli olarak tabir edilen ülkelerle mukayese edilecektir.

2001 krizinden çıkış için çözüm yolları arayan hükümet, IMF’nin desteğinde güçlü bir ekonomik reform programı hazırlayıp dış kaynak sağlamak amacıyla Dünya Bankası Yardımcısı Kemal Derviş’i ekonomiden sorumlu devlet bakanı yapmıştır.

2001 krizinin meydana getirdiği kırılma, Türkiye’den yüksek hacimli sermaye çıkışına neden olmuştur. Ancak IMF ile yapılan yeni stand-by anlaşması ve

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının ilanı ile 2001'in Mayıs ayında piyasalar istikrara kavuşmuştur (Tokat, 2009: 25-26).

Sermaye akımlarının gelişimine ilişkin olarak 2000'li yılların ikinci yarısında Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin önceki dönemlere göre önemli derecede hacim kazandığı gözlemlenmektedir. Bu dönemde, tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de büyük miktarda yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Sermaye akımlarının ulaştığı yüksek hacim, 2008 yılındaki küresel krizin derinleşmesine bağlı olarak düşüşe geçmiştir. Bu dönemde, finansal piyasalarda artan tedirginlik ve uluslararası kredi piyasalarındaki daralma, Türkiye'ye olan sermaye akımlarının yavaşlamasının nedeni olmuştur. Toplam sermaye akımlarındaki kırılma net çıkışlara dönüşmese de 2008 yılındaki küresel krizin sermaye akımları üzerindeki asıl olumsuz etkisi 2009 yılında hissedilmiştir.

2009 yılına gelindiğinde sermaye akımlarındaki düşüş, çok yüksek seviyeye ulaştığı 2007 yılındaki seviyeye göre, %80 oranında gerçekleşmiştir.

Türkiye'ye yönelik kısa vadeli diğer yatırımlarında 1994 ve 2001 krizinden sonra 2006 ve 2010 yıllarındaki kırılmalar dikkati çekmektedir. Özellikle finansal serbestleşme sonrası dönemdeki en büyük hacimli net sermaye çıkışının yaşandığı 2001 yılında, kısa vadeli sermayedeki net çıkışlar da benzer şekilde rekor düzeyde gerçekleşmiştir. ABD Merkez Bankasının faiz oranlarını artırmasıyla oluşan küresel dalgalanma neticesinde 2006 ve 2007 yılında da kısa vadeli sermaye akımlarının net çıkışlara dönüştüğü görülmektedir.

#### **3.4.1. 2002 Yılı Sonrası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomiye Etkileri**

Bölüm 2.'de de belirtildiği gibi sermaye akımlarının giriş yaşandığı yıllarda, ekonomik büyümenin arttığı görülmüş olup bununla birlikte ulusal paranın değerlenmesi ve büyümeye bağlı olarak ithalatın artması dış ticaret açığının daha da artmasına neden olmuştur. Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan ekonomilerin sık olarak yaptığı şekilde dışarıdan gelen sermayenin; bütçe açıklarını kapamada kullanılması, verimsiz projelerde finansman olarak kullanılması ve tüketime bağlı ithalatta kullanılması, gelişmekte olan ülkelerin

borç yüklerini arttırmış, cari işlemler dengesini bozmuş ve ekonomilerini kırılgan hale getirmiştir.

Bu bağlamda Türkiye'nin 2001 sonrasındaki bazı ekonomik göstergelerine bakmakta fayda vardır. İlk olarak 2001-2012 döneminde Türkiye'nin ödemeler dengesindeki bazı verilerine tablo 3.14.'de yer verilmektedir.

Tablo 3.14. Ödemeler Dengesindeki Bazı Veriler (Milyar ABD Dolar)

	<b>İhracat</b>	<b>İthalat</b>	<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	<b>Cari İşlemler Dengesi</b>	<b>GSYH (Milyon ABD Doları)</b>
2001	31	-41	-10	4	196.736
2002	36	-52	-15	-1	230.494
2003	47	-69	-22	-8	304.901
2004	63	-98	-34	-14	390.387
2005	73	-117	-43	-21	481.497
2006	86	-140	-54	-32	526.429
2007	107	-170	-63	-38	648.754
2008	132	-202	-70	-40	742.094
2009	102	-141	-39	-12	616,703
2010	114	-186	-72	-45	731,608
2011	135	-241	-106	-75	773,980
2012	152	-237	-84	-48	786,293

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı veri tabanı.

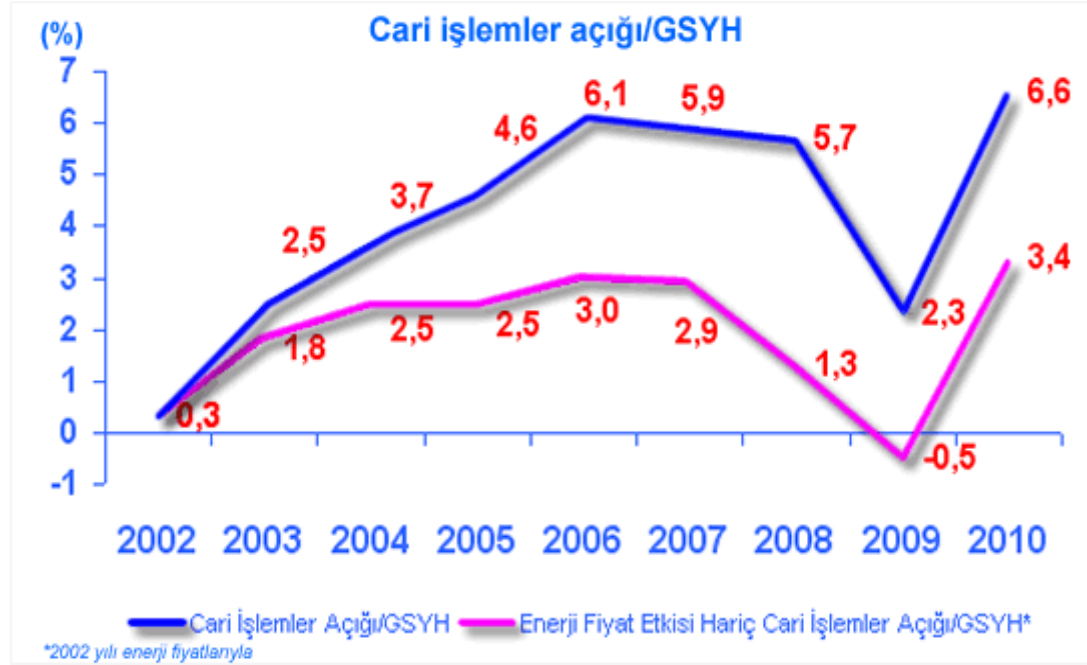
Tablo 3.14. incelendiğinde, ihracatın ve ithalatın 2009 yılı (mortgage krizi sonrası) hariç hızla artma eğilimi içinde olduğu, ancak ithalatın ihracattan daha hızlı büyüdüğü görülmektedir. Bu yüzden dış ticaret dengesine bakıldığında 2009 yılı hariç sürekli açık verilmiştir. Cari işlemler dengesinde de; 2001, 2009 ve 2012 yılları hariç sürekli açık verildiği görülmektedir. Diğer yandan GSYH verisine de baktığımızda aynı şekilde 2009 yılında gerileme olurken diğer yıllar ekonomik olarak büyüme kaydedilmiştir. 2012 yılında 84 Milyar ABD Doları dış ticaret açığı, 48 Milyar ABD Doları cari açık buna karşılık yaklaşık 786 Milyar ABD Dolar'lık büyüme kaydedilmiştir.

Bir başka tablodan ve grafikten de cari işlemler ile ilgili verilere bakmak mümkündür. Aslında kırılganlık göstergeleri olarak bakıldığında cari açığın miktarından çok, nasıl finanse edildiği önemlidir. Aşağıda grafik 3.7.'de cari



işlemler açığı / GSYH; tablo 3.15.'de ise cari işlemler açığının finansman şekli yer almaktadır.

Grafik 3.7. Cari İşlemler Açığı / GSYH (2002-2010)



Kaynak: TCMB.

Tablo 3.15. Cari İşlemler Açığının Finansmanı (2002-2010)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
1. Cari İşlemler Dengesi	-0,6	-7,5	-14,4	-22,3	-32,2	-38,4	-42,0	-14,0	-48,4
2. Toplam Sermaye Girişleri (Bankaların Yabancı Para Efektif ve Mevduatları ve Resmi Rezervler Hariç)	6,9	6,4	20,1	37,7	48,5	48,2	45,3	3,0	42,2
- Yurt İçinde Doğrudan Yatırımlar	1,1	1,7	2,8	10,0	20,2	22,0	19,5	8,4	9,1
- Bankacılık Dışı Özel Sektörün Kredi Kullanımı (net)	1,9	2,3	7,7	12,6	17,1	28,7	26,0	-12,9	-4,6
- Diğer (net)	3,9	3,1	9,7	15,1	11,2	-2,5	-0,2	7,4	37,7
3. Net Hata ve Noksan	-0,8	4,5	1,1	2,8	0,2	1,8	4,7	5,1	5,6
4. Bankaların Yabancı Para Efektif ve Mevduatları	0,6	0,7	-6,0	-0,3	-10,3	-3,5	-9,1	6,1	13,5
5. Resmi Rezervler	-6,2	-4,0	-0,8	-17,8	-6,1	-8,0	1,1	-0,1	-12,8

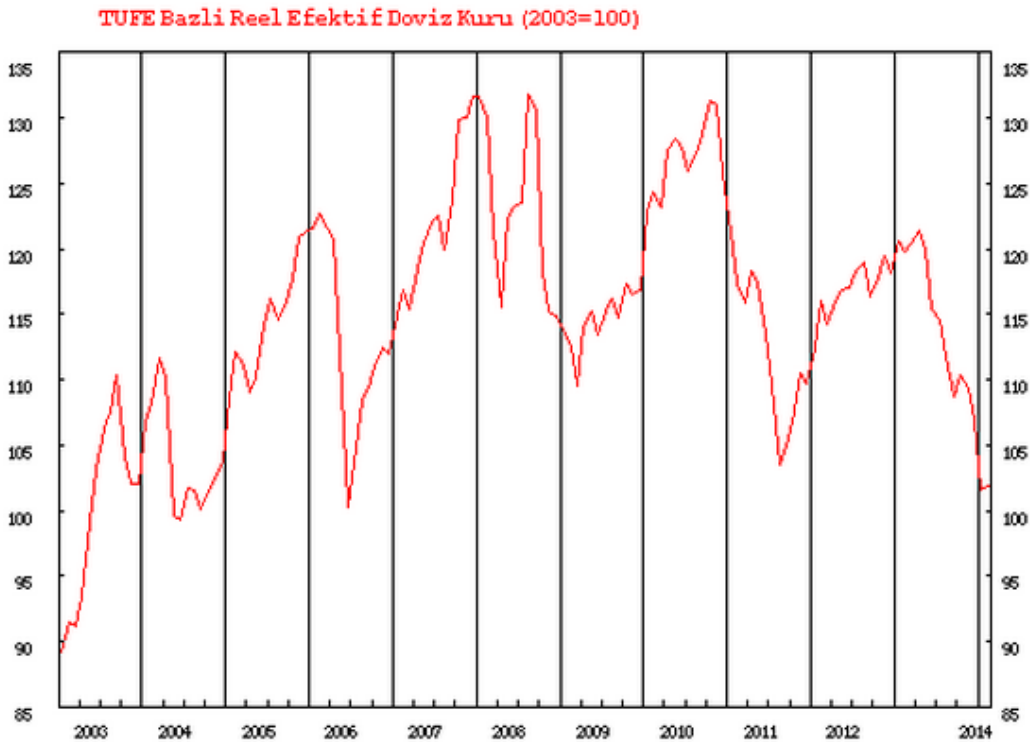
Kaynak: TCMB, Geçici .

Tablo 3.15.'de dış ticaret açığının sürekli arttığı görülmekte olup buna paralel olarak 2009 yılında 14 Milyar ABD Doları olan cari işlemler açığı, 2010 yılında 48,4 Milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 2009 yılında 12 Milyar ABD Doları fazla veren enerji hariç cari işlemler hesabı ise 2010 yılında 14,6 Milyar ABD Doları açık vermiştir. Türkiye'ye gerçekleşen toplam sermaye girişleri 2002'de 6,9 ABD Milyar ABD Doları iken bu rakam 42,2 Milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

Görüldüğü üzere sermaye girişleriyle birlikte, ithalat artmıştır. Söz konusu artış dış ticaret açığının ve ödemeler dengesinde cari açığın artmasına neden olmuştur. Daha önce de belirtildiği gibi eğer net sermaye girişi rezerv artışına gitmiyorsa veya bir sermaye çıkışı söz konusu değilse bu giriş cari açığı finanse etmek için kullanılmaktadır. Tablodan da görüleceği üzere rezervlerde 2010 yılında azalış kaydedilmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bir başka etkisine bakacak olursak grafik 3.8.'de Türkiye' nin 2003-2011 yılları arası reel kuru verilmiştir.

Grafik 3.8. Türkiye'de Reel Kurun Gelişimi (2003-2014)

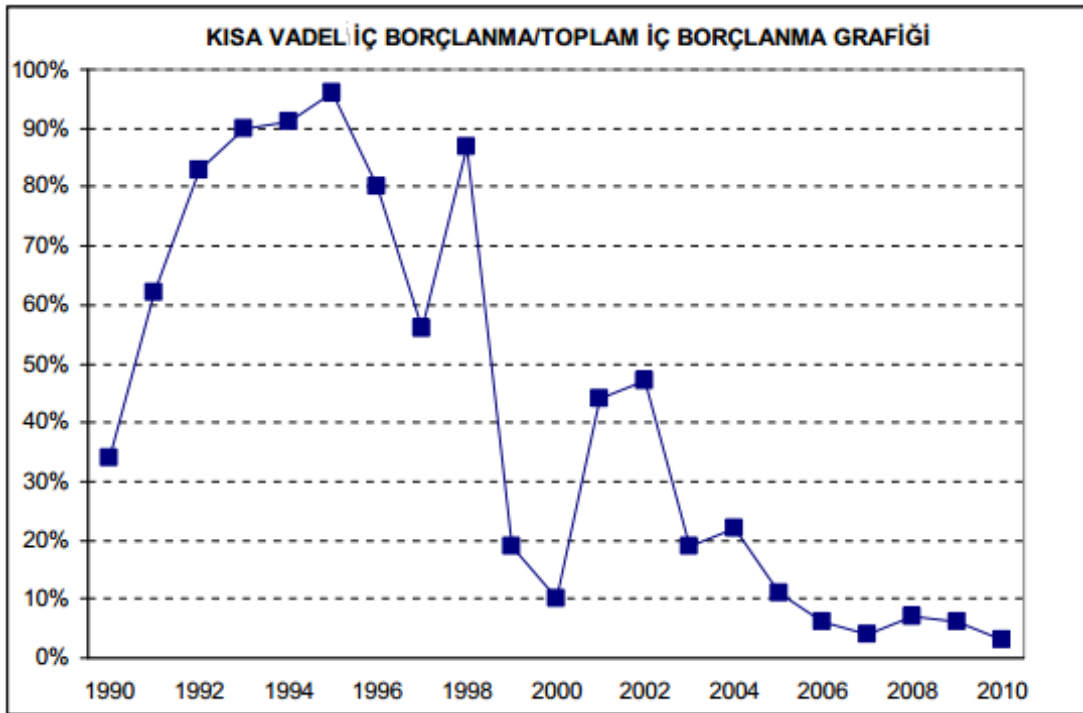


Kaynak: TCMB dönemsel veriler.

Küresel likidite koşullarının da etkisiyle, diğer gelişmekte olan ülkelerdeki eğilime paralel olarak, 2003 yılı 100 alınarak oluşturulan reel efektif döviz kur grafiğinden de görüleceği üzere 2002 sonrası dönemde eğilim, Türk Lirasının değerlenmesi yönünde olmuştur. Ancak Türk Lirasının değeri sürekli dalgalanma göstermiştir.

Türkiye'nin 1990 yılından 2010 yılına kadarki kısa vadeli iç borçlanma / toplam iç borçlanma gelişimi grafik 3.9.'da verilmiştir.

Grafik 3.9. Kısa Vadeli İç Borçlanma / Toplam İç Borçlanmanın Gelişimi

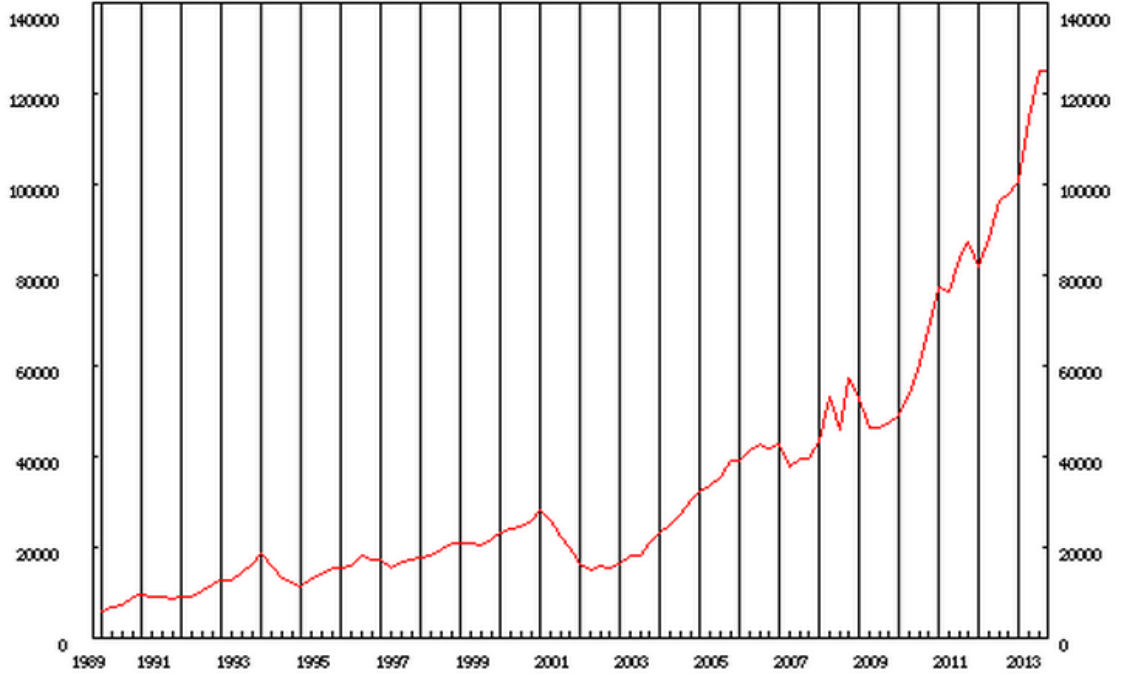


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı veri tabanı.

Kısa vadeli iç borçlanmanın toplam iç borçlanma içindeki yüzdesinin 1990'lı yıllar boyunca yüksek olduğu görülmektedir. 2002 kriziyle birlikte kısa vadeli iç borçlanmanın yüzdesi tekrar yükselmiş ancak son yıllarda kısa vadeli iç borçlanma oranı iyice azalmıştır.

Grafik 3.10.'da ise Türkiye'nin 1989-2013 yılları arası kısa vadeli dış borçların gelişimi verilmektedir.

Grafik 3.10. Türkiye'nin Kısa Vadeli Dış Borçları



Kaynak: TCMB Dönemsel veriler.

Türkiye 1989 yılından sonra finansal serbestleşmeyle birlikte yoğun sermaye hareketlerine ev sahipliği yapmıştır. Grafikten de görüleceği üzere kısa vadeli dış borçlar sürekli artış göstermiş ancak 2001 ve 2002 krizleri arası düşüş yaşamıştır. 2013 yılının ortasında ise kısa vadeli dış borçlar yaklaşık 125.000 Milyon ABD Doları olarak kaydedilmiştir. 2013 yılında 372.652 Milyon ABD Doları olarak gerçekleşen toplam dış borç stokunun ise yaklaşık %33,5'i kısa vadeli dış borçlardan oluşmaktadır.

Aşağıdaki tablo 3.16.'da ise Türkiye'nin 2000 yılından 2010 yılına kadar MB rezervleri, ithalat ve cari işlemler açığı verilmektedir.

Tablo 3.16. Merkez Bankası Net Rezervler (Milyon ABD Doları)

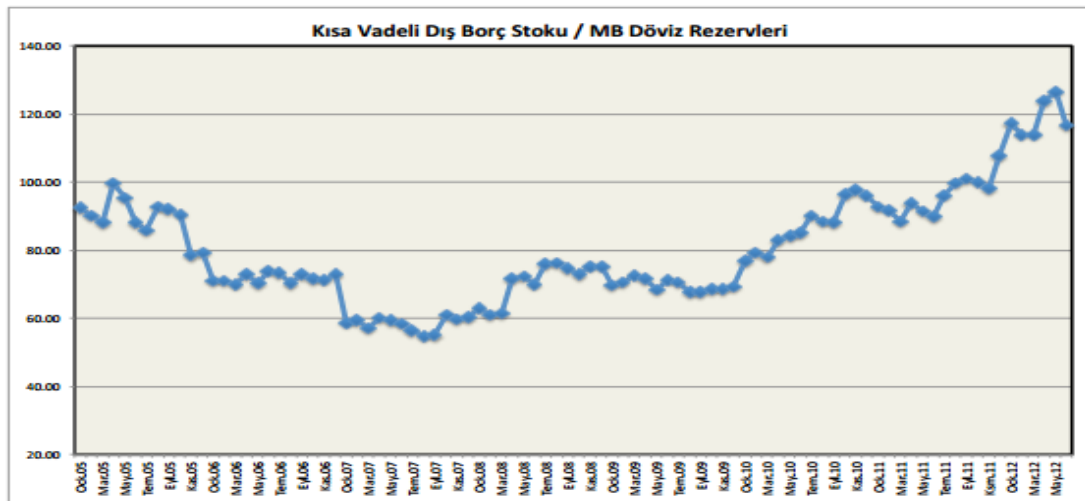
Yıllar	Rezervler	İthalat	Cari İşlemler Açığı
2002	38.067	51.554	626
2003	44.957	69.340	7.515
2004	53.788	77.540	14.431
2005	68.744	116.774	22.309
2006	90.821	139.576	32.249
2007	108.254	170.063	38.434
2008	114.602	201.964	41.959
2009	109.235	140.929	13.991
2010	106.182	185.535	48.528

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı veri tabanı.

Tablo 3.16.'dan da görüldüğü üzere, 2010 döneminde TCMB rezervleri 106.182 Milyon ABD Dolar olarak seyretmiştir. Aynı dönemde ithalatın arttığı ve cari açığın da artış gösterdiği görülmektedir.

TCMB'nin rezervlerinin artması, dış borç verenlere ve dış alım yapılan kuruluşlara güven aşılama ötesinde ülke içinde ekonomik büyümeye doğrudan hiçbir katkıda bulunmamaktadır. 2001-2010 döneminde TCMB'nin rezervleri devamlı büyümek zorunda kalışının en önemli nedenlerinden birisi de aynı dönemde süratle ve sürekli büyüyen cari işlemler açıklarını finanse eden mali piyasalara verdikleri borçları geri ödemede sıkıntı olmayacağı mesajını verebilmektir.

Grafik 3.11. Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / MB Döviz Rezervleri



Kaynak: Yeldan, 2011.

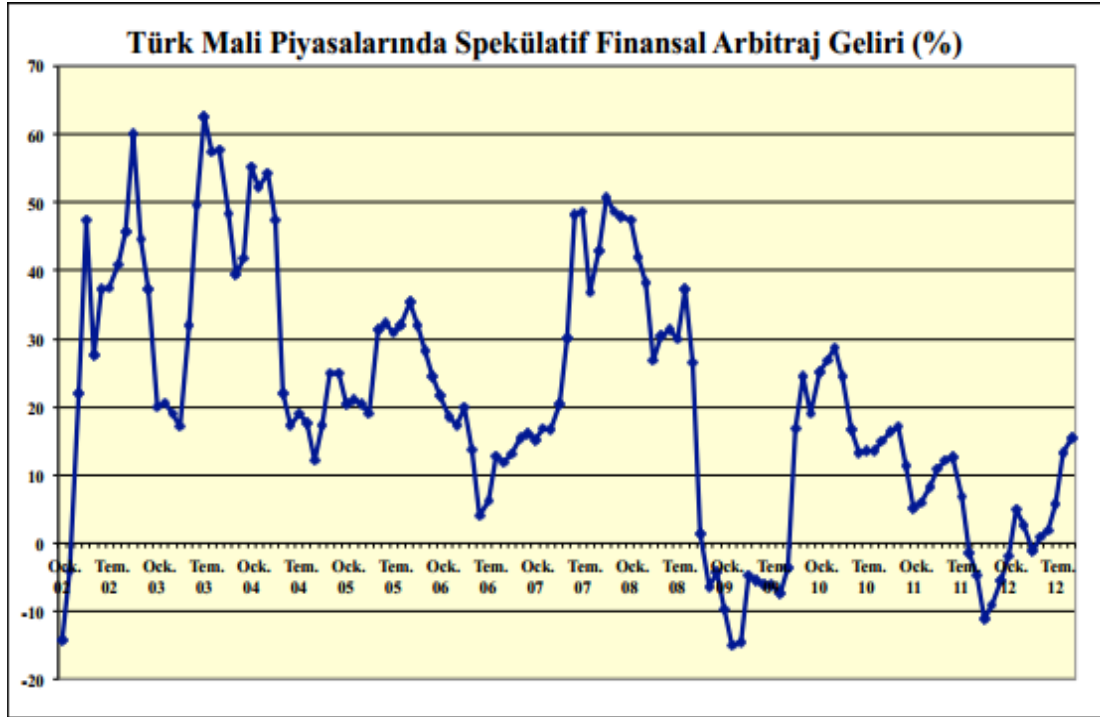
Grafik 3.11. incelendiğinde 2006 yılından sonra düşen kısa vadeli dış borç stoku / MB döviz rezervleri 2008 yılından sonra tekrar ivme kazanmıştır. 2012 yılının Mayıs ayında bu oran aşırı derecede artmıştır. Bu oran, kısa vadeli borçların ödenebilmesi için yeterli finansman kaynağına sahip olup olunmadığının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranının en az 1 olması, diğer bir deyişle rezervlerin bir yıllık dönemde vadesi gelecek olan dış borç anapara ve faiz ödemelerini karşılamaya yetecek düzeyde olması istenir. Bu oranın büyüklüğü, ülkelerin dış şoklar karşısındaki dayanıklılığını da gösterdiğinden ülke risk primini etkileyen değişkenlerden biri olduğu kabul edilir. Sıcak para girişlerinin yaşandığı ülkelerde ani giriş ve çıkışların mali sistem üzerinde stres yarattığı ve dalgalanmalara yol açtığı görülmektedir. Bu gelişmeler karşısında ülkelerin sahip oldukları döviz rezervi seviyesi ve net döviz varlıkları daha da önem kazanmaktadır (TCMB, 2005).

Tablo 3.17. Finansal Getiri Oranları, Dış Borçlar ve Reel Kur (2001-2012)

Yıllar	Spekülatif Finansal Getiri (%)	Dış Borç Stoku (Milyar D.)	Kısa vadeli Dış Borç Stoku (Milyar Dolar)	Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / MB Döviz Rezervleri (%)	Reel Döviz Kuru (TL/\$)	Reel Döviz Kuru (TL / \$) (2001:100)
2001	7.0	113.6	16.3	86.8	1.225	100
2002	31.8	129.5	16.4	60.7	1.505	122
2003	45.3	144.1	23.0	68.2	1.493	121
2004	33.3	161.0	30.9	81.4	1.422	116
2005	28.0	169.9	38.3	75.8	1.340	109
2006	14.5	207.8	42.6	69.8	1.431	116
2007	33.1	249.6	43.1	58.7	1.301	106
2008	29.8	280.4	53.1	74.7	1.292	105
2009	3.1	268.8	49.7	70.2	1.547	126
2010	16.8	290.0	78.1	96.7	1.500	122
2011	3.2	304.3	82.0	104.5	1.670	136
2012	10.1	336.8	100.1	100.2	1.792	146

Kaynak: Olcar, 2013: 99.

Grafik 3.12. Türk Mali Piyasalarında Spekülatif Arbitraj Geliri (2002-2012)



Kaynak: Yeldan, 2012b.

Türkiye'nin faiz - döviz kuru arbitrajına dayalı, rantiyer tipi spekülatif kazançları öne çıkartan bir finansal birikim modeline sürüklendiği yukarıdaki tablodan (3.17.) da görülmektedir. 2012 yılında spekülatif finansal getiri %10.1 ile bir önceki yıla göre 3 kat artış göstermektedir. Dış borçlar içerisinde kısa vadeli dış borçların her yıl arttığı görülmektedir. Diğer yandan kısa vadeli dış borç stoku / MB döviz rezervleri de artmıştır ki bu oranın artmasının önemli bir kırılma noktası gösterdiği belirtilmiştir (Yeldan, 2012b).

Türk mali piyasalarında spekülatif arbitraj geliri olarak verilen grafik 3.12.'den de Türkiye'nin dalgalı seyir izlediği görülmektedir.

2013 Eylül sonu itibariyle, kısa vadeli dış borç stoku, 2012 yılı sonuna göre %24,5 oranında artışla 125,3 Milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, bankalar kaynaklı kısa vadeli dış borç stoku %29,2 oranında artarak 88,1 Milyar ABD Doları olurken, diğer sektörlerin kısa vadeli dış borç stoku %15,7 oranında artarak 36,3 Milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. Rezerv varlıkların içinde bulunan resmi rezervler, Eylül ayındaki 641 Milyon

ABD Doları artışla birlikte Ocak-Eylül döneminde 9.363 Milyon ABD Doları artış kaydetmiştir.

Türkiye'nin 2001 yılından sonraki dış borç göstergelerine ilişkin hazırlanan tablo 3.18. aşağıda verilmektedir.

Tablo 3.18. 2001-2012 Dönemi Dış Borçluluk Göstergeleri (%)

Yıllar	Toplam Dış Borç / GSMH	Toplam Dış Borç / İhracat	Toplam Dış Borç Servisi / İhracat	Faiz Servisi / İhracat	Cari İşlemler Dengesi / GSYİH
2001	77,9	362,5	78,6	22,8	2,3
2002	71,9	359,3	80,0	17,8	-0,8
2003	48,4	305,0	58,9	14,8	-2,4
2004	41,3	254,8	48,3	11,3	-3,6
2005	35,4	232,1	50,0	10,9	-4,6
2006	39,1	243,6	46,8	10,9	-6,1
2007	39,5	233,4	45,3	10,0	-5,9
2008	39,3	212,9	40,8	9,0	-5,7
2009	44,7	263,6	57,6	10,3	-2,3
2010	40,4	256,4	49,0	7,6	-6,4
2011	39,3	225,5	37,5	6,4	-9,7
2012	42,8	220,9	34,3	6,1	-6,0

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler; Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi 2010; Kalkınma Bakanlığı, Uluslararası Ekonomik Göstergeler, 2013.

Tablo 3.18. incelendiğinde toplam dış borç / GSMH oranı 2003 yılından sonra çok borçluluk sınırı olan %50'nin altında gerçekleşmiştir. Dış borç / ihracat oranı 2003-2012 yılları arasında kritik seviyeyi aşmamış fakat %275'e yakın değerler almıştır. 2003 yılında %305,3 olan bu göstergenin değeri, 2005 yılında %229,6, 2006 yılında %240,3, 2007 yılında %230,6, 2009 yılında %262,6 ve 2012 yılında %220,9 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bu gösterge de çok borçluluk sınırı olan %275'in altında gerçekleşmiştir. Kısa dönemli likidite değerliliğinin ölçülmesinde kullanılan dış borç servisi / ihracat oranı 2003-2012 yılları arasında 2005 ve 2009 yılı hariç sürekli azalmıştır. 2003 yılında %58 olan bu oran, 2012 yılında %34,3 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bu gösterge çok borçluluk sınırı olan %30'un üzerinde gerçekleşmiştir. Dış borç faiz servisinin ihracat gelirleri üzerinde oluşturduğu baskıyı gösteren faiz servisi / ihracat oranı,



kriz öncesi ve sonrası yıllarda kritik eşiği aşarak Türkiye'nin borçlanmada maliyetinin arttığını göstermektedir. 2003'te %14,8 olan oran, 2012 yılında %6,1 olarak gerçekleşmiştir. Neticede bu oran azalmış ve 2003-2012 yılları arasında, kritik değer olan %20 seviyesinin altında gerçekleşmiştir. 2003 yılında -%2,4 olan cari açığın GSYİH'ye oranı 2010-2012 yılları arasında tekrar artmıştır. Dolayısıyla 2003-2012 yıllarında Türkiye'nin dış kaynak bağımlılığı ve dış borçlanma ihtiyacı artmıştır.

Netice itibariyle dış borç göstergelerin incelendiğinde 2012 yılında toplam dış borç / GSMH oranına ve dış borç servisi / ihracat oranına bakıldığında kritik seviyenin altında kaldığı; dış borç servisi / ihracat oranına bakıldığında ise kritik seviyenin üzerinde kaldığı görülmektedir.

### **3.4.2. Türkiye'nin Mevcut Kırılganlık Göstergeleri ile Seçilmiş Bazı Ülkelerle Mukayesesi**

Gelişmiş ülke otoritelerince 2012 yılının ikinci yarısından itibaren atılan adımlar sayesinde küresel finansal piyasalarda görece bir rahatlama sağlanmış olmakla birlikte, kamu borçluluğunu azaltmaya yönelik çabalar, firma ve hanehalkı bilançolarındaki zayıflıklar, kredi mekanizmasındaki sorunlar ve güven ortamının halen tam olarak tesis edilememiş olması, güçlü ve sürdürülebilir büyümenin yakalanmasını engellemektedir (TCMB, 2013: 1).

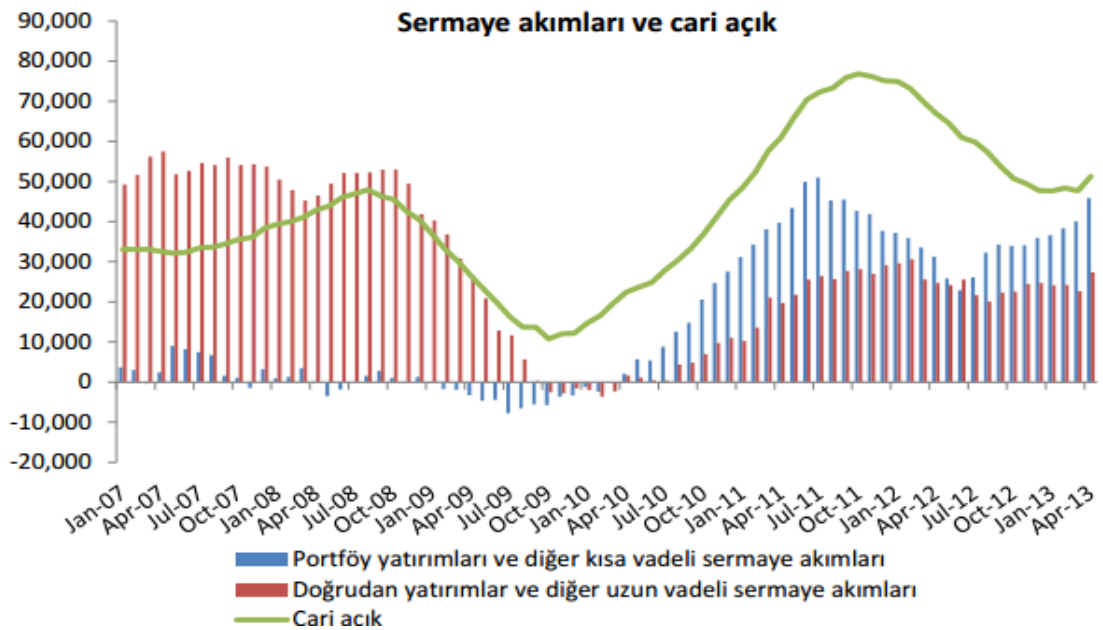
Diğer taraftan, gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan para politikalarının ve tarihi düşük seviyelerdeki faiz oranlarının uluslararası yatırımcıları getiri arayışına yönlendirmesi, 2012 yılının ikinci yarısından itibaren GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının yeniden hızlanmasına neden olmuştur.

Amerika Merkez Bankası (FED)'nin parasal genişleme süreci, 2009 yılının başlarında yaklaşık 750 Milyar ABD Dolarlık bir paket ve bu paketin içinde 300 Milyar ABD Dolarlık ek tahvil alımıyla başlamıştır. Bu alıma ek olarak FED, ticari tahvillerden de yüklü alımlar yapacağını açıklamıştır. Bu parasal genişleme GOÜ'lere yönelik bir sermaye şeklinde kendini göstermiş ve GOÜ'lere yönelik sermaye hareketleri bu ülkelerin para birimlerinin değerlendirilmesi şeklinde kendini gösterirken, ABD Doları diğer para birimlerine karşı değer kaybı göstermiştir.

Artan sermaye akımları ve düşük borçlanma maliyetleri ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların borçluluk oranlarını ve yabancı para açık pozisyonlarını artırabilmesi faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelebilecek ani hareketlere karşı duyarlılığı arttırmıştır.

2013 yılının neredeyse ilk yarısında ise sermaye akımlarının güçlü seyri, gelişmekte olan ülkelere olumlu bakış ve yurt içindeki makro ekonomik istikrar sayesinde finansal piyasalar olumlu bir seyir izlemiştir.

Grafik 3.13. Türkiye'nin Sermaye Akımları ve Cari Açığı (2007-2013)



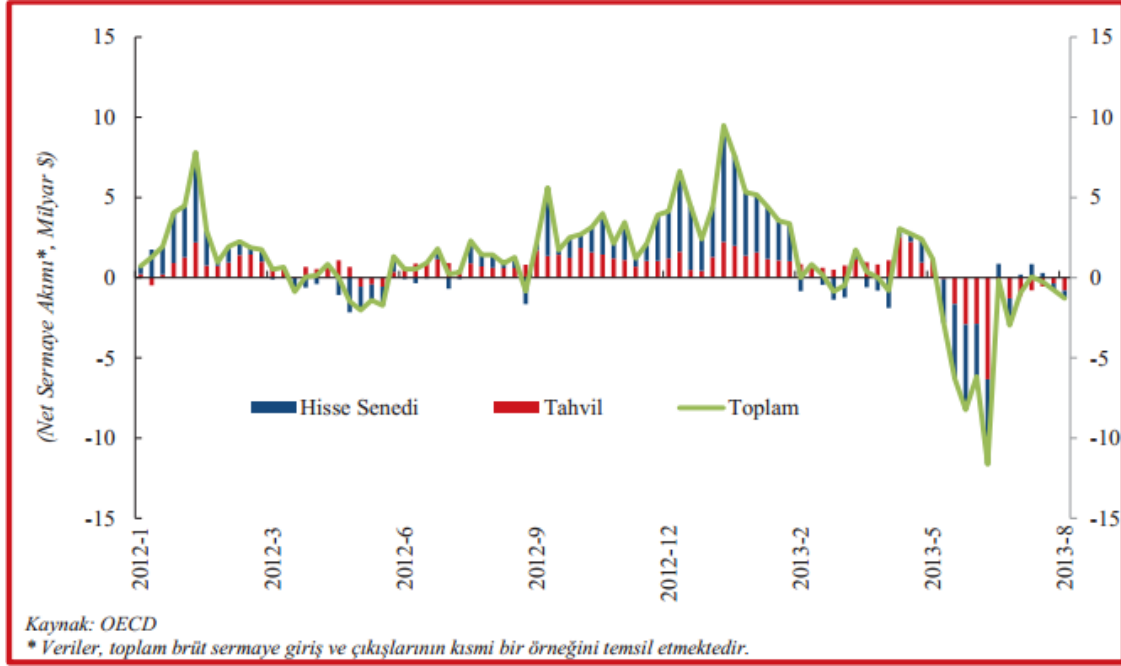
Kaynak: TCMB.

Grafik 3.13.'de 2007 yılından Nisan 2013'e kadar Türkiye'nin sermaye akımları artmakta ve cari açık verilmektedir. Grafikten de görüleceği üzere 2012 yılının ilk yarısında sermaye akımlarında azalış görülse de yıl sonunda sermaye akımlarında yeniden canlanma olmuş, 2013 Nisan ayında özellikle portföy ve kısa vadeli sermaye akımları artmaya başlamıştır. Söz konusu grafikten cari açığın finansmanında portföy ve kısa vadeli sermaye akımlarının ağırlığının artmaya devam ettiği görülmekte olup bu durum olumsuz bir seyir olarak karşımıza çıkmaktadır.

Şekil 3.1.'e bakılacak olursa 2013 yılı Mayıs ayından itibaren Fed'in tahvil alımlarını yakın bir gelecekte azaltabileceğine dair verdiği sinyaller/beklentiler,

Türkiye dahil olmak üzere gelişmekte olan ülkelere ciddi sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Türkiye'den sermaye çıkışlarının diğer nedeninin gezi olaylarında yaşanan gerginlikler olduğu da söylenmektedir. Ancak, Ağustos ayına gelindiğinde sermaye çıkışının azalma gösterdiğini söylemek mümkündür.

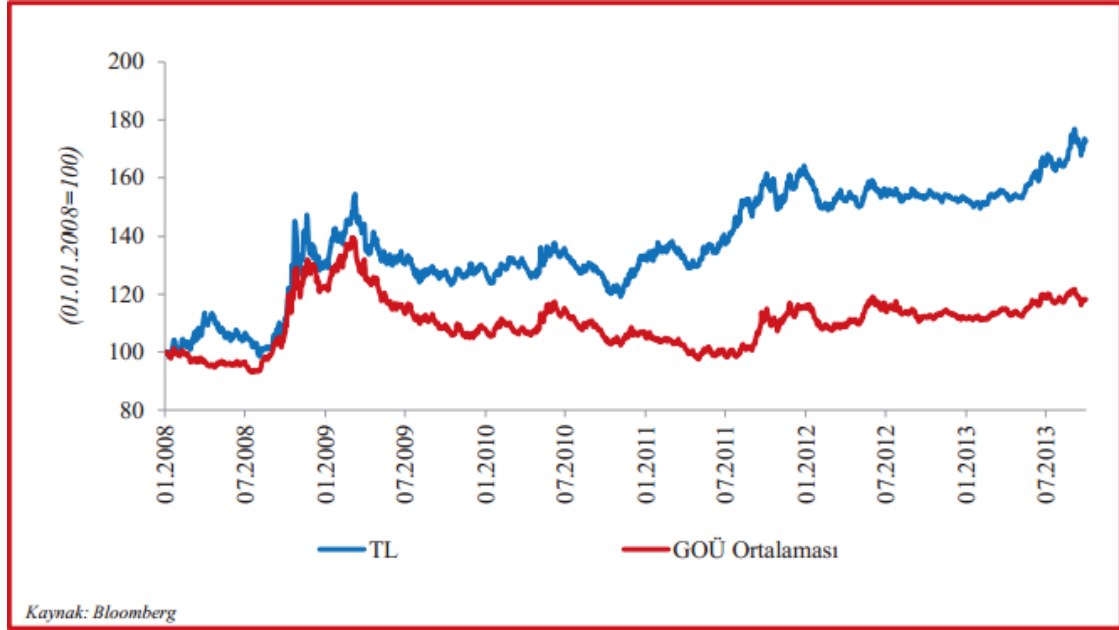
Şekil 3.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketleri (Milyar ABD Doları)



Kaynak: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 2013: 20.

FED'in parasal sıkılaştırmaya devam etmesi ya da beklentisi sonucu yaşanan sermaye çıkışları ile kurun ve faizlerin yükselmesi risk olarak algılanmıştır. Bu anlamda şekil 3.2.'de ise Türkiye ve gelişmekte olan ülkelere döviz kuru gelişimi verilmektedir.

Şekil 3.2. Türkiye ve GOÜ'lerin Döviz Kuru



Kaynak: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 2013: 20.

2013 yılının ilk döneminde döviz kurları gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de dalgalı bir seyir izlemiştir. Türkiye’de 2013 yılı ortalarında ulusal para değerlenmeye başlamış, ancak 2013 yılının ilk çeyreğinde Türkiye’nin aşağıdaki tabloda görülen kredi notu artışı nedeniyle de döviz kurunda düşüş olmuştur. 2013 yılının Ocak ayında 1,76 TL olan ABD Doları kuru Eylül 2013’te 2,04 TL’ye çıkmıştır. Aynı şekilde Avro da Türk Lirası karşısında değer kazanmış, 2013 Ocak’ta 2,38 TL olan Avro kuru Eylül 2013’te 2,75 TL’ye çıkmıştır. Mayıs ayının ikinci yarısından itibaren Türk Lirası dahil gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin çoğu, ABD Doları karşısında hızla değer kaybetmiştir.

Tablo 3.19. Türkiye’nin Kredi Notu

Uluslararası Kuruluşları	Kredi	Son Güncelleme Tarihi	Kredi Notu	Görünüm
Moody’s		Mayıs 2013	Baa3	Durağan
Fitch		Kasım 2012	BBB-	Durağan
S&P		Mart 2013	BB+	Durağan

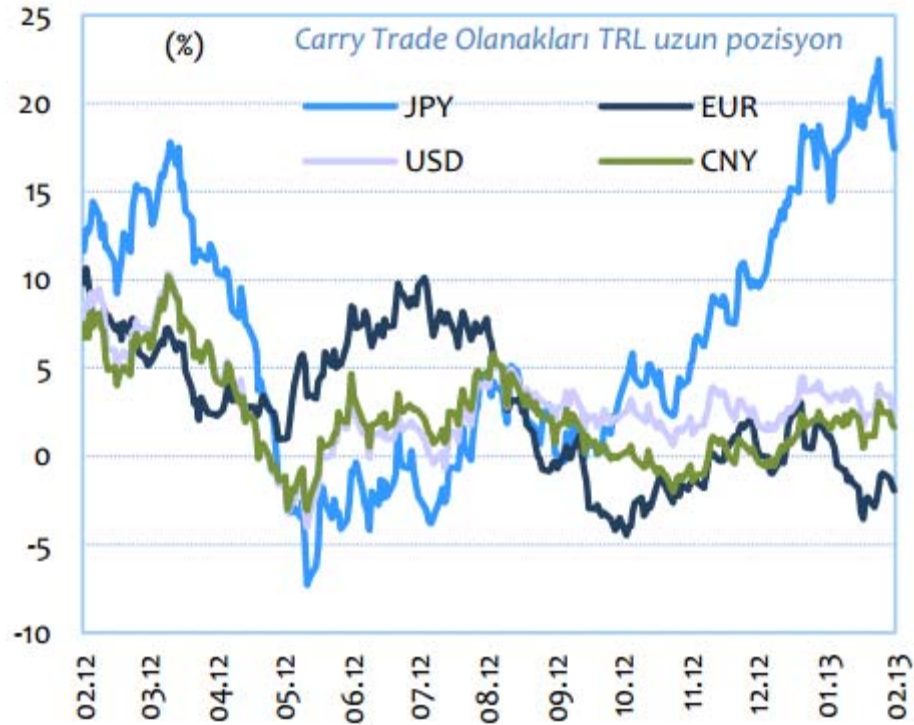
Kaynak: Türkiye İş Bankası, 2013: 3.

Diğer yandan, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's, Türkiye'nin kredi notunu "Ba1"den "Baa3"e yükseltmiştir. Böylece Moody's, Fitch'in ardından Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükselten ikinci kuruluş olmuştur. Not artırımına gerekçe olarak ülkenin ekonomi ve kamu maliyesi göstergelerindeki iyileşmeyi gösteren Moody's, gerçekleştirilen yapısal reformların önümüzdeki dönemde sermaye akımlarına karşı kırılganlıkları azaltacağı öngörüsünde bulunmuştur (Türkiye İş Bankası, 2013: 3).

Ancak, 2013 yılının sonlarına doğru Türkiye'nin ekonomisinin genel seyrine 17 Aralık'ta yolsuzluk iddialarıyla başlatılan soruşturma damgasını vurmuştur. Bu sürecin ardından yaşanan siyasi gelişmeler, 2014 yılında da gündemdeki yerini korumuş ve yurt içi piyasalardaki risk algısı üzerinde belirleyici olmuştur. Borsa düşmüş, TL döviz karşısında değer kaybetmiştir.

TCMB gerçekleştirdiği ara toplantıda (28 Ocak 2014) faiz artırım kararı almıştır. TCMB bir haftalık repo faiz oranını %4.5'ten %10'a yükseltirken, gecelik borç verme faiz oranını %7.75'ten %12'ye, gecelik borçlanma faiz oranını %3.5'ten %8'e, geç likidite penceresi borç verme faiz oranını %10.25'ten %15'e, API borçlanma faizini ise %6.75'ten %11.50'ye yükseltmiştir. Faiz artışı ile birlikte TL değerlenmeye geçmiş, Türkiye risk primi (CDS primi) düşmüştür. Faiz artırımını ile borsanın yeniden değerlenmeye geçeceği, kredi kullanımında düşüş yaşanacağı, yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi düşüreceği, tasarrufların artıp iç talebin düşeceği beklentisini oluşturmuştur. Yani bu durum büyüme açısından düşüş, cari açığın kapanması açısından olumlu bir gelişme olarak karşılanırsa da tek başına yetersiz bir araç olarak da düşünmemek gerekmektedir. Çünkü faiz politikası aracının siyasal istikrar ile desteklenmesi gerekmektedir. Türkiye bu anlamda içeride ve dışarıda iyi bir performans sergilememiştir. Neticede, 30 Mart 2014 yerel seçimlerin sonuçları beklenmektedir.

Grafik 3.14. Türkiye'nin Carry Trade Rakamları



Kaynak: BDDK, 2012: 4.

Küresel kriz sonrasında gelişmiş ekonomilerde, faiz oranları düşük düzeyde seyretmiş ve sermaye hareketleri çerçevesinde artan çapraz kur hareketleri, bazı ekonomilerin para birimlerine yönelik arbitraj olanağında artışa yol açmıştır. Temel küresel para birimleri ve ilgili ülkelerin mevduat faiz oranları incelendiğinde politika faiz oranı ile paralel bir gelişim izlenmektedir. Bu durum özellikle sermaye akımları neticesinde nominal kur seviyesinin görece belirli düzeyleri koruyabileceğine ilişkin beklenti olan ekonomilere yönelik carry trade olanaklarının artmasına neden olmaktadır. Nitekim, Türk Lirasının da dahil olduğu bazı yükselen piyasa ekonomileri para birimleri üzerinden carry trade olanakları artmıştır. TL fazla pozisyonu üzerinden incelendiğinde Japon Yen'i başta olmak üzere, ABD Doları bazlı carry trade getirilerinin 2012 yılının son çeyreğinden bu yana arttığı görülmektedir (BDDK, 2012: 3-4).

Yukarıda Türkiye'nin 2013 yılı ekonomik seyrine genel olarak yer verilmiş olup şimdi de Türkiye'nin diğer bazı ülkeler karşısında ne durumda olduğuna bakılacaktır.

Dünyadaki bütün ülkelerle karşılaştırmak kapsamlı ve zor olacağından aşağıda verileri verilen ülkeler, Morgan Stanley'nin 2013 Ağustos raporuna göre sınıflandırılmıştır.

Morgan Stanley 2013 Ağustos raporunda ilk defa Kırılgan Beşli (Fragile Five) kavramını kullanmıştır. Stanley'nin Kırılgan Beşli olarak tabir ettiği ülkeler; Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye'dir. Bu ülkelerin ortak özellikleri ise yüksek enflasyon, yüksek cari açık, büyümedeki yavaşlama ve FED riski ile beraber sermaye hareketlerinden etkilenmeleridir.

Bununla birlikte Yeldan (2011)'a göre kırılganlıkların en önemli göstergelerinden olan dış ticaret açığı, cari işlemler açığı, kısa vadeli dış borçlar / TCMB döviz rezervlerine oranına yer verilecektir.

Tablo 3.20. Kırılgan Beşli'nin GSYH'sı (2012)

	GSYH (Cari fiyatlarla, ABD Dolar)	Kişi başına GSYH (ABD Dolar)	GSYH Büyümesi (Yıllık %)	Yurtiçi Tasarruflar / GSYH (%)
Brezilya	2,252,664,120,777	11,340	0,9	15
Endonezya	878,043,027,882	3,557	6,2	32
Güney Afrika	384,312,674,446	7,508	2,5	13
Hindistan	1,841,709,755,679	1,489	3,2	34
Türkiye	789,257,487,307	10,666	2.2	14

Kaynak: Dünya Bankası veri tabanı.

Tablo 3.20.'ye bakıldığında Türkiye, GSYH açısından bu beşlinin içerisinde 789 Trilyon ABD Doları ve kötü bir performansla 4. sırada olup kişi başına GSYH bakımından 10,666 ABD Doları ile 2. sırada yer almaktadır. Yıllık GSYH büyüme yüzdesine bakıldığında ise Türkiye'nin %2.2 ile 2. sırada olduğu görülmektedir. GSYH'nın yurtiçi tasarruflara ayrılan kısmı ise %14 olup kötü bir performans ile 4. sıradadır. Yani 2012 yılında büyüme açısından Türkiye, Kırılgan Beşlinin içerisinde gerilerde yer almaktadır.

Kırılgan Beşli'nin 2012 yılı cari işlemler dengesindeki gelişmeleri ise tablo 3.21.'de verilmektedir.

Tablo 3.21. Kırılğan Beşli'nin Cari İşlemler Dengesindeki Gelişmeler (2012- Milyar ABD Doları)

	Brezilya	Endonezya	Güney Afrika	Hindistan	Türkiye
İthalat	228,38	190,99	124,25	489,49	236,55
İhracat	242,58	188,52	87,37	296,81	152,46
Dış Ticaret Dengesi	14,20	-2,48	-36,88	-192,68	-84,08
Dış Ticaret Hacmi	470,96	379,51	211,61	786,29	389,01
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (%)	106,22	98,70	70,32	60,64	64,45
Cari İşlemler Dengesi	-54,23	-24,07	-24,07	-88,16	-47,75
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%) (2012)	-2,41	-2,74	-6,26	-4,79	-6,06
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%) (2011)	-2,12*	0,20*	-3,39*	-4,17*	-9,70*

Kaynak: Dünya Bankası veri tabanı.

\*2011 yılı değerleri, 2012 rakamları ile kıyaslamak amacıyla yer verilmiştir.

Tablo 3.21.'deki verilere göre Türkiye 2012 yılındaki ithalatı 236,55 Milyar ABD Doları olarak gerçekleştirerek 2. sırada, ihracatı 152,46 Milyar ABD Doları gerçekleştirerek 4. sırada yer almakta olup 84,08 Milyar ABD Doları dış ticaret açığı vermiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı da %64,45 (4. sıra)'dir.

Cari işlemler dengesi açısından bakıldığında ise 47,75 Milyar ABD Doları cari açıkla 3. sırada yer almakta olan Türkiye'nin cari işlemler dengesi / GSYH oranının %-6,06 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Dünya Bankası verilerine göre 2011 yılında %-9,69 olarak gerçekleşen bu orana göre Türkiye'nin dış kaynak ihtiyacı nispi olarak azalmış olup diğer ülkelerin ise 2011 yılı oranlarına göre artmıştır. Genel olarak Türkiye'nin Kırılğan Beşli içerisinde daha fazla dış ticaret açığı ve cari açık verdiği görülmüştür.

Kırılğan Beşli'nin 2012 yılı enflasyon oranları ile ilgili gelişmeler ise tablo 3.22.'de verilmektedir.



Tablo 3.22. Kırılğan Beşli'nin Enflasyon Oranları (2012)

	Tüketici Fiyatları (Yıllık %)	Enflasyon, GSYH Deflatörü	Tüketici Fiyatları Artış Oranı (Yıllık %)	
			2011	2012
Brezilya	5.4	5.3	6,6	5,4
Endonezya	4.3	4.5	5,4	4,3
Güney Afrika	5.4	5.5	5,0	5,7
Hindistan	9.3	8.2	8,4	10,4
Türkiye	8.9	6.8	6,5	8,9

Kaynak: Dünya Bankası veri tabanı.

Kırılğan Beşlinin tüketici fiyatlarına göre enflasyon oranlarına ve GSYH deflatörü açısından enflasyon oranlarına bakıldığında Türkiye 4. sırada yer almaktadır. Türkiye'nin 2012 yılında diğer ülkelere göre yüksek enflasyona sahip olduğu ve 2011 yılına göre enflasyonun arttığı, Brezilya ve Endonezya'da ise 2011 yılına göre enflasyonun azaldığı görülmektedir.

Tablo 3.23. Kırılğan Beşli'nin Dış Borç İstatistikleri (2012)

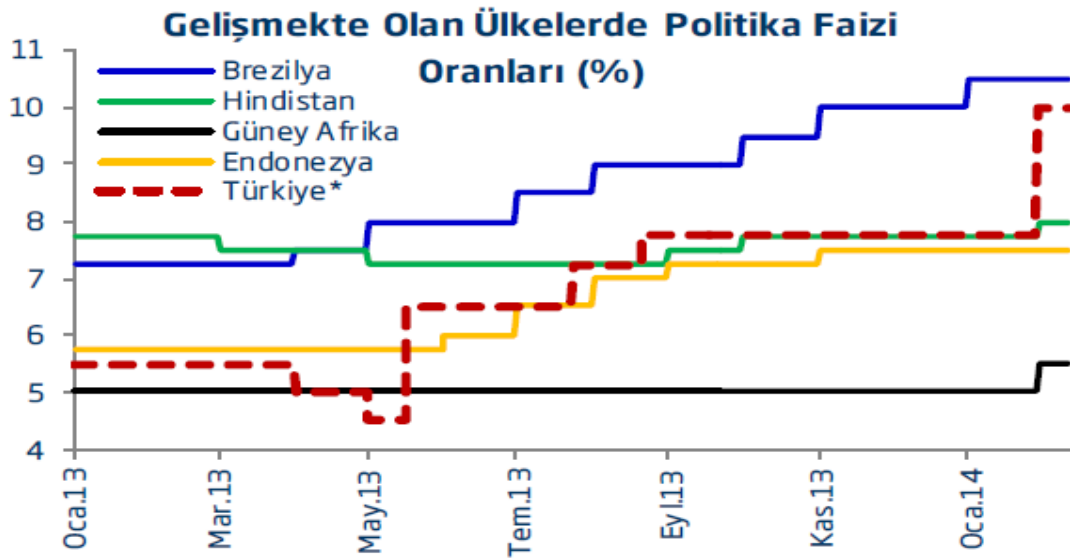
	Brezilya	Endonezya	Güney Afrika	Hindistan	Türkiye
Toplam Dış Borç Stoku (Bin ABD Doları)	440,478,441	254,898,523	137,500,994	379,099,361	337,491,987
Toplam Özel Borçlar (Cari fiyatlarla, Bin ABD Doları)	286,829,874	86,400,743	49,538,261	160,203,902	135,227,838
Toplam Kamu Borçları	116,628,326	120,689,994	57,350,693	119,432,194	98,921,683
Kısa Vadeli Dış Borç Stoku	32,583,033	44,764,010	27,868,000	93,349,000	100,832,000
Toplam Borç Servisi (%)	15,5	17,1	7,9	6,8	26,1
Toplam Rezervler (Bin ABD Doları, Altın Dahil)	373,160,978	112,797,628	50,688,078	300,425,518	119,182,966
Kısa Vadeli Dış Borç / Toplam Dış Borç	%7,40	%17,56	%20,27	%24,62	%29,88
Kısa Vadeli Borçlar / Rezervler	%8,73	%3,97	%54,98	%31,07	%84,60

Kaynak: Dünya Bankası veri tabanı.

Türkiye'nin dış borç istatistiklerine bakıldığında; toplam dış borç stoku açısından 337 Milyar ABD Doları ile 3. sırada, özel borçlar açısından 135,227,838 Bin ABD Doları ile 3. sırada, kamu borçları açısından 98,921 Bin ABD Doları ile 4. sırada, kısa vadeli dış borçlar açısından 100,832 Bin ABD Doları ile son sırada,

borç servisi açısından 1. sırada yer almaktadır. Rezervler açısından ise 119,182,966 Bin ABD Doları ile 3. sıradadır. Diğer yandan en önemli kırılma göstergesi olarak bilinen kısa vadeli dış borçlar / rezervler oranına bakıldığında Türkiye, %84,60 ile son sırada yer alarak en kötü durumda görülmektedir. Yukarıdaki tabloda görülmektedir ki Türkiye, borçların yapısında kısa vadeli borçlara bağımlı ve rezervlerin büyük bir bölümünü kısa vadeli borçlara ayırmaktadır.

Grafik 3.15. Kırılma Beşli'nin Faiz Oranları



(\*) 17 Mayıs 2013 - 28 Ocak 2014 arasında politika faizi olarak TCMB'nin gecelik borç verme oranı kullanılmıştır

Kaynak: Türkiye İş Bankası, 2014: 2.

Yukarıdaki grafikte Kırılma Beşli'nin politika faiz oranları verilmiş olup buna göre en yüksek faiz oranını Brezilya'nın vermiş olduğu görülmektedir. Ayrıca, Ocak 2013'ten beri bahsedilen ülkelerden Güney Afrika ve Hindistan hariç diğer ülkelerin (Brezilya, Endonezya ve Türkiye) faiz oranlarının dalgalı ve yukarıya doğru bir seyir izlediği görülmektedir. FED'in genişleyici para politikasını sınırlama yönünde değişikliğe gitmesinin uluslararası sermaye akımlarında meydana getirdiği oynaklık nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin ulusal para birimlerindeki değer kaybetme eğilimi devam etmiştir (Türkiye İş Bankası, 2014: 2).

Bununla birlikte Türkiye’de özellikle Mayıs 2013 sonlarında baş gösteren gezi olaylarından sonra sermaye çıkışı yaşanmaya başlamış ve akabinde Merkez Bankası faiz oranlarını arttırmak durumunda kalmıştır.

Bir başka tabloda ise The Economist dergisinin Kasım 2013 itibariyle Kırılgan Beşli’nin son kırılganlık göstergeleri açısından karşılaştırması yer almaktadır (Eğilmez, 2013).

Tablo 3.24. Kırılgan Beşli’nin Kritik Makro Göstergeleri (2013)

Ülkeler	Büyüme (%)	Enflasyon (%)	Bütçe Açığı (%)	Cari Açık (%)
Brezilya	2,5	6,2	3,0	3,5
Hindistan	5,0	9,6	5,2	3,9
Endonezya	5,6	7,1	3,3	3,5
Güney Afrika	1,9	5,8	4,8	7,0
Türkiye	3,2	7,6	2,2	7,2

Kaynak: Eğilmez, 2013.

Tablodaki veriler incelendiğinde bu ülkeler içinden Türkiye, büyüme açısından %3,2 ile (yıl sonunda bu oran 4,4 olarak gerçekleşmiştir.) 3. sırada yer alarak iyi bir performans sergilemiş, enflasyon açısından %7,6 ile 2. sırada yer alarak Hindistan’dan sonra kötü bir performans sergilemiş, bütçe açığı açısından %2,2 ile 1. sırada yer alarak en iyi konumda olmuş ve cari açık açısından %7,2 ile son sırada yer alarak en kötü performansı gerçekleştirmiştir. 2012 yılı verileriyle karşılaştırıldığında ise Türkiye büyüme açısından iyi, enflasyon açısından iyi, cari açık açısından kötü bir performans sergilemiştir.

Diğer yandan Türkiye, 2013 yılında gerçekleşen büyüme ile başarılı bir performans sergilese de FED’in parasal sıkılaştırmaya devam etmesi ve Türkiye’nin kısa vadeli dış finansmana olan bağımlılığı ve diğer gelişmekte olan ülkelere göre fazla cari açığı kısa vadede en önemli aşağı yönlü risk faktörleri olarak öne çıkmaktadır. Ancak, gelişmiş ülke Merkez Bankalarının genişleyici politikalarına beklenenden önce son vermeleri ya da Euro Bölgesi’nde yaşanabilecek problemler, GOÜ'lere dair risk algısını bozabilir, böyle bir durum ise Türkiye’nin büyüme performansını da olumsuz etkileyebileceği beklenmektedir.

Sonuç itibariyle, Kırılgan Beşli olarak bilinen Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye verilerine baktığımızda Türkiye'nin cari açığının ve dış ticaret açığının fazla olduğu, faiz oranlarına bakıldığında ise 2013 yılından beri en fazla yukarı yönlü dalgalanmanın Türkiye'de gerçekleştiği, toplam dış borç stokunun, kamu ve özel borçların nispeten iyi olduğu görülmekle birlikte kısa vadeli dış borçların daha fazla arttığı gözlenmiştir.

## SONUÇ

Küreselleşme, sermaye hareketlerinin etkilerini, yapılarını ve süreçlerini büyük ölçüde değiştirmiştir. 1870-1914 yılları arası dönemde dünya çapında artan üretim ve ticarete bağlı olarak, uluslararası bankalar tarafından örgütlenmiş finansal sermaye, küreselleşme sürecini hızlandırmıştır. Küreselleşmenin bu birinci evresinde yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelimi; uzun vadeli ve doğrudan yatırım biçiminde olmuştur.

Küreselleşmenin ikinci evresinde de giderek toplam sermaye hareketlerinin artmasının yanı sıra, sermaye hareketleri içinde faiz kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen spekülâtif amaçlı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığı da giderek artmıştır. 1990'lı yıllardan sonraki bu sermaye akımları spekülâtif nitelikli sıcak para şeklinde gelişmekte olan piyasalara giriş yapmıştır. Yoğun şekilde giriş yapan bu sermaye türü ilk etapta kamu harcamalarının daha rahat finansmanını sağlayarak, tüketim ve yatırımı arttırmak suretiyle büyümeyi olumlu yönde etkilese de, herhangi bir olumsuzluk durumunda yoğun bir şekilde çıkış yaparak, özellikle gelişmekte olan ülkelerin kırılganlıklarını arttırmış ve krizlere yol açmıştır.

Ana sorusu küreselleşmenin ikinci evresinde kısa vadeli sermaye hareketleri ve kırılgan ilişkisi olan bu tez çalışmasında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

Türkiye ekonomisinin, yabancı sermaye akımları içerisinde en istikrarlı uçta yer alan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekme konusunda, yeterli başarıyı sağlayamadığı görülmektedir. Öyle ki 2000'li yılların ikinci yarısına kadar Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımların payı toplam sermaye girişleri içerisinde oldukça düşük seviyelerde kalmıştır. Oysa istikrarlı bir büyüme ortamına sahip olabilmesi için Türkiye'nin, doğrudan yabancı sermaye akımlarından aldığı payın çok daha yüksek seviyelerde olması gerekmektedir.

Öte yandan, Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye içerisinde zaman içinde ağırlıkları değişmiştir. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan oluşan finansal sermaye hareketlerinin payının ağırlıklı olduğu görülmektedir. Spekülâtif ve kısa vadeli nitelik taşıyan bu türdeki sermaye akımlarının incelenen bütün süreçte

oldukça oynak ve dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Akışkan niteliği yüksek bu tür finansal sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelik toplam yabancı sermaye içinde sahip olduğu ağırlıklı pay Türkiye ekonomisinin krizlere karşı kırılganlığını artırmaktadır.

Kısa vadeli sermaye akımlarında giriş yaşandığı yıllar ekonomik büyüme sağlanmış, GSYH'da artış kaydedilmiştir. Bu dönemlerde ulusal paranın değerlendirildiği görülmüş olup büyümeye bağlı ithalat ile dış ticaret açığı artmıştır. Ülke ekonomisindeki makro ve mikro yapıdaki bozukluklar sermayenin çıkışına neden olmuştur. Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan ekonomilerin sık olarak yaptığı şekilde bu kaynakların bütçe açıklarını kapamasında ve verimsiz projelerde finansman olarak kullanılması ve ayrıca tüketime bağlı ithalatta kullanılması, gelişmekte olan ülkelerin borç yüklerini arttırarak ve cari işlemler dengesini bozarak, ekonomilerini kırılgan hale getirmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu olumsuz makro ekonomik koşulların etkisiyle, siyasi istikrarsızlıkların boy gösterdiği dönemlerde tekrar güvenli limanlara (gelişmiş ülkelere) yönelmesi krizlere sebebiyet vermiştir.

Finansal serbestleşme sonrasında para otoritesi daha yüksek miktarlarda rezerv biriktirmeye mecbur kalmıştır. Türkiye'nin finansal serbestisi sonrasındaki dış borç dinamiklerinin ardında sermaye çıkışları ve rezerv birikimi yatmaktadır. Dış borçlanmanın ana kaynağını finansal kesimin sermaye çıkışlarını ve bu çıkışların bir kriz konjonktürüne dönüşmesini engellemek maksadıyla daha yüksek miktarlarda rezerv biriktirme ihtiyacı oluşturmuştur. Yüksek reel faiz - aşırı değerli ulusal para politikasına sıkışan ulusal ekonomide kullanılabilir fonlar sabit yatırımlara yönelmek yerine tüketim ve ithalat patlamasına dönüşmekte ve cari işlemler açığını tehlikeli biçimde arttırmaktadır. Ayrıca, Türkiye'nin ithalatının büyük bir bölümünün ara mallarından oluştuğu, son yıllarda üretimin büyük oranda ithalata bağımlı ara mallarından oluşmasından dolayı, büyümeye paralel olarak yatırımların artması nedeniyle ara mallarına olan talep daha da artmakta ve bu da cari açığın artmasına neden olmaktadır.

Bu gelişmeler sonucunda sermaye akımlarının ulusal ekonomiler üzerindeki etkileri yoğun olarak tartışılmaya başlanmış, yoğun bir şekilde GOÜ ekonomilerine giriş yapan spekülâtif nitelikli bu sermaye hareketlerinin

ekonomik krizlerin en önemli nedeni olduğu görüşü ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bununla birlikte bu tür sermaye akımlarının kontrolü ve bu kontrolün nasıl gerçekleştirileceği tartışılmaya başlamıştır.

Ayrıca bu çalışmanın son bölümünde Türkiye, içerisinde bulunduğu Kırılgan Beşli ile kırılganlık göstergeleri açısından mukayese edilmiş olup cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi ve kısa vadeli dış borçların rezervlere oranına bakıldığında Türkiye'nin daha riskli ekonomiye sahip olduğu görülmüştür. Toplam dış borç stokunun, kamu ve özel borçların nispeten iyi olduğu görülmekle birlikte kısa vadeli dış borçların daha fazla arttığı gözlenmiştir.

Türkiye'nin cari işlemler dengesi / GSYH oranı açısından neredeyse tüm ekonomiler içinde en yüksek cari açık verdiği gözlenmektedir. Cari açığın finansman şekli de bir başka risk faktörü olarak değerlendirilmektedir. Türkiye, her yıl artan kısa vadeli borcunu çevirmek zorunda kalırken, hem cari açığını kapatacak finansman bulmak zorunda hem de bu borçların faiz ödemelerini gerçekleştirmek zorundadır. Ayrıca yabancı para cinsinden borçlanmaya dayalı finansman ülkenin dış borcunu daha da arttırmış ve kamu borcu ağırlıkta olan dış borçlar günümüzde yerini özel kesimin borcuna bırakmıştır. Özel kesimin büyük miktarda kur riski ile karşı karşıya olması da kırılganlığı arttıran bir başka neden olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sonuç itibarıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki payının yüksek olması, ulusal paraların reel olarak aşırı değerlendirilmesi, artan cari açık ve bunun kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmesi ve kısa vadeli dış borçların / MB döviz rezervlerine oranının yüksek olması, Türkiye ekonomisinin istikrarı açısından olumsuz olarak değerlendirilmektedir.

Yurt dışından yüksek faiz yolu ile temin edilen bu kaynakların kısa vadeli olduğu, hiç bir zaman akıldan çıkartılmamalıdır. Mobilitesi yüksek olan bu kaynakların maliyetlerinin yüksekliği göz önüne alınmalıdır. Kısa vadeli olan bu kaynaklar popülist politikalarda ve sosyal güvenlik açıkları gibi cari harcama kalemlerinde kullanılması doğru değildir. Türkiye'de iç tasarrufların yetersiz olmasından dolayı dış kaynaklara (dış borç ve yabancı sermaye) başvurulmasının zorunluluk haline geldiği bilinmektedir. Bu nedenle iç tasarrufları arttırıcı bir takım politikalar ivedilikle geliştirilmelidir. Türkiye'nin

gelişmekte olan bir ülke olarak sürdürülebilir bir büyümeyi sağlayabilmesi için ihracatı ve turizm gelirlerini artırıcı ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını (özellikle yeni yatırımlar) teşvik edici politikaların geliştirilmesi de ihmal edilmemelidir. Çünkü doğrudan yatırımlar beraberinde teknoloji, bilgi ve kalifiye eleman getirmekte, giriş yaptığı ülkede uzun dönemli kalarak daha hızlı ve istikrarlı bir şekilde büyümesine ve kalkınmasına yardımcı olmaktadır. Geldiği ülkede istihdamı arttırmakta ve ülke içinde ara malı ve hammadde talebi yaratmaktadır.

Reel döviz kurundaki artışın dış ticareti olumsuz etkilememesi için, yerli hammadde ile imalat ve ihracat teşvik edilmeli, faiz oranlarının belirlenmesinde dış piyasalardaki faiz oranlarına, piyasa dinamiğine, risk primine dikkat edilmeli ve Merkez Bankası döviz alımları ile kur üzerinde meydana gelen baskıyı (ulusal paranın aşırı değer kazanmasını) önlemelidir.

Kısa vadeli sermayenin ülkemizde kalarak, ekonomi üzerinde sağladığı olumlu etkinin geçici olmaması için, fiyat istikrarı sağlanarak enflasyon düşürülmelidir. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerini kontrol altına alacak politikalara da başvurma tercihi yapılabilir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin önümüzdeki dönemlerde krizlerden kurtulabilmesi ya da oluşabilecek krizlerden daha az zarar görmesi için, Türkiye'nin hızlı bir şekilde yurtiçi tasarruflarını arttıracak tedbirler alması, yatırımlarını ağırlıklı olarak yurtiçi tasarruflarına bağlı olarak gerçekleştirmesi ve ülkede kalıcı olan doğrudan yatırım miktarını arttırması gerekmektedir. Aynı zamanda, ekonomik kırılganlığı arttırması nedeniyle de, kısa vadeli sermaye girişlerinin kontrol altına alınmasının yanı sıra sürdürülebilir makroekonomik politikalarla sağlam bir finansal sisteme sahip olmak gerekmektedir.



## KAYNAKÇA

Abit, K.: **Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Sorunu: Türkiye Üzerine Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, 1999.

Açba, Sait: **Devlet Borçlanması**, Adım Yayıncılık, Ankara, 1991.

Açıkgöz, E.: **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008.

Akdiş, Muhammed: "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler", **Dış Ticaret Müsteşarlığı Dış Ticaret Dergisi**, Yıl 7, Sayı 26, Ekim-2002, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm>, (Erişim: 18.11.2013).

Aktan, Coşkun Can: "Global Ekonomik Entegrasyon ve Türkiye", **DTM Dergisi**, 1, 1999, ss. 1.

Aktan, H. Okan: **Türkiye Ekonomisinin Sektörel Analizi**, 1. Basım, Ankara, Turhan Kitabevi, Ekim 1998.

Akyol Eser, Kezban: **Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları**, Mesleki Yeterlik Tezi, T.C. Maliye Bakanlığı, Strateji Geliştirme Başkanlığı, 2012.

Alp, Ali: **Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000.

Ankara Ticaret Odası: **Sıcak Paranın Türkiye Serüveni Raporu**, Kasım 2006, <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=793&l=1> (Erişim: 12.10.2013).

Bahçeci, Ayşe Sema: **Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi**, Uzmanlık Tezi, Ankara, DPT, Temmuz 1997, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/politika/bahcecis/istikra4.pdf>, (Erişim: 29.10.2013).

Bal, Harun: "Uluslararası Finansman Dış Borç Yönetimi ve Türkiye", **Türkiye Bankalar Birliği**, No. 222, 2001, ss. 22.

Berksoy, Taner; Saltoğlu, Burak: **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayını, 1998.

BDDK: **"Finansal Piyasalar Raporu"**, Sayı 28, Aralık 2012, [https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal\\_Piyasalar\\_Raporlari/11902fpr\\_aralik2012\\_29032013bb.pdf](https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/11902fpr_aralik2012_29032013bb.pdf) (Erişim: 01.03.2014).

Bilge, Semih: "Devlet Borçlarının Sınıflandırılması", Devlet Borçları (2. Ünite), **T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını**, No. 2571, Açıköğretim Fakültesi Yayın No. 1541, Kasım 2012.

Bilginoğlu, Mehmet Ali; Aysu, Ahmet: "Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 31, Temmuz-Aralık 2008, ss.1-4.

Birinci, Yüksel: "Döviz Piyasası İstikrarına Yönelik Öneriler", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl 35, Sayı 1, Ocak 1998, ss. 21.

Boratav, Korkut: **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2007**, İmge Kitabevi, Eylül, 2009.

Boratav, Korkut: "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **İktisat-İşletme ve Finans Dergisi**, No. 186, Eylül 2001, ss. 2.

Celasun, Merih; Rodrik, Dani: **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Ankara, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları, Mayıs, 2002, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf> (Erişim: 24.01.2014).

Cömert, F.: "Sermaye'nin Dünü, Bugünü ve Geleceği", **Hazine Dergisi**, Sayı 12, 1998, ss. 11.

Çetin, M. Ş.: **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2008.

Çolak, Ömer Faruk: "Cari Açık, Yatırım-Tasarruf İlişkisi ve Bankacılık Sektörü", **İşveren Dergisi**, Cilt 51, Sayı 5, Eylül-Ekim 2013, ss. 44.

Çolpan, Volkan: **Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ve Krizler**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008, ss. 80-93.

Dikeç, Üstün: **Dış Yardımların Koordinasyonu ve Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumu**, Gazi Üniversitesi Yayınları, Ankara, 1984.

DPT: **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler; Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi** **2010**, <http://esk.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A73E5CFAD2D9676>, (Erişim: 18.02.2014).

DPT: Ekonomik veriler, 2009, <http://esk.dpt.gov.tr>, (Erişim: 18.02.2014).

DPT: **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**, Özel İhtisas Komisyon Raporu, Ankara, Mayıs 2000, file:///C:/Users/Lenovo/Downloads/oik532.pdf, (Erişim: 11.11.2013).

DPT: **Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler**, Alt Komisyon Raporu, İlk Basım, Ankara 1995.

Eğilmez, Mahfi: "Kırılgan Beşli", Kasım 2013, <http://www.mahfiegilmez.com/2013/11/krlgan-besli.html>, (Erişim: 05.01.2014).

Eker, Aytaç: **Devlet Borçları (Kamu Kredisi)**, Takav Matbaacılık, İzmir, 1994.

Emsen, Ö. S.; Karaköy, Çağatay; Yalman, N. İ.: "Üçüncü Dünya - Ağır Borçlu Ekonomilerde Borçluluk Sürecinde Gelişmeler: Kırgızistan için Açılımlar", Cumhuriyet Üniversitesi, **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 9, Sayı 2, 2008, ss. 49-55.

Erdoğan, B.: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.

Erol, Ahmet: **Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'de Devlet Borçları (1981-1990)**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama Koordinasyon Kurulu Başkanlığı Yayın No. 1992/324, Ankara, 1992.

Evgin, Tülay: "Dünden Bugüne Dış Borçlarımız", **Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi**, Ankara, No. 26, 2000, ss. 1-60.

Evgin, Tülay: "Dış Borçlarımız", **Hazine Dergisi**, Sayı 4, Ankara, Ekim 1996, ss. 77.

Gedikli, Bülent: "Türkiye'de Dış Borçlar Sorunu ve İktisadi Büyüme", **Maliye Dergisi**, Sayı 24, Ocak-Nisan 1997, ss. 24-73.

Hacıhasanoğlu, B.: **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Haziran 2005.

Hazine Müsteşarlığı veri tabanı: Çeşitli Yıllar Türkiye' nin Ekonomik Verileri.

Işık, Kadir; Karayılmazlar, Ekrem; Organ, İbrahim, vd.: **Devlet Borçları**, Bursa, Ekin Yayınları, 2005.

IFS: Yearbook, Çeşitli Sayılar.

IMF: **World Economic Outlook**, 2013a, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf> (Erişim: 11.11.2013).

IMF: "Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative", October 2013b, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/hipc.htm>, (Erişim: 05.11.2013).

IMF: **"Direct Investment Methodology"**, 2008, <https://www.imf.org/external/np/sta/di/index.htm>, (Erişim: 20.12.2013).

IMF: "Managing Large Capital Inflows", **World Economic Outlook**, 2007, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/pdf/c3.pdf> (Erişim: 11.12.2013).

IMF: "Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks", **Finance and Development**, Vol. 34, No. 4, 1997, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/12/pdf/imfstaff.pdf>, Erişim: 21.10.2013).

İmer, E.: **Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama**, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara, TCMB, 2003.

İnandım, Őeyda: **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ankara, 2005.

İnce, Macit: **Devlet Borçları ve Türkiye**, Ankara, Başak Ofset, 2001.

İnsel, Aysu; Sungur, Nesrin: "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989:III - 1999:IV", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2003/8**, Aralık 2003, ss. 4, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> , (Erişim: 05.11.2013).

Kalkınma Bakanlığı: **Uluslararası Ekonomik Göstergeler**, 2013, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Uluslar%20Aras%20Ekonomik%20Gstergeler/Attachments/9/Uluslararası%20Ekonomik%20G%20B6stergeler-2013.pdf>, (Erişim: 08.02.2014).

Kar M.; Kara M. A.: "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı 29, Temmuz 2003, ss. 4-6.

Karabıçak, M.: "Türkiye'de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci", Süleyman Demirel Üniversitesi, **İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 5, Sayı 2, Isparta, 2000, ss. 10.

Karabulut, Gökhan: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul, DER Yayınları, 2002.

Karahan, Özcan; İpek, Evren: "Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim Ve Kompozisyonundaki Gelişmeler", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı 21, 2013, ss. 301, [http://www.bjmer.net/Makaleler/771137744\\_15%20-%20jmer215%20299-316.pdf](http://www.bjmer.net/Makaleler/771137744_15%20-%20jmer215%20299-316.pdf) (Erişim: 20.12.2013).

Karakurt, Birol: "Washington Konsensüsü'nden Küresel Mali Krize Mali Disiplin ve Türkiye'deki Gelişmeler", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 25, Sayı 1, 2011, ss. 34.

Karluk, Rıdvan: **Cumhuriyet'in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm**, İstanbul, 11. Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2007.

Karluk, Rıdvan: **Cumhuriyet'in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi'nde Yapısal Dönüşüm**, İstanbul, Beta Yayıncılık, 10. Baskı, 2005.

Karluk, Rıdvan: **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2002.

Karluk, Rıdvan: **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim**, Beta Yayıncılık, 1999.

Kavrakoğlu, İ.: **Dengeli Gelişme İçin Ekonomi Politikalar**, 2. Baskı, İstanbul: Boğaziçi Üniversitesi Yayınları, 1990.

Kaya, Yasemin Türker: **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Uzmanlık Tezi, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, No. 2487, Ankara, Ağustos 1998.

Kazgan, Gülten: **Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2002.

Kepenek, Yakup; Yentürk, Nurhan: **Türkiye Ekonomisi**, 13. Basım, Remzi Kitabevi, 2003.

Kepenek, Yakup; Yentürk, Nurhan: **Türkiye Ekonomisi**, 10. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2000.

Kepenek, Yakup; Yentürk, Nurhan: **Türkiye Ekonomisi**, 9. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 1997.

Keyder, N.: "Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 2001, ss. 38-39.

Kılıç, N. K.: "Yabancı Sermaye Ülkede Ekonomik ve Politik İstikrar İster", **Yeni İş Dünyası**, 1984, ss. 30.

Klein, Thomas M.: "External Debt Management", **World Bank Technical Paper**, No. 245., 1994, ss. 56, <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/0-8213-2808-5>, (Erişim: 10.11.2013).

Koçak, Aysun: "Küresel Dönemde Türkiye'nin Borç Yapısındaki Dönüşüm", **Maliye Dergisi**, Sayı 157, Temmuz-Aralık 2009, ss. 77.

Maliye Bakanlığı: **Yıllık Ekonomik Rapor**, 2013.



Mazgit, İsmail: "Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Ekim 2007, ss. 2-3, [http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem\\_1\\_Sayi\\_512.pdf](http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_1_Sayi_512.pdf) (Erişim: 26.12.2013).

Mercan, Mehmet: "Enflasyon Ve Nominal Faiz Oranları Arasındaki Uzun Dönem İlişkinin Fisher Hipotezi Çerçevesinde Test Edilmesi: Türkiye Örneği", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 27, Sayı 4, 2013, ss. 369.

Naim, M.: "Fads and Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion?", **Foreign Policy Magazine**, October 1999, ss. 26, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/Naim.HTM>, (Erişim: 15.11.2013).

Nemli, Arif: **Kamu Maliyesine Giriş**, 2. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1984.

Olcar, Ayten: **Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve Kriz Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi, 2013.

Ongun, M. Tuğba: "1980'lerden Küresel Krize Dünya Ekonomisi", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt: 23, Özel Sayı, 2012, ss. 50-51, [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V23\\_N99\\_A03.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V23_N99_A03.pdf), (Erişim: 14.11.2013).

Opuş, Sevda: "Dış Borçlanmanın Sınırı ve Türkiye", Erciyes Üniversitesi **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 19, Temmuz-Aralık 2002 ss. 189.

Ormanoğlu, Burhan: **Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Uyuşmazlıkların Çözümünde Uluslararası Tahkim**, Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu, Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol

Genel Müdürlüğü, Ankara, 2004,  
<http://www.bumko.gov.tr/TR,1154/devlet-butce-uzmanligi-arastirma-raporlari.html> (Erişim: 18.12.2013).

Öner Badurlar, İlkay: "Türkiye'de Carry Trade Yatırım Stratejisi ve Belirleyicileri Arasındaki İlişki: 2001–2007", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 10 (1), ss. 57.

Önertürk, Pınar: "Dış Borçlanma ve Borç Ödeme Kapasitesi", **Maliye Dergisi**, No. 38, Mart-Nisan 1979, ss. 61.

Özer, M.: **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınevi, 2001.

Öztürk, Nazım; Bayraktar, Yüksel: "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 11, Sayı 1, 2010, ss. 176.

Pamuk, S.: **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri Ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2006.

Parasız, İlker: **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Dünyada ve Türkiye'de Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunlar**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 2002.

Parasız, İlker: **Kriz Ekonomisi ve 1994 Kararları**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995.

Pekin, Tevfik: **Makro Ekonomi**, Bilgehan Basımevi, İzmir, 1993.

Pirimoğlu, Abdalbaki: **Türkiye'nin Dış Borçları ile İlgili Bir Tahlil Denemesi (1963-1980)**, Erzurum, Atatürk Üniversitesi Yayınları, 1982.

Sevim, Cüneyt: **Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği**, BDDK Kitapları, No. 11, Temmuz 2012, [http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/raporlar/kitaplar/11177cuneyt\\_sevim\\_ktp\\_22\\_08.pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/raporlar/kitaplar/11177cuneyt_sevim_ktp_22_08.pdf), (Erişim: 19.12.2013).

Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat Teori ve Politika ve Uygulama**, Geliştirilmiş 17. Baskı, Güzem Yayınları, 2009.

Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Kurtiş Matbaası, Mart 2003.

Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası Finans**, 2. Basım, İstanbul, Güzem Yayınları, 2001.

Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, Onbirinci Basım, İstanbul, Güzem Yayınları, 1996.

Sönmez, Sinan: **İşte Eseriniz: 100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2003.

Söyler, İlhami: "Türkiye'nin Dış Borçlarının Ekonomik Açından Değerlendirilmesi (Rasyo Analizleri)", **Maliye Dergisi**, Sayı 137, Mayıs-Ağustos 2001, ss. 20- 22.

Sözen, İlyas; Çelik, Ahmet Alkan; Sarı, Selahattin: "Orta Asya Cumhuriyetlerinde Yolsuzluk ve İktisadi Özgürlük (2001–2008)", **International Conference on Eurasian Economies 2010**, <http://www.eecon.info/papers/153.pdf> , (Erişim: 20.11.2013).

Şahin, Hüseyin: **Türkiye Ekonomisi**, 4. Baskı, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1997.

Şeker, M.: "Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçlanmanın Ekonomik Etkileri", **Sosyoekonomi**, Ocak-Haziran 2006, ss. 80-81 <http://www.sosyoekonomi.hacettepe.edu.tr/060104.pdf>, (Erişim: 09.10.2013).

Şenses, Fikret: "Kriz, Dış Yardım ve Neoliberal Politikalar", **Toplum ve Bilim**, 1998, ss. 31–32.

Tanören, Damla: **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana, 2009.

Taş, S.: **Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon, 2001.

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>.

TCMB: **2013 Finansal İstikrar Raporu**, Mayıs 2013, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/bolum1-16.pdf> (Erişim: 24.03.2014).

TCMB: **2013-IV Enflasyon Raporu**, [http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ekim2013\\_tam.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ekim2013_tam.pdf), (Erişim: 05.02.2014).

TCMB: **Para Politikası Raporu 2005/I**,  
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/ppr-nisan2005.pdf>, (Erişim:  
 05.12.2014).

TCMB: **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**,  
 2002, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf>,  
 (Erişim: 12.11.2013).

Tiryaki, Tolga: "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği", Ankara, **TCMB Çalışma Tebliği 8**, 2002, ss. 19.

Tokat, E.: "Capital Flows Under Different Modes of Financial Liberalization: Evidence From India and Turkey", **IUP Journal of Applied Finance**, 15 (2), 2009, ss. 25-26.

Toprak, M.: **Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Ankara, Siyasal Yayınevi, 2001.

Toprak, Metin: **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995**, Ankara, Turhan Kitabevi, 1996.

Töre, Nahit: **Dünyada Yabancı Sermaye Akımları**, TCMB "Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye" Konulu Eğitim Programı Sunum, 2001, ss. 75, [www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/dunyayabsermaye.doc](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/dunyayabsermaye.doc), (Erişim tarihi: 05.11.2013).

Tradings Economics internet  
 adresi: <http://www.tradingeconomics.com/heavily-indebted-poor-countries-hipc/gdp-per-capita-us-dollar-wb-data.html>, (Erişim:  
 20.02.2013).

Tuncel, Cem Okan: 27–29 May 2010 tarihlerinde Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İİBF tarafından düzenlenen "**Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler**" adlı sempozyumda sunulan bildirinin gözden geçirilmiş ve genişletilmiş hali, [http://mpr.ub.uni-muenchen.de/42422/1/Finansal\\_Liberalizasyon\\_ve\\_Kueresel\\_Krizin\\_Yapısal\\_Nedenleri.pdf](http://mpr.ub.uni-muenchen.de/42422/1/Finansal_Liberalizasyon_ve_Kueresel_Krizin_Yapısal_Nedenleri.pdf), (Erişim: 19.11.2013).

Türkiye İş Bankası: **Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler**, Şubat 2014, [http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg\\_201402.pdf](http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg_201402.pdf) (Erişim: 01.04.2014).

Türkiye İş Bankası: **Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler**, Haziran 2013, [http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg\\_201306.pdf](http://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg_201306.pdf), (Erişim: 01.04.2014).

Ulusoy, Ahmet: **Devlet Borçlanması**, Üçyol Kitabevi, 2004.

Ulusoy, Ahmet: **Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman İhtiyacı, Dış Borçlanmaları ve Dünya Borç Krizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Trabzon, 1992.

Ural, Mert: "Finansal Krizler Ve Türkiye", **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 18 Sayı 1, 2003, ss. 12, [http://iibf.deu.edu.tr/deuj/index.php/cilt1-sayi1/article/viewFile/147/pdf\\_127](http://iibf.deu.edu.tr/deuj/index.php/cilt1-sayi1/article/viewFile/147/pdf_127), (Erişim: 28.10.2013).

Uygur, Ercan: "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **Türkiye Ekonomisi Tartışma Metni**, No: 2001/01, Ankara, 2001, ss. 11- 24.

Uzunoğlu, Sadi; Alkin, K.; Gürlesel, F.: "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye", **İstanbul, İMKB Araştırma Yayınları**, 1995, ss. 40.

Ülgen, Gülden: "Türkiye'de Dış Borcun Sürdürülebilirliği", **M.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 20, Sayı 1, 2005, ss. 27.

Williamson, John: **A Short History of the Washington Consensus**, September 24–25 2004, <http://www.piie.com/publications/papers/williamson0904-2.pdf>, (Erişim: 18.11.2013).

Williamson, John: "What Should the World Bank Think About the Washington Consensus?", **The World Bank Research Observer**, Vol 15, No. 2, 2000, [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2000/11/10/000094946\\_00102705411757/Rendered/PDF/multi\\_page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2000/11/10/000094946_00102705411757/Rendered/PDF/multi_page.pdf), (Erişim: 08.10.2013).

World Bank: **Türkiye Ekonomi Notu**, 2013 II, Temmuz, <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/eca/tr-reb-tr-jul-2013.pdf>, (Erişim: 16.12.2013).

World Bank Resmi İnternet Adresi: Çeşitli Yılların Ekonomik Verileri, <http://data.worldbank.org/>.

World Bank (WDI): <http://data.worldbank.org/products/data-books/WDI-2007>, 2007.

World Bank (WDI): <http://data.worldbank.org/products/data-books/WDI-2005>, 2005.

Yalçınar, K.: **Uluslararası Finansman**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008.

Yeldan, Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi (Bölüşüm, Birikim ve Büyüme)**, İletişim Yayıncılık, 2012a.

Yeldan, Erinç: "Ekonomide Fitch'in Saldırısı", **Ekonomi Politik**, 2012b, [http://eyeldan.yasar.edu.tr/Yeldan382\\_14Ksm12.pdf](http://eyeldan.yasar.edu.tr/Yeldan382_14Ksm12.pdf), (Erişim: 21.10.2013).

Yeldan, Erinç: "Kırılganlık Ekonomisi", **Ekonomi Politik**, 2011, [http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan341\\_14Ara11.pdf](http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan341_14Ara11.pdf), (Erişim: 15.11.2013).

Yeldan, Erinç: "Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur", 2005, [www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15\\_9Mar05.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf), (Erişim:15.11.2013).

Yeldan, Erinç: "Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeleri", **Praksis Dergisi**, 2003, ss. 6.

Yeldan, Erinç: "Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylem Üzerine Değerlendirmeler", **Praksis Dergisi**, Sayı 7, Haziran 2002, ss. 19-34.

Yeldan, Erinç: "Kapitalizmin Son İki Küreselleşme Evresi Üzerine Gözlemler", **İktisat Dergisi**, 406, Ekim 2000, ss. 34.

Yeldan, Erinç: "Political Economy Perspectives on the 1994 Turkish Economic Crisis: A CGE Modeling Analysis", **Bulletins 7460, University of Minnesota, Economic Development Center**, 1995, ss. 209.



Yentürk, Nurhan: **Körlerin Yürüyüşü**, 2. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

Yentürk, Nurhan: **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınevi, 2003.

Yentürk, Nurhan: "Short-term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s", **The Developing Economies**, No. 37, 1990, ss. 90.

Yılmaz, S.: **Dış Borçlar ve Ekonomik Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1992.

Yıldırım, H.: "Yabancı Sermaye ve ABD'ye Yönelik Portföy Yatırımları", **Ekonomi ve Toplum Dergisi**, Cilt 5, Sayı 2, Bursa, 2002, ss. 5.

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Ülkü ŞAHİN  
Doğum Yeri ve Tarihi : Gülnar, 1987

### Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Anadolu Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme  
Yüksek Lisans Öğrenimi : Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Uluslararası Ticaret ve Finansman Bilim Dalı  
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce, Almanca  
Bilimsel Faaliyetleri : -

### İş Deneyimi

Stajlar : Çiftlik Devlet Hastanesi, Niğde  
Projeler : -  
Çalıştığı Kurumlar : Makina ve Kimya Endüstrisi Kurumu

### İletişim

E-Posta Adresi : [ulkuu18@hotmail.com](mailto:ulkuu18@hotmail.com)

Tarih : 01.04.2014