

T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz
Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması

İsmail KÜÇÜKAKSOY
2502020203

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Cemal ŞANLI

İstanbul, 2006

Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi:
1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması
İsmail KÜÇÜKAKSOY

ÖZ

Küreselleşmenin etkisiyle, sermaye, ulusal sınırlar dışına çıkarak, sermayenin az bulunduğu ve getirisinin yüksek olduğu ekonomilere yönelmiştir. Sermaye, uluslar arası hareketinde çoğunlukla, dünya konjonktürünün de etkisiyle (ekonomik krizler, ülke risklilikleri v.b.) kısa vadeli sermaye formunda hareket etmektedir. Sıcak para olarak da isimlendirilen kısa vadeli sermaye fonları, faiz arbitrajı güdüsüyle, yüksek getiri olanaklarının olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler de bu fonları, hem kıt olan sermayeye ihtiyaçlarından dolayı hem de ödemeler bilançosu açıklarını kapatmakta kullanmak için istemektedirler. Gelişmekte olan ülkeler böylelikle, ucuz dış kaynak (ucuz ve kolay finansman olanağı) sağlamış olmaktadır. Oysa kısa vadeli sermaye hareketlerinin tersine dönmesi durumunda, ani olarak ödemeler bilançosu dengesizlikleri (cari işlemler dengesi açığı) ile karşılaştığı gibi, para ve banka krizleri de baş göstererek ekonomik kriz yaşanmaktadır.

Türkiye, yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılan gelişmekte olan bir ülke olarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik kriz etkileriyle karşılaşmaktadır. Yapılan bu çalışmada, 1990 sonrasında kısa vadeli spekülasyon fonların, ekonomik kriz etkileri saptanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve net hata noksan değişkenlerindeki şoklar (etkiler), Gayri Safi Milli Hasıla'da önemli tepkilere sebep olmakta ve böylelikle ekonomik resesyonlar yaşanmaktadır. Bu yüzden, kısa vadeli sermaye hareketlerinin volatilitelerini azaltacak, bu fonların spekülasyon alanlardan, reel ekonomiye kaydırılmasını sağlayacak önlemlere ("Tobin Vergisi" v.b.) ihtiyaç bulunmaktadır. Ancak bu sayede ekonomi politikaları etkinlik kazanacak ve makro ekonomik değişkenlerde iyileşme sağlanabilecektir.

The Effect of Economic Crisis of Short Term Capital Flows:
1990-2004 Years in Turkey Practice
İsmail KÜÇÜKAKSOY

ABSTRACT

With the effect of globalization, capital has spread out the national borders by directing its way towards the economies which lack adequate capital and have higher profits. In its international flow, the capital has been seen in the form of short-term capital by the effect of world conjuncture (crisis, country risks, etc.). Short-term capital funds, named as “Hot Money” as well, have been running into the developing countries which have higher profit advantages by the motive of interest arbitrage. Developing countries have demanded these funds due to the fact that they need capital which they lack and to compensate their balance of payment deficits. Thus, developing countries have managed to obtain cheap foreign resources such as cheap and easy financing resources. However, a sudden imbalance of payment like currency deficits may occur in the case of an opposite change in short-term capital flows. Hence, money and bank crises will break out and this will lead to economic crisis.

Turkey as a developing country has confronted with the effects of economic crisis of short-term capital flows. In this study, the effects of economic crisis of short-term speculative funds after 1990s have been identified. Short-term capital flows, portfolio investment and effects in net errors and omission variables lead to important reactions in Gross National Product. Therefore, economic recessions have been experienced. As a result of this, some measures (Tobin Tax etc.) need to be taken to reduce the volatility of short-term flows and to transfer these funds from speculative areas to real economy.

ÖNSÖZ

Dünyada küreselleşmenin hızlanmasıyla birlikte, ülkeler de sermaye hareketlerinin küreselleşmesine izin veren düzenlemeler yapmışlardır. Ülkeden ülkeye farklılık gösterse de, sermaye hareketlerinde kuralsızlaşma (deregülasyon) ya da sınırlamaların en aza indirilmesi yarışı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler de kalkınmanın finansmanı için ihtiyaç duydukları yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek için, faizleri yüksek tutmak dahil bir takım sermaye çekici faktörler belirlemektedirler. Sermayenin küreselleşmesinden sonra, faiz arbitrajının yarattığı getiri olanakları güdüsüyle hareket eden kısa vadeli sermaye akımları, gelişmekte olan ülkeler için, cari açıkları finanse etmede kullanılan, ucuz ve kolay dış kaynak kullanma imkanı sağlamıştır. Türkiye ise gelişmekte olan bir ülke olarak bu yarışa 1990'lara doğru, 32 Sayılı Karar ile katılarak, sermaye liberalizasyonuna gitmiştir.

Kısa vadeli sermaye akımları, faiz arbitrajının yarattığı getiri olanaklarını kollayan spekülatif fonlar olarak, ülkeden ülkeye hareket etmektedirler. Dünya konjonktüründeki gelişmelerden dolayı (ülke risklilikleri, ekonomik krizler), kısa vadeli sermaye formunda hareket eden fonlar, ekonomik krizlerin de sebebini oluşturmaktadır. Ekonomik krizler, tek bir nedene bağlı olmasa da, kriz öncesinde makro ekonomik göstergelerin bozulmasında ve ekonomik krizin canlanma aşamasında, kısa vadeli sermaye akımlarının rolü gözlenmektedir. Türkiye'de de sıcak para fonları olarak da adlandırılan fonların ekonomik kriz etkileri, 1990 sonrasındaki sermayenin liberalleşmesi ve deregülasyon sonrasında etkilidir.

Bu çalışmanın amacı; küreselleşmenin hızlandığı 1990'lı yıllarla birlikte sermayenin de küreselleşmesi, ülkelerin sınırlarını aşarak ülkeler arası hareket eder hale gelmesi ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri (yükselen piyasa ekonomileri) için kalkınmanın finansmanı aracı olarak görülmesi, oysa ekonomiyi hararetlendiren, spekülatif amaçlı, geri dönüş kabiliyeti yüksek olan ve sıcak para olarak da isimlendirilen bu fonların, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ekonomik krizlerin temel sebebi olduğunu ortaya çıkarmaktır.

Bu araştırmanın önemi; Türkiye için kısa vadeli sermaye hareketlerinin hangi makro ekonomik değişkenlerde olumsuz etkilere sebep olduğunu tespit ederek, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik krize net etkisini ortaya çıkarıp bu doğrultuda, kısa vadeli sermaye hareketlerinde bir regülasyonun gerekip gerekmediğini belirleyerek, toplumda gelir dağılımını büsbütün bozan ve daha da önemlisi sosyal toplumsal patlamalara sebep olan ekonomik krizlerin bir daha yaşanmasının önlenebileceğini, bunun için de iktisat politikacılarının ya da ilgili karar alıcı birimlerin dikkatlerini çekerek konuya ilgi göstermelerini ve ayrıca ileride buna benzer yapılacak bir araştırmaya da kolaylık sağlanabileceğinin umulmasıdır.

Çalışmanın her aşamasında yönlendirerek, çalışmanın aşamalarını inceleyen tez danışmanım Prof. Dr. Cemal ŞANLI'ya bana ayırdığı zaman ve verdiği emek için çok teşekkür ederim. Ayrıca sorularımdan sıkılmayarak, sabırla cevaplandıran tüm hocalarıma ve manevi katkısından dolayı da kardeşim Elif Küçükaksoy Doğan'a teşekkür borçluyum.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLOLAR.....	xiii
ŞEKİLLER.....	xv
GRAFİKLER.....	xvi
KISALTMALAR.....	xvii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN YAPISI VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1.1. Sermaye Hareketlerinin Yapısı.....	10
1.1.1. Kısa vadeli Sermaye Hareketleri ile İlgili Kavramlar ve Tanımlar.....	11
1.1.1.1.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı.....	11
1.1.1.2.Sermayenin Küreselleşmesi ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi.....	16
1.1.1.2.1. Sermayenin Küreselleşmesinin Tanımı.....	16
1.1.1.2.2. Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi.....	18
1.1.1.2.2.1.1970 Öncesi Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi.....	20
1.1.1.2.2.1.1. Europara Piyasalarının Gelişimi.....	22
1.1.1.2.2.2.1970-1990 Arasında Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi.....	26
1.1.1.2.2.2.1. Finansal Derinlik.....	30
1.1.1.2.2.3.1990 Sonrasında Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi.....	30

1.1.1.2.3. Sermayenin Küreselleşmesinin Etkileri.....	35
1.1.1.2.3.1.Sermayenin Küreselleşmesinin Olumlu Etkileri.....	36
1.1.1.2.3.2.Sermayenin Küreselleşmesinin Olumsuz Etkileri.....	37
1.1.1.3.Ödemeler Bilançosu ile Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İlişkisi.....	39
1.1.1.3.1. Ödemeler Bilançosunun Tanımı.....	39
1.1.1.3.2. Ödemeler Bilançosunun Ana Hesapları.....	40
1.1.1.3.2.1.Cari İşlemler Hesabı.....	40
1.1.1.3.2.2.Sermaye Hesabı.....	40
1.1.1.3.2.3.Resmi Rezervler Hesabı.....	44
1.1.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ile İlgili Kavramlar.....	44
1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkilerini Açıklayan Yaklaşımlar.....	46
1.2.1. Genel Denge ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi.....	46
1.2.1.1.Genel Dengenin Tanımı.....	46
1.2.1.2.Dışa Kapalı Ekonomide Denge (IS-LM Dengesi).....	47
1.2.1.3.Dışa Açık Ekonomide Genel Denge (IS-LM-BP Dengesi).....	51
1.2.1.3.1. Sermaye Hareketsizliğinde Genel Denge.....	52
1.2.1.3.2. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Genel Denge.....	54
1.2.1.3.2.1.Amaca Uygunluk Kuralı.....	55
1.2.1.3.3. Sınırsız Sermaye Hareketliliğinde Genel Denge.....	58
1.2.1.3.3.1.Mundel-Fleming Modeli.....	59
1.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü.....	63
1.2.2.1.Tobin Vergisi.....	68

1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinde Döviz Kuru ve Faiz	
Oranları Etkisi.....	69
1.3.1. Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketine Etkisi.....	70
1.3.1.1.Döviz Piyasasının Tanımı ve Türleri.....	70
1.3.1.1.1. Döviz Piyasasının Tanımı.....	70
1.3.1.1.2. Döviz Piyasasının Türleri.....	71
1.3.1.1.2.1.Anında Teslim Döviz Piyasası (Spot Piyasa).....	71
1.3.1.1.2.2.Vadeli Teslim Döviz Piyasası.....	72
1.3.1.2.Döviz Kuru Sistemleri.....	73
1.3.1.2.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi.....	73
1.3.1.2.2. Esnek Döviz Kuru Sistemi.....	75
1.3.1.3.Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Etkilemesi.....	77
1.3.1.3.1. Dış Denge-Döviz Kuru İlişkileri.....	78
1.3.1.3.2. Döviz Kurunun Etkileri.....	79
1.3.2. Faiz Oranlarının Kısa Vadeli Sermaye Hareketine Etkisi.....	81
1.3.2.1.Faiz Oranı Arbitrajı.....	82
1.3.2.1.1. Faiz Paritesi-Parite Kuru İlişkisi ve Faiz Oranı Arbitrajı.....	83
1.3.2.2.Faiz, Enflasyon, Döviz Kuru ilişkileri (Fisher Etkisi).....	86
1.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri.....	88
1.4.1. Döviz Kuruna Etkisi.....	88
1.4.2. Ödemeler Bilançosuna Etkisi.....	90
1.4.3. Tasarruflara ve Yatırımlara Etkisi.....	92
1.4.3.1.Finansal Piyasa Üzerine Etkisi.....	95
1.4.4. Enflasyon ve Faizlere Etkisi.....	96
1.4.5. Ekonomik Büyüme ve Ekonomik Kriz Etkisi.....	98

İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİK KRİZ ETKİSİ

2.1.Ekonomik Krizin Tanımı, Türleri ve Kriz Modelleri.....	103
2.1.1. Ekonomik Krizin Tanımı.....	104
2.1.2. Ekonomik Kriz Türleri.....	106
2.1.2.1.Dış Borç Krizleri.....	107
2.1.2.2.Döviz Krizleri (Para Krizleri).....	111
2.1.2.3.Bankacılık Krizleri ve Finansal Krizler.....	113
2.1.3. Ekonomik Kriz Modelleri.....	118
2.1.3.1.Birinci Nesil Modeller (Kanonik Kriz Modeli).....	118
2.1.3.2.İkinci Nesil Modeller.....	120
2.2.1990 Sonrası Ortaya Çıkan Ekonomik Krizlerin Gelişimi.....	122
2.2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Kısa Vadeli Sermaye Gereksinimleri.....	124
2.2.2. Ekonomik Krizlerin Gelişiminde Ülke Örnekleri.....	130
2.2.2.1.Meksika Krizi-1994.....	130
2.2.2.1.1. Krizi Hazırlayan Sebepler.....	130
2.2.2.1.2. Krizin Canlanması.....	136
2.2.2.1.3. Krizin Genişlemesi.....	138
2.2.2.2.Güney Doğu Asya Krizi-1997.....	142
2.2.2.2.1. Krizi Hazırlayan Sebepler.....	142
2.2.2.2.2. Krizin Canlanması.....	157
2.2.2.2.3. Krizin Genişlemesi.....	159
2.2.2.3.Brezilya Krizi-1998.....	166
2.2.2.3.1. Krizi Hazırlayan Sebepler.....	166
2.2.2.3.2. Krizin Canlanması.....	168
2.2.2.3.3. Krizin Genişlemesi.....	170
2.2.2.4.Rusya Krizi-1998.....	170

2.2.2.4.1. Krizi Hazırlayan Sebepler.....	170
2.2.2.4.2. Krizin Canlanması.....	172
2.2.2.4.3. Krizin Genişlemesi.....	173
2.2.2.5.Arjantin Krizi-2001.....	174
2.2.2.5.1. Krizi Hazırlayan Sebepler.....	174
2.2.2.5.2. Krizin Canlanması.....	178
2.2.2.5.3. Krizin Genişlemesi.....	178
2.2.3. 1990 Sonrası Ekonomik Krizlerin Sinyalleri.....	179

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ KRİZ ETKİLERİ VE EKONOMETRİK BİR MODEL

3.1.Türkiye Ekonomisinde Sermaye Liberalizasyonu ve Ekonomik Krizler.....	183
3.1.1. Türkiye Ekonomisinde Sermaye Liberalizasyonu.....	183
3.1.2. Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Ekonomik Krizler.....	188
3.1.2.1.Nisan-1994 Krizi.....	188
3.1.2.1.1. Krizi Hazırlayan Sebepler.....	188
3.1.2.1.2. Krizin Canlanması.....	194
3.1.2.1.3. Krizin Genişlemesi.....	195
3.1.2.2.Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri.....	197
3.1.2.2.1. Krizi Hazırlayan Sebepler.....	197
3.1.2.2.2. Krizin Canlanması.....	202
3.1.2.2.3. Krizin Genişlemesi.....	203

3.2.Ekonomik Kriz ve Kısa Vadeli Sermaye Akımları	
İlişkisinin Modellenmesi.....	207
3.2.1. Vektör Otoregresyon Modelinin Tanımı.....	207
3.2.2. Türkiye Ekonomisi İçin Deneme Modeli.....	208
3.2.2.1.Değişkenlerin Belirlenmesi.....	208
3.2.2.2.Modelin İşleyişi.....	213
3.2.3. Model Sonuçları ve Yorumlanması.....	216
SONUÇ.....	232
KAYNAKÇA.....	239
EKLER.....	252
EK-I: Değişkenlerin Birim Kök Testleri (Unit Root Test).....	252
EK- II: Granger Nedensellik Testi.....	257
EK-III: Gecikme Uzunluğu-4 Seçilmesinin Nedenleri.....	259
ÖZGEÇMİŞ.....	260

TABLULAR

Tablo 1: Yükselen Piyasalara Net Sermaye Akımları (1990-1997).....	14
Tablo 2: GOÜ'lere Yönelik Sermaye Akımlarının Karşılaştırılması (1980 öncesi ve 1990 Sonrası).....	15
Tablo 3: Gelişmekte Olan Ülkelere Toplam Net Sermaye Akışı.....	33
Tablo 4: Küreselleşme Endeksi (2001 ve 2002 Yılları için).....	34
Tablo 5: Doğu Asya Ekonomilerinin Sermaye Hesabı.....	42
Tablo 6: Doğu Asya Ekonomilerinin Ödemeler Dengesi.....	43
Tablo 7: Sınırlı Sermeye Hareketliliğinde, Para ve Maliye Politikalarının Olası Etkileri.....	56
Tablo 8: Sermaye Kısıtlamalarının, Sanayileşmiş Ülkelerdeki Durumu.....	67
Tablo 9: Vadeli Döviz Kurları (ABD dolarına Karşı).....	72
Tablo-10: 1886-1992 Yılları Hisse Senetleri Fiyatları ve Net Yabancı Portföy Yatırımlarının Seyri.....	96
Tablo 11: Finansal Hareketlilik Endeksi (Seçilmiş Ülkeler İçin Uluslar arası Finansal Karışıklık Dönemlerinde 1997-1999).....	99
Tablo 12: Döviz Krizi ve Bankacılık Krizinin Milli Gelir Cinsinden Maliyeti.....	117
Tablo 13: 1990 Sonrası Bazı Ülkelerdeki Krizlerin GSYİH'daki Etkileri.....	127
Tablo 14: Riskli Ülkeler Sıralaması (60 Ülkenin, Risklilik Durumuna Göre).....	129
Tablo 15: Meksika Temel Ekonomik Göstergeleri (1986-1993).....	132
Tablo 16: Doğu Asya Ülkelerinde GSYİH Oranları.....	143
Tablo 17.: Bazı Doğu Asya Ülkelerinin Yabancı Bankalardan Aldıkları Kısa Vadeli Borç (1996-1997 arasında).....	147
Tablo 18: Bazı Doğu Asya Ülkelerinde Yabancı Sermaye Girişleri.....	148
Tablo 19: Doğu Asya Ülkelerinde Ekonomik Büyüme.....	150
Tablo 20: Doğu Asya Ülkelerinin Cari İşlemler Bilançoları.....	151
Tablo 21: Doğu Asya Ekonomilerinde Net Sermaye Hareketleri.....	155
Tablo 22: Güney Doğu Asya'daki Kriz ülkelerinde İşsizlik Oranları (1996-1998).....	165
Tablo 23: Arjantin Ekonomisinde Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Akımları (1994-1999).....	176
Tablo 24: Borç Krizleri ve 1990 Sonrası Krizler.....	180
Tablo 25: Krizlerin Belirtileri ve Temel Göstergeleri.....	182
Tablo 26: 1990-1997 dönemi Türkiye'de Sermaye Hareketleri.....	187
Tablo 27: 1990-1995 Yılları Arasında Türkiye'deki Bazı Makro Göstergeler.....	193
Tablo 28: Kapanan Şirket Sayısı ve İşsizlik Oranları (1995-2005).....	205
Tablo 29: Türkiye Ekonomisinden Seçilen Makro Ekonomik Değişkenlerin Üçer Aylık Gösterimi (1992-2005).....	210
Tablo 30: GSMH ile Diğer Değişkenlerin "Granger Nedenselliği" Sonuçları.....	215

Tablo 31: Gayri Safi Milli Hasıla'nın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	222
Tablo 32: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri'nin Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	222
Tablo 33: Portföy Yatırımları'nın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	223
Tablo 34: Net Hata ve Noksan'ın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	223
Tablo 35: Cari İşlemler Dengesi'nin Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	224
Tablo 36: İMKB Endeksi'nin Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	224
Tablo 37: Faiz Oranları'nın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	225
Tablo 38: Enflasyon'un Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	225
Tablo 39: Döviz Kuru'nun Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması).....	226

ŞEKİLLER

Şekil 1: Dışa Kapalı Ekonomide IS ve LM Fonksiyonlarının Elde Edilmesi ile IS-LM Genel Dengesi.....	48
Şekil 2: Sınırlı Sermaye Hareketliliği durumunda Ödemeler Bilançosu ve Dış Denge (Balance of Payment Curve).....	51
Şekil 3: Sermaye Hareketlerinin Yokluğunda Genel Denge Politikaları (Tam İstihdam ve Dış Denge Arasındaki Politikalar).....	53
Şekil 4: Genel Ekonomik Denge (Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde).....	54
Şekil 5: Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde, Dengesizlik Bölgeleri.....	56
Şekil 6: Para ve Maliye Politikalarının Ödemeler Bilançosuna Etkileri.....	57
Şekil 7: İç ve Dış Ekonomik Denge (Sınırsız Sermaye Hareketliliğinde).....	58
Şekil 8: Sabit Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri.....	61
Şekil 9: Esnek Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri.....	62
Şekil 10: Piyasada Döviz Kurunun Oluşumu.....	75
Şekil 11: Faiz Paritesi Doğrusu ve Arbitraj İmkanları.....	83

GRAFİKLER

Grafik 1: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Sermaye Kontrol Endeksi.....	66
Grafik 2: Değişkenlerin Gruptaki Durağanlıkları.....	214
Grafik 3: GSMH'nin Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	217
Grafik 4: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri'nin, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	217
Grafik 5: Portföy Yatırımları'nın, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	218
Grafik 6: Net Hata Noksan'ın, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	218
Grafik 7: Cari İşlemler Dengesi'nin, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	219
Grafik 8: İMKB Endeksi'nin, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	219
Grafik 9: Faiz Oranları'nın, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	220
Grafik 10: Enflasyon'un, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	220
Grafik 11: Döviz Kuru'nun, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri).....	221

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BP	Ödemeler Dengesi (Balance of Payment)
CİD	Cari İşlemler Dengesi
ĐİE	Devlet İstatistik Enstitüsü
DK	Döviz kuru
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
ENF	Enflasyon
FİD	Doğrudan Yabancı Yatırım (Foreign Direct Investment)
FO	Faiz Oranları
GOÜ	Gelişmekte olan ülkeler
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GÜ	Gelişmiş Ülkeler
İMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVSH	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi (The North America Free Trade Area)
NHN	Net hata ve noksan
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (The Organization For Economic Coperation And Development)
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (The Organization of Petroleum Exporting Countries)
PY	Portföy Yatırımları
TL	Türk Lirası
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (United Nations Conference on Trade and Development)
WTO	Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organization)
YTL	Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Dünyada yaşanan küreselleşme olgusu, üretim faktörlerinden biri olan sermayenin de ülke sınırlarının ötesine geçmesine sebep olmuştur. Küreselleşme; emeğin, sermayenin ve piyasa değerlerinin, geleneksel olarak ait olmadıkları alanlara yönelmeleri yanında, bilginin ve kültürün, iletişim araçlarının da sayesinde yayılmasını açıklayan bir kavramdır. Küreselleşme, emek faktörünü de kapsasa da, emeğin ülkeler arasındaki hareketliliği üzerinde halen bir çok ülkede sınırlamalar bulunmaktadır. Oysa sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalar gün geçtikçe azalmakta, ülkeler arasında sermaye hareketlerinde serbestleşme yarışı yapılmaktadır. Günümüzde, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi paralelinde, ekonomi otoritesinin ulusal ekonomiler üzerindeki kontrolü zayıflamıştır.

Sermaye hareketlerinin en önemli belirleyici unsuru, ülkeler arasındaki faiz oranları farklılığıdır. Gelişmekte olan ülkeler, yüksek faiz oranları belirlemek yoluyla sermayeyi ülkeye çekmek ve mevcut sermayenin de yurt dışına kaçışına engel olmak istemektedirler. Diğer taraftan ise, sermayenin yoğun bulunduğu gelişmiş ülkelerde, sermaye açısından ortaya çıkan azalan verimler kanunu sebebiyle düşen kar hadleri, yeni pazarlara yönelmeyi gerekli kılmıştır. İkinci dünya savaşından sonra, yeniden yapılanma ve uluslararası ticareti yönlendiren parasal akışın temini için oluşturulan Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu, sermayenin küreselleşmesi için geliştirmekte olan ülkelere çeşitli telkinlerde bulunmuşlardır. 1970’li yıllara gelindiğinde ise, sermayenin ülkeler arasında hareketini kolaylaştıran ve finans piyasalarının gelişimine öncülük eden “Europara” piyasaları ortaya çıkmış ve gittikçe büyümüştür. Europara piyasasının gelişmesi, spekülasyon sermaye hareketlerinin ülkeler arasında dolaşmasına zemin hazırlamış, bunun sonucunda da ulusal para birimlerinin değerinde önemli dalgalanmalar yaşanmaya başlamıştır. 1970’li yıllarda ortaya çıkan petrol krizinin etkisiyle, petrol üreticisi olmayan geliştirmekte olan ülkeler dış kaynak ihtiyacı içine girmişler ve Europara piyasalarından borçlanmışlardır.

Takip eden dönemde, petrol şokunun devam etmesi ve 1982 yılında borç krizinin patlak vermesi, ülkelerin sermayeyi çekme amaçlı olarak, sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları kaldırmasına sebep olmuştur. Böylelikle uluslararası piyasalardan borçlanmanın zorlukları aşılacak istenmiş, ödemeler bilançosu açıkları yüksek faiz politikası ile ülkeye sermaye çekilerek finanse edilmeye çalışılmıştır.

1990'lı yılların başında AB ülkelerinde, ABD'de ve Japonya'da yapılan yasal düzenlemeler sonucunda küreselleşme hız kazanmıştır. Söz konusu ülkelerin, finansal piyasalardaki sınırlamaları kaldırması ya da azaltması, 1990'dan sonra sermaye hareketlerinin hacmini artırmıştır. Gelişmekte olan ülkeler de, gelişmiş ülkelerdeki gibi bir takım yasal düzenlemeleri hayata geçirerek, 1980'lerin borç krizinin yarattığı uluslararası piyasalardan borçlanma zorluğunu aşma çabasına girmişler ve uluslararası sermayeyi ülkeye çekmek istemişlerdir. Eş zamanlı olarak gerçekleşen dünyadaki teknolojik ilerleme, işlem maliyetlerinin azaltılmasına sebep olmuş ve sermaye hareketlerine hacim kazandıran, sermayenin küreselleşmesi süreci hızlanmıştır.

1990 sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, daha çok kısa vadeli sermaye hareketleri olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli sermaye akımlarının, gelişmekte olan ülkelere yönelik hareketini etkileyen en önemli unsur, faiz oranlarının bu ülkelerde uluslararası faiz oranlarına göre yüksek olmasıdır. Kısa vadeli fonlar, faiz arbitrajının yarattığı getiri olanaklarını hedef alan, geri dönüş kabiliyeti yüksek fonlardır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin faiz arbitrajı amaçlı gerçekleşmesi, kısa vadeli borçlanmalara ek olarak portföy yatırımlarını da kapsayan yeni bir kısa vadeli sermaye tanımı (geniş anlamli tanım) yapmaya ihtiyaç doğurmaktadır. Zira, gelişmekte olan ülkelerde; portföy yatırımları olarak isimlendirilen, uzun vadeli olarak çıkarılan borçlanma varlıkları (tahviller, bonolar), daha sonra ikinci el piyasalarda aynen geri dönüş kabiliyeti yüksek kısa vadeli sermaye fonları gibi likit hale gelmektedirler. Portföy yatırımlarının bu özelliği, onların da kısa vadeli sermaye akımları içinde anılmasını gerektirmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri yerine sıklıkla "sıcak para" kavramı da kullanılmaktadır. Bazen de, ülkeye yönelen fonlar, faiz arbitrajı dışında kalan, menkul kıymetler borsasına yönelmektedir. Bu durumdaki fonların, kısa vadeli sermaye hareketi olarak değerlendirilmemesi gerekmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, her ne kadar faiz arbitrajının yarattığı getiri olanaklarını hedeflese de, ülkeler arasındaki faiz yüksekliği hedefi yanında, fon sahipleri açısından, fonlarını yönelttikleri ülkenin risklilik düzeyi de 1980'lerdeki borç krizinin ardından önem taşımaktadır. Fon sahipleri, ülkelerin risklilik düzeyinin arttığı dönemlerde, fonlarını söz konusu ülkeden kaçırmak ya da bu ülkelere yöneltmemek yoluyla ekonomik krizlere sebep olmaktadır. Aynı şekilde, ülkedeki yerleşikler de böyle zamanlarda fonlarını yurt dışına kaçırmaya eğilimindedirler. Her durumda, ülkede kıt olan sermayenin daha da azalması, faizlerin aşırı yükselmesine, reel sektörün küçülmesine sebep olmaktadır. Ayrıca sermayeyi ülkeye yüksek faiz politikasıyla çeken ülkelerde, reel sektörün karlılığının, finans sektörüne göre çok daha az olması, sermayenin sürekli finans sektöründe ve spekülasyon yatırımlarında değerlendirilmesi bağımlılığını beraberinde getirmektedir. Öte yandan üretemeyen bir ekonomide, artan tüketimin ödemeler bilançosunu olumsuz etkilemesi (ithalatın artması ve ihracatın azalması yoluyla cari işlemler açığının artması) kaçınılmaz olmaktadır. Ödemeler bilançosu dengesi için ise (cari işlemler açığını kapatıcı amaçlı), bahsedilen spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye ülkeye davet edilmektedir. Söz konusu kısır döngü devam ederek, makro ekonomik politikalar yürütülemez hale gelmektedir. Kısa vadeli sermaye, rasyonel beklentiler ya da spekülasyon sonucunda likit hale getirilerek ülkeyi terk ettiğinde, döviz krizi yaşanmakta, gelişmekte olan ülkelerde ise bu krizi çoğu kez banka krizleri takip etmekte ve ekonomik resesyonlar yaşanarak, üretim azalmakta, başka bir ifadeyle ekonomik kriz yaşanmaktadır. Bu yüzden, kısa vadeli sermaye hareketleri, yaşanan ekonomik krizlerin önemli bir sebebi durumundadır.

Türkiye, yükselen piyasa ekonomileri içinde anılan, gelişmekte olan bir ülke olarak 1990 sonrasında kısa vadeli sermaye hareketlerinin hedefi olmuştur. Türkiye'de finansal küreselleşmenin başlangıcı ise 32 Sayılı Karar ile gerçekleşmiş ve böylelikle uluslararası sermaye hareketlerine izin verilmiştir. Kararı takip eden yıllarda, önemli hacimde kısa vadeli sermaye hareketine maruz kalan Türkiye ekonomisinde, makro ekonomik politikaların uygulanmasında zorluklar yaşanmış, daha da önemlisi, sermaye akımlarının tersine dönmesi sonucunda para ve banka krizleri yaşanmış, ekonomik krizlerle karşılaşmıştır. Yapılan çalışma, kısa vadeli

sermaye hareketlerinin ekonomik kriz etkisini ortaya koymayı amaçlamış ve 1990 sonrasında Türkiye'deki bu etkiyi, uygulama alanı olarak seçmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısı başlığı altında; kısa vadeli sermaye hareketlerinin kavramsal çerçevesi, ödemeler bilançosu ile ilişkisi, genel denge ile ilişkisini açıklayan yaklaşımlar, döviz kuru ve faiz oranları ile ilişkisi, son olarak da kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkileri, incelenecektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik kriz etkisi başlığı altında; ekonomik kriz tanımı, türleri, kriz modelleri ve 1990 sonrasında ortaya çıkan bazı ekonomik krizler incelenecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, Türkiye ekonomisinde 1990 sonrasında ortaya çıkan ekonomik krizler incelenecek ve 1990 sonrası yılların verileri kullanılarak, bir ekonometrik model kurulup, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik kriz etkileri araştırılacaktır. Söz konusu fonların, Gayri Safi Milli Hasıla üzerindeki etkilerinin ifadesi anlamına gelen ekonomik kriz etkilerinin yanı sıra, seçilen bazı değişkenlerdeki şoklara da GSMH'nin verdiği tepkiler araştırılacaktır.

ÇALIŞMANIN ADI

Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması

ÇALIŞMANIN KONUSU (PROBLEM)

2. Dünya savaşından 1970'lere kadar ucuz olan hammadde fiyatları, ülkelerin hammadde yoğun üretim yaparak, büyüme süreçlerini hızlandırmalarına imkan sağlıyordu. 1970'lere gelindiğinde yaşanan petrol şoku, enerjinin pahalılaşmasına sebep olarak reel ekonomileri etkiledi ve yatırımcılar da kriz sebebiyle karlarındaki azalma üzerine, reel varlıklardan çıkarak mali varlıklara yatırım yapmayı tercih etmeye başladılar. 1970'lerden sonra gelişmekte olan ülkelere, yatırımcıların ellerinde toplanan fonlar akmaya başladı. Gelişmekte olan ülkeler de kalkınmanın finansman aracı olarak bu fonları cazip görüyorlardı. Bu fonlar gelişmekte olan

Ülkelerin demeler bilançosu dengesinin sürdürülebilirliğini sağlıyordu. Ayrıca 1980'lere kadar bir çok gelişmekte olan ülkenin ithal ikameci büyüme stratejisini benimsemesi de bu fonlara duyulan ihtiyaı artırmaktaydı, zira bu fonlarla ithal mallara rakip yerli sanayi kurulabilecekti. Böylelikle hammadde bağımlılığı ve ardından 1970'lerdeki petrol şoku, bu ülkelerin finansman ihtiyaını daha da artırdı. Bu dönem ile eş zamanlı olarak Euro-para piyasalarının gelişmesiyle birlikte, kolay kredi olanakları bulan gelişmekte olan lkeler, Euro-para piyasalarından borçlanmalarını hızlandırdılar. Petrol krizinin de etkisiyle bazı ülkeler 1980'lere geldiğinde aldıkları borçları deyemeyeceklerini ilan ettiler. Bu yıllarda dünyada ilk defa dış borç krizi baş göstermiş oluyordu. Dış borç sorununu çözmek üzere Uluslararası Para Fonu (IMF), bu ülkeler için ödeme takvimleri belirlemek üzere devreye girdi.

Euro-para piyasalarındaki gelişmeler ve ülkelerin dış borç ertelemeleri, kısa vadeli sermaye fonlarının miktarını ve ülkelerine geri dönebilme hızlarını etkiledi. Gelişmekte olan ülkeler de, kısa vadeli sermaye fonlarını ülkelerine çekerek, demeler bilançosu dengesinin sürdürebilirliğini sağlamak ve kamu açıklarının finansmanı amacıyla kullanmak için faiz oranlarını yüksek tutarak, arbitraj olanaklarından faydalanmak ve kısa vadeli sermaye fonlarını dış borçlara tercih etmek istemektedirler. Oysa kısa vadeli sermaye fonlarına, sıcak para isminin verilmiş olmasından da anlaşılacağı gibi, bu fonların ekonomide yarattığı etkiler pansuman çözümler olmakta ve fon hareketlerinin yönü çeşitli sebeplerle tersine döndüğünde ekonomik kriz ortaya çıkmaktadır.

Bu sebeple;

Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan bir ülke ekonomisinin, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik kriz etkisi ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin temel makro ekonomik verileri etkileme gücünün (etki/tepki analizleri yardımıyla) belirlenmesi gerekmektedir.

Problem Cümlesi;

Türkiye ekonomisinde son yıllarda gerçekleşen ekonomik krizler, kısa vadeli sermaye hareketlerinden mi kaynaklanmaktadır, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik krizlerdeki etkisi nedir?

ÇALIŞMANIN HİPOTEZİ

Türkiye ekonomisinde, cari açığı giderici ve ödemeler bilançosunu iyileştirici etkisi olduğu düşünülen, 1990 yılından sonra artan kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonomik krizlerin temel nedenidir. Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki Deregülasyon (bir düzenleme olmaksızın serbest hareket), spekülatif ve geri dönüş kabiliyeti yüksek sıcak para fonlarının, ülke ekonomisinde kriz yaratarak, ülkeye davet amacının tam tersi sonuçlar doğurmasına sebep olmaktadır. Deregülasyon sebebiyle ülkeye özgürce giren bu fonlar, diğer makro ekonomik göstergeleri olumsuz etkilemekte ve ekonomik krizi hazırlayan sebep haline gelmektedir. Faiz arbitrajı güdüsüyle hareket eden spekülatif nitelikli söz konusu fonlar, makro ekonomik göstergelerin ekonomik kriz öncesinde bozulmasına sebep olduğu gibi, krizin canlanma devresinde de etken bir rol üstlenmektedir. Bu açıklamalardan sonra çalışmanın hipotezini iki iddia oluşturmaktadır. Bunlar; kısa vadeli sermaye hareketleri, Türkiye'deki 1990 sonrası ekonomik krizlerin nedenidir ve söz konusu fonlar, makro ekonomik değişkenleri olumsuz etkilemektedir.

ÇALIŞMANIN SINIRLAMALARI

Bu çalışma, gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketleri hacminin arttığı 1990 yılından sonraki dönem (1990-2004) ve Türkiye verileriyle (Türkiye uygulaması) sınırlandırılmıştır. Son yıllarda, gelişme yolundaki bazı ülkeler, yeni pazar olanaklarından dolayı “Yükselen Piyasalar” olarak isimlendirilmektedirler. Çalışmanın ikinci bölümünde, dünya ekonomilerinde ortaya çıkan 1990 sonrası ekonomik kriz örneklerinin incelenmesinin sebebi; 1990 yılının, sermayenin küreselleşmenin hızlandığı bir yıl olması ve seçilen ülke örneklerinin Türkiye ekonomisine benzer özellikler sergilemesi (döviz kuru sistemi, dünya ile entegrasyon süreci, büyüme oranları, yükselen piyasa ülkeleri olmaları v.b.) etkindir. Türkiye ekonomisindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin kriz etkilerinin ölçülmesinde, 1990 sonrasındaki yılların ekonometrik modele dahil edilmesinde ise, 1989 yılında kabul edilen ve finansal serbestleşmeye izin veren 32 Sayılı Karar

etkendir. Türkiye için seçilen yıllar (32 Sayılı Karar sonrası yıllar) ve incelenen ülkeler çalışmanın sınırlarını oluşturmaktadır.

Çalışmada bir diğer sınırlılık, kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımıyla ilgilidir. Kısa vadeli sermaye hareketleri geniş bir tanımla, faiz arbitrajı güdüsüyle hareket eden her türlü sıcak para fonu olarak ele alınmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bakımından 30, 60, 90 günlük kısa süreli, spekülatif ve geri dönüş kabiliyeti yüksek sıcak para fonlarını ifade etmektedir. Türkiye’de 1990 sonrasındaki sermaye girişleri, dünya konjonktürünün etkisiyle (ekonomik krizler ve ülke riskliliklerinin artması sebebiyle), uzun vadeli değil (doğrudan yatırımlar dışında), kısa vadeli sermaye hareketi formundadır. Bu yüzden çalışmada, ödemeler bilançosundaki diğer sermaye hareketleri olarak gösterilen kısmın, kısa vadeli sermaye hareketlerini temsil ettiği varsayılmaktadır. Türkiye ekonomisi için tanımlanan, ödemeler bilançosu istatistiklerinde yer alan kısa vadeli sermaye hareketlerini, varlıklar (verilen krediler, banka rezervleri) ve yükümlülükler (kamunun, bankaların, kuruluşların ve diğer sektörlerin kredileri ile döviz tevdiat hesapları) oluşturmaktadır. Oysa spekülatif nitelikli kısa vadeli sermaye hareketlerinin, faiz arbitrajı güdüsüyle ülkelere hareket ettiği ve arbitraj getirisi bittiğinde de ülkeyi terk etme eğiliminde olduğu, bu yüzden de sıcak para niteliğinde olduğu savunulmaktadır. Bu yüzden, ülkelerin net hata noksan kalemi içinde bu fonların takip edildiği iddiası literatürde sıklıkla yer almaktadır. Yine portföy yatırımları da kısa vadeli sermaye hareketleri gibi sıcak para tanımı içinde yer almaktadır. Her ne kadar portföy yatırımları içindeki varlıklar, uzun vadeli olsalar da, bu varlıkları likit hale dönüştürebilen ikinci el piyasalarının varlığı, söz konusu yatırımları da sıcak para kimliğine sokmaktadır. Dolayısıyla bahsedilen değişkenlerin üçü de sıcak para tanımları olarak literatürde değerlendirilmektedir. Literatürdeki bu karışıklığa rağmen, çalışma kısa vadeli sermaye hareketlerinin yanı sıra, portföy yatırımları, net hata noksan hesabı ile sınırlandırılmış olup, sıcak para geniş tanımıyla kısa vadeli sermaye hareketlerine eş değer kabul edilmiştir. Çalışmanın sınırlarını, faiz arbitrajı güdüsüyle hareket eden ve ülkeyi her an terk etme eğiliminde olduğu için ekonomik kriz etkilerine sebep olabilecek, *geniş tanımlı kısa vadeli sermaye hareketleri (doğrudan yabancı yatırımlar dışında kalan ve diğer sermaye hareketleri olarak anılabilecek akımlar)* oluşturmaktadır. Bu akımlar kısa vadeli

sermaye hareketleri (yukarıda sayılan varlıklar ve yükümlülükler), portföy yatırımları ve bu iki hesap içinde görülemeyen (kayda alınamayan, izlenemeyen) kısım olarak da net hata noksan hesaplarından oluşmaktadır. Geniş tanımlı kısa vadeli sermaye hareketlerinin çalışmanın ilgi alanına girmesinin sebebi, bu akımların faiz arbitrajı güdüsüyle hareket eden fonlar olmasındandır. Çalışmada yapılan bu tanım, bazı çalışmalarda sıcak para olarak da adlandırılmaktadır.

Çalışmanın bir başka sınırlılığı; para ve/veya banka krizlerinin, seçilen ülke örnekleri yanında, Türkiye’de de ekonomik kriz anlamına gelmesi, başka bir ifadeyle ekonomik resesyona sebep olarak Gayri Safi Milli Hasıla’da uzun süreli ciddi düşüşleri beraberinde getirmesidir. Geniş tanımıyla ekonomik kriz, para ve/veya banka krizi kaynaklı ödemeler bilançosu krizi olarak kullanılmaktadır. GSMH’daki ani ve uzun süreli düşüşler ekonomik krizin somut ifadesi olarak ele alınmaktadır.

ÇALIŞMANIN YÖNTEMİ

Çalışmamıza konuyla ilgili literatür taraması yapılarak başlanmıştır. Yapılan tarama sonucunda çalışmanın sınırları belirlenerek, konu spesifikleştirilmiştir. Daha sonra çalışmaya, kütüphane, internet ve bazı kurumlardan materyal bulunması ile devam edilmiştir.

Çalışmamıza ikinci elden veri ve bilgi kaynakları olan kalkınma planları, yıllıklar, raporlar, bültenler, süreli yayınlar, tebliğler ve çeşitli kuruluşların yapmış oldukları araştırmalar kullanılmaktadır. Bu bilgilerden kavramsal çerçeve ve kantitatif veriler elde edilmiştir. Verilerin toplanmasından sonra tasnifi yapılmıştır.

Literatür taraması sırasında, Vektör Otoregresyon Yöntemi’nin (VAR), kısa vadeli sermaye hareketlerinin ölçülmesinde kullanılan bir yöntem olduğu incelenmiş ve çalışmada bu yöntemin Türkiye ekonomisinin yeni verilerine uygulanmasına karar verilmiştir. Etki/tepki analizlerinin (impulse responses) yapılmasında Eviews 5.0 bilgisayar programından yararlanılacaktır. Elde edilen bulgular rapor halinde sunulacaktır. Söz konusu paket programda VAR modeli uygulanması sonucunda oluşan etki/tepki analizleri grafikleri ve varyans araştırması (variance decomposition), çalışmanın ekonometrik bölümünü oluşturmaktadır. Çalışmada kullanılacak model (Vector Autoregression); kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy

yatırımları, net hata noksan, cari işlemler dengesi, İMKB Endeksi, döviz kuru, faiz oranları, enflasyon, Gayri Safi Milli Hasıla değişkenlerinin birbirini nasıl etkilediğini açıklamakta kullanılacaktır. Modelde, söz konusu değişkenlerin, üçer aylık verileri kullanılacaktır. Asıl olarak GSMH'nın, diğer sayılan değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısında verdiği tepki ölçülecek olup, modelde kullanılan diğer değişkenlerin de bir birimlik şok karşısındaki tepkisi araştırılacaktır. Çalışmadaki ekonometrik bölümün sonunda, model sonuçları yorumlanacaktır. Son olarak ise, çalışmanın genel sonuçları belirtilerek, önerilerde bulunulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN YAPISI VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1.1.Sermaye Hareketlerinin Yapısı

Ekonomik birimler, yatırımlara karar verirlerken çeşitli yatırım araçları arasında seçim yapmak durumundadırlar. Finansal sistemin liberal olması, çeşitli yatırım alternatifleri arasında seçim yapılabilmesine ve ulusal ekonominin uluslararası piyasalara dahil olabilmesine olanak sağlamaktadır. Finansal sistemdeki serbesti sonucu oluşan portföy hareketleri, gelişmiş ülkeler kadar gelişme yolundaki ülke ekonomilerinde de verimlilik artışlarına sebep olmaktadır. Burada bahsedilen sermaye hareketleri, dahil olduğu ekonomik sistemdeki ya da sermaye akımının girdiği ülkedeki amacına göre isimler almaktadır.¹

Özel yabancı sermaye akımlarının üç ana grubu vardır. Bunlar, direkt yabancı yatırımlar (FDI-Foreign Direct Investment), yabancı portföy yatırımları (FPI-Foreign Portfolio Investment), alıcı ülkedeki bankalar, şirketler ve hükümetlerin yabancı banka borçları (FBL-Foreign Bank Lending) dir.² Literatürde sermaye hareketlerinin türleri için, dahil oldukları ekonomilerdeki kalış sürelerine ve elde edilecek gelir yapılarına göre çeşitli tanımlamalar yapılmaktadır. Sermaye hareketlerini, daha çok faiz arbitrajının yarattığı imkanlardan kaynaklanan, geri dönüş kabiliyeti yüksek olan kısa vadeli sermaye hareketleri ve yöneldiği ülkedeki girişim olanaklarından faydalanmak isteyen, geri dönüş kabiliyeti yüksek olmayan ya da dönmesi fedakarlık gerektiren uzun vadeli sermaye hareketleri olarak tanımlamak, çalışmanın amaçları açısından doğru olmaktadır. Ülkeye giriş ya da çıkış yapan

¹ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997, s.63.

² FitzGerald E.V.K., “Policy Issues in Market Based and Non Market Based Measures to Control the Volatility of Portfolio Investment”, **Paper for The UNCTAD Expert Group meeting**, June 28-30, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.bahria.edu.pk/BU%20Archive/Oxford/qehwps26.pdf>, 17 Eylül 2004.

sermaye hareketleri, bahsedilen ismine göre ödemeler bilançosunda kayıt altında gösterilmeye çalışılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerden sermaye kaçıışı, ödemeler bilançosu açıklarına sebep olmakta ve çıkan sermayenin miktarı doğrudan verilerle bilinemeyerek ancak ödemeler bilançosunun diğer kalemleri yardımıyla kestirilebilmektedir.³ Ödemeler bilançosu kayıt sistemine göre (Türkiye ekonomisinde) sermaye hareketleri dört ana kategoriye ayrılmaktadır. Bu sıralamayı kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy hareketleri, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye hareketleri olarak göstermek mümkündür.⁴ Türkiye ekonomisinde akım değişkenlerin gösterildiği ödemeler bilançosu hesapları içinde, 2000’li yıllara değin sermaye hesabı içinde “Kısa Vadeli Sermaye” kategorisi, 2000’li yıllardan sonra “Sermaye ve Finans Hesapları” başlığı altında, kısa vadeli hesaplar olarak gösterilmektedir. Bu doğrultuda, çalışmanın son bölümünde bu ayırım daha detaylı incelenecektir.

Bahsedilen sınıflandırma doğrultusunda kısa vadeli sermaye hareketleri dışındaki ayrımlar, uzun vadeli sermaye hareketleri olarak tanımlanacaktır.

1.1.1. Kısa vadeli Sermaye Hareketleri ile İlgili Kavramlar ve Tanımlar

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkelerin finansal sistemlerindeki liberalleşmeye bağlı olarak yön almakta ve ödemeler bilançosunun bir kalemi olarak gösterilebilmektedir.

1.1.1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkeler arasındaki faiz farkının yarattığı arbitraj imkanını değerlendirme amacıyla hareket eden, geriye dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir. Ödemeler bilançosu dengesinde bankalar aracılığıyla yapılan ve başka bir yerde gösterilmeyen artık bir kalem olarak yer alırlar. Temel olarak spekülatif

³ Neşecan Balkan, **Kapitalizm ve Borç Krizi**, İstanbul, Bağlam Yayınları, 1994, s.114.

⁴ Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul, İTO yayınları, 1998, s.40.

amaçlı ve geri dönüş kabiliyetinin yüksek olmasıyla uzun vadeli sermaye hareketlerinden ayrılmaktadırlar. Bu anlamda kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıcak para hareketi olduğu yönünde yaygın bir görüş hakimdir. Ancak bazı çalışmalarda portföy yatırımları ve net hata noksan kalemi de sıcak para tanımı içinde yer almaktadır.⁵ Kısa vadeli hareketler; esas olarak finansman bonosu benzeri kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ile diğer kısa vadeli borç ve alacaklardan oluşmaktadır.⁶ IMF'in ödemeler bilançosu istatistiklerinde ülke içine sermaye akımları; mevcut sermayeye yapılan eklemeler, ödemeler bilançosunun sermaye hesabına girişler, kredi açılması yönünde değerlendirilen ülkeye yapılan hibe yardımları, "sermaye transferi" başlığı altında incelenen ilgili ülkeye "direkt yatırımlar", borç sorumlulukları olarak incelenen "portföy yatırımları" ve "diğer yatırımlar" (banka ödünçleri gibi kısa vadeli ve uzun vadeli yatırımların toplamı, diğer ticari krediler ve IMF'den alınan borçlar) dır.⁷ Kısa vadeli portföy yatırımları; kısa vadeli bono ve tahvil, diğer kısa vadeli paralar, öz sermaye (varlık) ya da kısa vadeli borçlanma araçlarıdır.⁸ Yabancı portföy yatırımları, yerli ve uluslararası piyasaların her ikisinde birden, şirketlerin ya da hükümetlerin hisse senedi çıkarmaları ve tahviller ile bonoların satışlarıyla oluşmaktadır. 1990'lardaki yükselen piyasa ekonomilerine yönelik net özel sermaye akımlarının yarısının portföy yatırımları olarak gerçekleştiği gözlenmiştir.⁹

IMF gibi uluslararası kuruluşlar, net hata ve noksan kalemini izleyerek, cari işlemler hesabına ve sermaye hesabına dahil olmadan, ekonomiye giren ve çıkan, sıcak para fonları hakkında fikir sahibi olabilmektedirler. Bu görüşü savunanlara göre, yüksek faiz ve buna karşılık milli paranın değer kaybetmesinin yavaşlığı motivasyonları ile ülkede kalan sıcak para fonlarını, ödemeler bilançosunun sermaye hesabında değil de "net hata ve noksan" kalemini izleyerek görmek mümkün

⁵ Yasemin Türker Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Ankara, DPT Yayınları, 1998, s.18-19.

⁶ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.197.

⁷ Yılmaz Akyüz, Andrew Cornford, "Capital Flows To Developing Countries and The Reform Of The International Financial System", (Çevrimiçi) <http://www.wider.unu.edu/publications/project%20overview%20paper%20capital%20flows.pdf>, 15 Haziran 2004.

⁸ Lawrence J. Lau, "China's Progress Towards Capital Account Convertibility", (Çevrimiçi) <http://credpr.stanford.edu/events/6>, 28 Temmuz 2004.

⁹ FitzGerald E.V.K., **a.g.e.**

olmaktadır.¹⁰ Söz konusu görüş sıcak para ile ödemeler bilançosu içinde sermaye hesabı altında incelenen kısa vadeli sermayenin aynı güdülerle hareket etmediğini vurgulamaktadır. O halde buna göre, kısa vadeli sermaye hareketlerini, ödemeler bilançosundaki haliyle değil de vade yapılarına göre bir ayrıma tabi tutmak daha doğru olmaktadır.

Vade bakımından sınıflandırma yapılırken, yabancı sermaye kalemlerini, kısa vadeli kaynaklar ve uzun vadeli kaynaklar olarak ikiye ayırarak incelemek gerekmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynaklar içinde, kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımları; uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak ise, uzun vadeli yatırımlar ve direkt yatırımlar olarak değerlendirilebilir. Hem vade yapılarının kısa olması hem de her an nakde dönüştürülebilir olmaları, kısa vadeli kaynakların her an ülkeyi terk edebileceği anlamına gelmektedir.¹¹

Kısa vadeli fonlar, ülkeye döviz olarak girmekte ve kısa vadeli yatırımlarda (genellikle 30-60-90 günlük sürelerde) değerlendirilmektedir. Spekülatif akımlar niteliğinde olan bu fonlar, döviz tevdiat hesapları, hazine bonosu, bankaların repo işlemleri, ikinci el tahvil piyasası, hisse senetleri piyasasında değerlendirilerek, geldiği ülkeye yine döviz olarak gitme eğilimindedir.

Vadeli Mevduat, belirli bir süre karşılığında bankada açılan, sahibine belirli bir faiz geliri sağlayan ve vadesinden önce çekilemeyen hesap türüdür. *Döviz Tevdiat Hesabı*, yurtdışı ve yurt dışında ikamet eden, gerçek ve tüzel kişiler adına, çeşitli dövizler karşılığında, yetkili bankalarca açılan hesaptır. *Hazine Bonosu*, vadesi bir yıldan kısa olan bir iç borçlanma senedir. *Repo*, bankaların kısa vadeli ve teminatlı (menkul kıymet cinsinden) bir borç sözleşmesidir. Başka bir ifadeyle, yasal karşılık ayrılmadan, faiz tavanına bağlı olmadan ve likidite gibi avantajlarından dolayı bankalarca tercih edilen, bir menkul kıymetin ileride tekrar geri satın alınmak üzere satışını ifade eden bir geri satın alma sözleşmesidir.¹²

1990'dan sonra yatırımcılar, bilgilenmedeki teknolojik ilerlemeden dolayı neredeyse birlikte hareket etmekte ve büyük kazançlar peşinde koşmaktadırlar. Bu

¹⁰ Sadi Uzunoğlu, **Bankacılık**, Ankara, Kültür Bakanlığı Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, 1996, s.87-89.

¹¹ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 2002, s.123.

¹² Nur Keyder, **Para: Teori, Politika, Uygulama**, Ankara, Bizim Basımevi Yayınları, 2000, s.17-30.

yatırımcılar hırslarından dolayı, kazançlarını yitirmek bir kenara, azalan verimle ilgili en ufak imalarda bile paniğe kapılmaktadırlar. İlk hareketleri bile tehdit olarak algılayıp, hızla dövize çevirerek ülkelerine döndürdükleri kazançları, ekonomilerin değer yitirmesine ve zarar görmesine neden olmaktadır. Bu yönüyle söz konusu yatırımlar, spekülasyon akımları olarak isimlendirilmektedir.¹³

Yükselen piyasalar olarak isimlendirilen, dışa açılmış ve gelişmekte olan ülkelere yönelik 1990-1997 yılları arasındaki net sermaye akımları Tablo'1'de gösterilmektedir.

Tablo 1: Yükselen Piyasalara Net Sermaye Akımları 1990-1997 (milyar \$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Toplam Net Özel Sermaye Akımı Girişleri	31.0	126.9	120.9	164.7	160.5	192.0	240.8	173.7
-Net Direkt Yatırımlar	17.6	31.3	37.2	60.6	84.3	96.0	114.9	138.2
-Net Portföy Yatırımları	17.1	37.3	59.9	103.5	87.8	23.5	49.7	42.9
-Diğer	-3.7	58.4	23.8	0.7	-11.7	72.5	76.2	-7.3
Resmi Krediler haricindeki Borçlanma	22.2	25.7	17.6	18.7	-2.5	34.9	-9.7	29.0
Toplam Net sermaye akımları girişi	53.2	152.7	138.5	183.4	158.0	226.9	231.1	202.7

Kaynak: International Monetary Fund, International Financial Statistics and World Economic Outlook database.

Alıntı: IMF, “The Asian Crisis: Capital Markets Dynamics and Spillover”, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>, 20Haziran 2004.

Tablo-1'deki veriler incelendiğinde, net sermaye akımlarının yarısına yakın bir kısmının net portföy yatırımlarından oluştuğu göze çarpmaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinin, yüksek faiz oranları sayesinde bu fonları ülkelere çektikleri görülmektedir.

Sermaye akımları 1990'da hızlı bir yükseliş göstermişken Doğu Asya krizi ve Rusya krizinin etkileriyle, yükselen piyasa ekonomilerinden bir çıkış başladı. Sermaye akımlarındaki bu dalgalanma esnasında, 1993-1997 yılları arasında belli

¹³ Osvaldo De Rivero, **Kalkınma Efsanesi: XXI. Yüzyılın Bağımsız Yaşayamayan Ekonomileri**, Çev. Ömer Karakurt, İstanbul, Çitlembik Yayınları, 2003, s.70.

başlı gelişmekte olan ülkelerde, gayrisafi yurtiçi hasıllarının %2'lerine varan düzeyde, cari açıklar gerçekleşmişti. Söz konusu dönemde, 1980'den sonraki on yılla karşılaştırılmayacak kadar yüksek sermaye hareketliliği gözlenmektedir. Bununla ilgili olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının, 1980 öncesi ve 1990 sonrası dağılımı, Tablo-2'de gösterilmektedir.¹⁴

Tablo 2: GOÜ'lere Yönelik Sermaye Akımlarının Karşılaştırılması (1980 öncesi Akımlarla 1990 Sonrası Akımların Karşılaştırılması)

	1973-1981	1990-1997
Bonolar	31.0	126.9
Banka borçları	17.6	31.3
Direkt yabancı yatırımlar	17.1	37.3
Portföy Yatırımları	-3.7	58.4

Kaynak: World Bank, "Private Capital Flows in Historical Perspective", (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/prospects/gdf2000/CH6--118-139.pdf>, 25 Haziran 2004.

Tablo-2 incelendiğinde, 1990 sonrası dönemdeki bonolardaki ve portföy yatırımlarındaki artış göze çarpmaktadır. Bu dönemdeki artışa ortam hazırlayan en büyük neden sermayenin küreselleşmesinin katettiği mesafedir. Sermayenin önündeki engellerin kaldırılması ya da en aza indirilmesiyle, özellikle kısa vadeli akımlar hızlanmıştır. Kısa vadeli sermaye akımlarına büyük hacimler kazandıran, sermayenin küreselleşmesinin dönemler halinde incelenmesi, konuyu daha net göz önüne sermektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin alt yapısını, Avrupa ülkelerinden İngiltere, Almanya ve küçük miktarda da olsa Fransa mali piyasalarından yapılan, ilk büyük borçlanma niteliğindeki 1914'deki borçlanma hareketi oluşturmaktadır. 1920'lerde ABD'den kaynaklanan ve yönü Avrupa'ya olan doğrudan yatırımları da kapsayan

¹⁴ World Bank, "Private Capital Flows in Historical Perspective", (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/prospects/gdf2000/CH6--118-139.pdf>, 25 Haziran 2004.

sermaye akımı 1929 ekonomik bunalımıyla birlikte, yerini bir süre “sıcak para” olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketlerine bırakmıştır.¹⁵

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişimi, finans piyasalarının küreselleşmesiyle yakından ilişkilidir. Kısa vadeli sermaye akımları olarak sayılan araçlar, sermayenin liberalleşmesiyle birlikte çeşitlenmiştir. Söz konusu akımlar, sermayenin liberalleşmeye başladığı yıllarla birlikte, finansal derinleşmenin yaşanması şeklinde kendini göstermektedir. Kısa vadeli akımların yapısını ve etkilerini incelemek için, sermayenin küreselleşmesinin ne derece bu fonların önünü açtığına göz atmak gerekmektedir.

1.1.1.2. Sermayenin Küreselleşmesi ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi

Sermaye hareketleri ve küreselleşme birbirleriyle karşılıklı etkileşim içindedir. Başka bir ifade ile küreselleşme sermaye hareketliliğine sebep olmakta ve sermaye hareketliliği de küreselleşmeyi sağlamaktadır. Sermaye hareketlerinin küreselleşmesinin olumlu ve olumsuz etkileri bulunmaktadır.

1.1.1.2.1. Sermayenin Küreselleşmesinin Tanımı

Küreselleşme kavramı çok farklı anlamlar ifade edebilmekte olan bir kavramdır. Küreselleşme; emeğin, sermayenin ve piyasa değerlerinin geleneksel olarak ait olmadıkları alanlara yayılmaları da dahil olmak üzere, bilginin ve kültürün yayılmasını, iletişim araçlarının yaygınlaşmasını, bilgiye dayalı bir dünya ticaretinin oluşmasını açıklayan bir kavramdır. Küreselleşmenin en önemli özelliği sermayenin serbest dolaşımını sağlamasıdır. Oysa bu kavram üretim faktörlerinden olan emeğin de serbest dolaşımını kapsamamasına rağmen, işgücünün ülkelerarası hareketi katı engellemelerle karşı karşıya kalmaktadır. Ülkelerin, üretim faktörlerinden olan sermayeyi kendilerine çekmek için rekabet içinde olmaları, sermayeyi denetleme

¹⁵ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürleşel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, Haziran 1995, s.36.

yetilerinin kısıtlanmasına sebep olmaktadır. Küreselleşme etkisiyle ekonomik yapılanmalar da değişikliğe uğramıştır. Sermayenin, küreselleşme sebebiyle başka yerlere kayabilmesi, devletlerin ulusal ekonomiler üzerindeki kontrolünü zayıflatabilmektedir.¹⁶ Bilginin sınır tanımaması, para, kredi ve yatırımların gerçek bir dünya ekonomisi oluşturmasına sebep olmuş ve para da dünya ekonomisinde tek bir ülkeye rekabet avantajı sağlayan bir üretim faktörü olmaktan çıkmıştır. Sermayenin küreselleşmesiyle birlikte oluşan ulusal devletlerin sermaye üzerindeki denetleme kısıtları, onların para ve maliye politikalarının giderek daha büyük oranda, uluslararası piyasalardaki olaylarda etkin rol almak yerine ancak onlara tepki vermek şeklinde gerçekleşmektedir.¹⁷

Finansal serbestleşmeyi iç ve dış serbesti olarak iki boyutta ele alınmaktadır. Bir ekonomide, ulusal para cinsinden borç-alacak ilişkilerinin ve tasarruf kararlarının kurumsal yapısında miktar ve fiyat kısıtlamalarının kaldırılması ya da yumuşatılması işlemi “*iç finansal serbesti*” olarak tanımlanmaktadır. Ülkedeki yerleşiklerin kendi aralarındaki ya da yerleşik olmayanlarla aralarındaki döviz cinsinden borç-alacak ilişkilerine ve varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda, fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması ya da yumuşatılması ise “*dış finansal serbesti*” olarak tanımlanmaktadır.¹⁸ Dış finansal serbestleştirilmenin bir sonucu olarak ülkedeki yerleşikler ve finans kurumları yurt dışından yaptıkları borçlanmalar sayesinde cazip kazanç olanakları sağlamak istemektedirler. Gelişmiş ülkelerdeki finans kurumları da gelişmekte olan ülkelere verdikleri söz konusu ödünçler karşılığında daha yüksek getiriler elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Burada gerçekleşen ülkeler arasındaki sermaye hareketliliğini belirleyen başlıca unsur, ülkeler arasındaki faiz oranları farklılığıdır ve sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği gelişmekte olan ülkeler, genellikle yurt içi faiz oranlarını yüksek tutarak, ülkeye dış kaynak akışını ve ülkeden sermaye kaçışını engellemek yolunu tercih etmektedirler. Dış finansal serbestleştirme sayesinde sermaye hareketlerinin yönü belirlenmektedir ve ülkedeki finansal derinliğin oluşması da yine bu serbestleşmenin bir sonucudur. Finansal

¹⁶ George Soros, **a.g.e.**, s.1-2.

¹⁷ Peter F. Durucker, **Yeni Gerçekler: Devlet ve Politika Alanında, Ekonomi Bilimi ve İş Dünyasında, Toplumda ve Dünya Görüşünde**, Çev. Birtane Karanakçı, 6. bs., Ankara, T. İş Bankası Kültür Yayınları, 1998, s. 117-118.

¹⁸ DPT, **8. Beş Yıllık Kalkınma Planı: Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, DPT Yayınları, 2001, s.49.

küreselleşme ya da bahsedilen sonuçlarından dolayı aynı anlama gelen sermayenin küreselleşmesi, Euro-para piyasalarının gelişmesi ile yakından ilişkilidir ve finansal derinliğin de ülkede oluşmasına sebep olmaktadır. Sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkilerinin anlaşılması için, sermayenin küreselleşmesi, Euro-para piyasalarının gelişmesi ve finansal derinliğin oluşması ilişkileri incelenmelidir.

1.1.1.2.2. Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi

Globalleşmeyi, dünyadaki ekonomik unsurların ulusal boyuttan çıkarak tam bir serbesti içinde, uluslararası boyutta belirlenmesi olarak tanımlamak mümkündür. Dünyadaki uluslararası ticarete ve sermaye hareketlerinde değişim aracı olarak kullanılan uluslararası paranın sağlanmasında hükümet ve bankaların etkisi; politik ortama, zamana ve finansal sistemde kullanılan teknolojiye göre değişmektedir. Finansal piyasalardaki küreselleşme, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki önemli gelişmelerden birisi olmuştur. Uluslararası para sistemi, ülkeler arasındaki ticaret ve sermaye hareketlerini düzenleyen bir unsur olarak bu dönemde ortaya çıkmış, uluslararası para düzeni ise bu unsurun yasal çerçevesini, düzenlemeleri ve uygulama biçimini tarif eden bir yapı olmuştur. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan Bretton Woods Anlaşmasıyla serbestliğe dayalı uluslararası finansal yapı kurma yoluna gidilmiştir.¹⁹

Finansal piyasaların gelişimini, finansal merkezler açısından üç tarihsel aşamada incelemek mümkündür, bu aşamalar:²⁰

- 1870-1914 Dönemi: İngiltere'nin en önemli sermaye ihracatçısı olduğu yıllar olan bu dönemde Londra uluslararası finans merkezi durumundadır. Dünya finansal sistemi Londra'dan yönetilmektedir.
- 1920-1939 Dönemi: Birinci Dünya Savaşı'nın Avrupa devletlerinin deniz aşırı yatırımları finanse etmek zorunda bıraktığı yıllar olan bu dönemde, ABD ekonomik bir güç olarak ortaya çıkmıştır. 1929 yılına kadar ABD, finansal

¹⁹ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994, s.9-10.

²⁰ Rana Eşkinat, **Küreselleşme ve Türkiye Ekonomisine Etkisi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1998, s.128.

sisteme fon sağlayan bir ülke durumundadır. 1929'daki ekonomik bunalım likit fon akımının durmasına sebep olmuştur. İkinci Dünya Savaşına kadar piyasaların likiditesi bozulmuştur.

- 1947-1985 Dönemi: New York'un uluslararası finans merkezi olduğu dönemdir. Bu dönemde ABD'nin finansal yönetimi, Bretton Woods Anlaşmasıyla kurulan Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) aracılığı ile yürütölmektedir. Uluslararası devlet yardımı, özel sermaye ile birlikte ana finansman kaynağıdır.

Uluslararası sermaye akımının son 10 yıl içindeki gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru hareketi, merkez sermayesinin çevre ülkelere yönelmesi şeklinde gelişmektedir. Sanayi lkeleri ya da kapitalist sistemin en canlı olduğu ülkelerin yer aldığı Merkez'de düşen kar hadleri, sermayeyi dünyada kar hadlerinin daha yüksek olduğu alanları aramaya itmektedir. Merkez'deki bu durgunluk ekonomi kuramındaki "Azalan Verimler Kanunu" olarak bilinen iktisadi gelişmeden kaynaklanmakta, sermaye miktarı arttıkça sermayenin getirisi azalmaktadır. Bu gelişmelerden dolayı, 1970'li yıllardaki "petrol krizi" ve hemen sonrasında 1980'li yıllardaki "borç krizi", gelişmiş ülkelerin krizlerden sarsılan sermayelerini kendi ülkelerindeki finansal piyasalarını ve sermaye hareketlerini serbestleştirme yoluna itmiştir. Bu gelişmeyi de gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerine serbesti getirecek adımların atılması izlemiştir. Böylece uluslararası sermaye, gelişmiş ülkelerdeki kar hadlerini aşabilmek, daha yüksek getiriler elde edebilmek ve riskleri dağıtabilmek için gerekli alt yapıyı küreselleşme sayesinde gerçekleştirebilmektedir.²¹

Finansal küreselleşmenin gelişimini, finansal merkezlerin oluşumundan farklı olarak, gelişmeleri şekillendiren olaylar itibariyle dönemlere ayırmak yoluyla incelemek daha doğru olacaktır. Bu açıdan yapılan bir ayırım, sermayenin küreselleşmesinin gelişimini üç döneme ayırmayı gerektirmektedir. Bu dönemleri, 1970 yılı öncesi dönem, 1970-1990 yılları arası dönem ve 1990 yılı sonrası dönem olarak belirlenmek doğru olacaktır. Söz konusu dönemlerdeki küreselleşmesinin

²¹ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.36

boyutu, kısa vadeli sermaye hareketlerinin de ne denli serbest olabildiğini göstermesi açısından önemlidir.

1.1.1.2.2.1. 1970 Öncesi Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi

Bu döneme, dünya konjonktürünün 1970 öncesindeki belirleyicileri olan iki dünya savaşı ve 1929 büyük bunalımının etkilerini gidermeye yönelik belirlenen önlemler ve geliştirilen sistemler damgasını vurmuştur.

1929 ekonomik buhranı, uluslararası sermaye akımlarının kesilmesine ve 1930'lu yıllarda devalüasyon ve siyasi belirsizliklerden dolayı sermaye akımı “sıcak para” olarak isimlendirilen kısa vadeli fon akımına dönüşmüştür. İkinci Dünya Savaşı sonrasında Dünya Bankası, savaşı kaybeden ülkelere ve gelişmekte olan ülkelere fon akımı sağlayarak, 1929 ekonomik buhranı ile ortadan kalkan özel uluslararası sermaye piyasalarını yeniden yaratmayı planlamıştır. Bu girişimler, öncelikle doğrudan yatırımları canlandırmış ve uluslararası pazarlar oluşmaya başlamıştır. Fakat bu dönemdeki fon akımı daha çok değişken faizli banka kredileri şeklinde gerçekleşmiş ve oluşum yeri de büyük ölçüde “Euro-para piyasaları”dır.²²

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra küresel finansal sistem kurulmuş ve ortak mali yönetim benimsenmiştir. Uluslararası düzeyde çok taraflı dünya ticaretinin tekrar canlandırılması çabaları sonucunda 1944'de, Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) ve Dünya Bankası'nın temeli atılmıştır. IMF, dünya paraları arasındaki dönüşüm ve ülkeler arasındaki kısa dönemli ödemeler dengesi sorunlarını çözmek; Dünya Bankası ise, hem savaştan zarar gören ekonomilerin yeniden inşası, hem de yoksul ülkelerin gelişmesi için uzun dönemli krediler vermek üzere kurulmuşlardı.²³ IMF, İkinci Dünya Savaşı sonrası global finansal sistemin kurucusudur. IMF'in misyonu, 1944'de Bretton Woods anlaşması ile kurulan sabit döviz kuru sisteminin yönetimidir. IMF'in asıl misyonu olan sabit döviz kuru sistemi ise 1973'de sona ermiştir.²⁴

²² Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.36.

²³ Tevfik Güran, **İktisat Tarihi**, İstanbul, Acar Yayıncılık, 1993, s.170.

²⁴ Robert Krol, “The Case for Open Global Capital Markets”, (Çevrimiçi) <http://www.freetrade.org/pubs/briefs/tbp-011.pdf>, 7 Ağustos 2004.

Savaştan sonra 1944 yılındaki Bretton Woods anlaşması anahtar bir anlaşma olmuştur. IMF'nin amacı, geçici açıklar karşısında önemli zararları olan yapısal tedbirlere başvurulmasını engellemek ve ülkeler arasındaki döviz kurlarının istikrarını korumaktır. 1970'e kadar IMF, Amerikanın ödemeler bilançosu fazlalarını, açık veren ülkelere aktarmıştır. Kronik açıkların söz konusu olduğu ülkelere de döviz kurlarını ayarlamalarını istemiştir. Buradaki yaptırım gücü, Bretton Woods anlaşmasıyla dolar'ın belli bir miktar altına bağlanmasından kaynaklanmaktadır ve bu da sistem için önemli istikrar tedbiri anlamına gelmektedir. Savaş öncesinde ve sonrasındaki gelişmeler, uluslararası finansal sistemin oluşturulması anlamında adımlar olarak değerlendirilse de finansal sistem bu dönemde küresel değildir. Çünkü tek bir devlet tarafından yönetilen merkezi bir yönetim söz konusudur. Londra yönetimli finansal sistem savaşın ve 1930'ların etkisiyle sona ererken, New York yönetimli finansal sistem 1970'lerin ekonomik konjonktürü sonucu çökmüştür. Bölgesel ticari blokların yükselişi, başta Japonya olmak üzere yeni sanayileşen ülkelerin ortaya çıkışı ve OPEC'ten kaynaklanan petrol şoku sebebiyle ortaya çıkan kriz sonucu 1970'lerde ABD yönetimli finans sistemi çökmüştür. ABD'nin kredi açan ülke sıfatını kaybederek, borçlu ülke durumuna düşmesi, para basmasını hızlandırmış, dünyada dolar bolluğu yaşanmıştır. Dolar enflasyonu sonucu, dolar'ın altına konvertibilitesinin sona ermesi, Bretton Woods sisteminin de çökmesi sonucunu doğurmuştur. İşte New York yönetimli finansal sistemin çöküşü, bilgisayar aracılığı ile gerçekleştirilebilen hızlı iletişim olanaklarının geliştirip kullanıma başlanmasıyla aynı zamana rastlayınca artık dünyada yeni bir finansal sistem yönetim merkezine gerek kalmamıştır. Teknolojideki bu gelişmelerin mekan farkını ortadan kaldırması sonucunda artık her dakika arbitraj işlemlerinin yürütülmesi mümkün hale gelmiştir. Bu post modern etkinin küreselleşme için önemli olan tarafı, finansal sistemin giderek kontrolden çıkmakta oluşudur.²⁵

²⁵ Rana Eşkinat, **a.g.e.**, s.130-131.

1.1.1.2.2.1.1. Europara Piyasalarının Gelişimi

Eurodolar; ABD ülke sınırları dışındaki yerleşik bankalarda, bu ülke parası ile açılan mevduat hesaplarıdır. Bu tip mevduat kabul eden bankalara Eurobank, yapılan işleme Eurodolar işlemi, bu piyasaya Eurodolar piyasası adı verilmektedir. Eurobank ismi aslında; eski Sovyetler Birliği'nin elindeki dolar'ları yatırdığı bir Fransız bankasının (Banque Commerciale pour L'Europe du Nord) posta adresidir. Söz konusu bankada biriken dolar'lara o dönemde "Eurodolar" ismi verilmiştir. Daha sonra bu kavram, ABD dışında faaliyet gösteren ve dolar cinsinden mevduatlar için kullanılmaya başlanmıştır. Fakat bu piyasada dolar dışında Avrupa paraları da kullanılmakta olduğu için (-ki her durumda ülke parası dışındaki mevduatları ifade etmektedir), daha geniş bir şekilde ve Avrupa paralarını da kapsayacak bir tanımla bu piyasalara Europara piyasası denilmektedir. Bu piyasa, Avrupa dışına taşınmasına rağmen, ülke parası dışında açılan mevduat hesapları aynı isimle tanımlanmaktadır.²⁶

Europara piyasasının en önemli özelliği, bu piyasada faaliyet gösteren bankaların, sadece iç piyasaya yönelik faaliyet gösteren diğer bankalardan farklı olarak, bir takım düzenlemelere uyma zorunluluklarının olmamasıdır. Bu bankalar, bir takım sınırlandırmalardan muaf tutuldukları için (zorunlu karşılık bulundurmamak v.b.) masraflarını büyük ölçüde düşürebilme olanaklarına sahiptirler. Böylelikle, ödünç alanlara ve ödünç verenlere, diğer bankaların önerdiklerinden çok daha iyi koşullar önerilebilmektedir. Europara piyasasındaki bankaların faaliyetleri genellikle özel bilgiler olarak tutulmakta ve açıklanmamaktadır. Bu yüzden elde edilen rakamlar, toplam banka kredilerinin rakamları olabilmektedir.²⁷

Europara piyasalarının oluşmasında, ABD'nin kendi ödemeler bilançosu açıklarını önlemek amacıyla aldığı bir dizi kararın etkisi olmuştur. Bu önlemler kısa bir süre etkili olsa da, sermaye akımlarının yönü Avrupa pazarlarına döndüğü için söz konusu önlemler hem etkinsizleşmiş, hem de dünya ekonomisi yeni bir piyasa ile tanışmıştır.

²⁶ Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul, Beta Yayınları, 1998, s.521.

²⁷ Neşecan Balkan, **a.g.e.**, s.64-65.

ABD hükümeti, yoğun sermaye çıkışlarının ödemeler bilançosu açıklarını büyütmesi üzerine 1963-1965 yılları arasında, bir dizi yapısal önlemler almıştır. Bu önlemler, sermaye hareketlerinin yapısını değiştirmemiş, sonuçları itibariyle ileride, Europara piyasalarının oluşması, uluslararası finans piyasalarının küreselleşmesi ve ulusal para politikalarının etkisiz hale gelmesine sebep olacak gelişmeleri beraberinde getirmiştir. Bu önlemler ve içerikleri kısaca şu şekilde özetlenebilir:²⁸

- **Faiz Eşitleme Vergisi:** 1963'de yürürlüğe konan, New York borsasına arz edilen yeni gayrimenkullerin getirisini artırılarak, vergilerin olumsuz etkilerinin azaltılmasını amaçlayan, diğer yandan ABD vatandaşlarının yabancı gayrimenkullere yapacakları yatırımları cezalandıran bir düzenlemedir.
- **Yabancı Kredi Kısıtlama Programı:** 1965'de yürürlüğe konan, yabancıların ve ABD çökuluslu şirketlerinin, ABD içinde orta vadeli kredi alıp yurtdışında yatırım yapmasını sınırlandırmaya yönelik bir düzenlemedir. Böylece bu şirketler, dışarıdaki yatırımlar için dış kaynaklara başvurma yoluna itilmişlerdir.
- **Q Düzenlemesi (Regulation Q):** 1930'da yürürlüğe konan, bankaların kredi maliyetlerini düşürmek amacıyla, bankaların mevduatlara ödeyecekleri faizin tavanını %10 ile sınırlandıran düzenlemedir.

Bu yasadan dolayı, Avrupa bankalarının daha yüksek faz oranı önermesiyle, Avrupa bankalarında ABD doları cinsinden hesap açılabilen bir piyasa olan Europara piyasası oluşmuştur.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler Euro-para piyasalarından fon sağlamayı sürdürdükçe, sistemi besler hale gelmişler ve iyice büyümesine sebep olmuşlardır. Özellikle ticari bankalar Euro-para piyasası merkezlerinden yüksek düzeyde borçlanmaktadırlar. Bunun en önemli nedeni vadeli ya da vadesiz, dolaylı ya da dolaysız arbitraj işlemlerini finanse etmektir. Çünkü bu bankaların arbitraj işlemlerinden sağladıkları karlar, normal ticari bankacılık işlemlerinin hayli üzerindedir. Firmalar ve bankalar, bu piyasalardan kredi alarak, ticari amaçlı ya da

²⁸ A.e., s.60.

spekülatif amaçlı olmak üzere arbitraj olanaklarından faydalanmaktadırlar. Euro-para piyasasının gelişimi tüm ülkelerin para piyasalarını ve ulusal para politikalarını önemli ölçüde etkilemiştir. Bu etkiler iki türlü özetlenebilir:²⁹

- Euro-para piyasasının gelişmesi, spekülatif sermaye hareketlerinin ülkeler arasında artışına sebep olmuş ve bundan dolayı ulusal para birimlerinin değerinde önemli değişiklikler meydana gelmiştir.
- Ülkeler arasındaki farklı faiz oranları ve döviz kurundaki farklılıklar nedeniyle arbitraj işlemleri, europara'lar ile ulusal paraların birbirine dönüştürülmesi şeklinde yaygınlık kazanmıştır.

Euro-dolar fonlarının seyrine bakıldığında, artan petrol fiyatlarının etkisiyle gelirleri yükselen petrol ihracatçı ülkelerin etkisiyle (petrodolar ismi de verilen bu fonlar Euro-dolar kapsamındadır), 1958'de 1 milyar dolar iken, 1966'da 14.5 milyar dolar'a ve 1973'de 132 milyar dolar'a yükseldiği, ABD'nin de denetleyemediği istikrarsızlık unsuru bir varlığa dönüştüğü gözlenmektedir. Euro-para fonlarıyla yapılan toplam yatırımların toplamı 1977 Haziran ayı itibariyle 200 milyar dolar, 1977 sonunda ise 350 milyar dolar'a ulaşmıştır. Avrupa pazarları kullanılmayan sermaye mevduatlarının merkezi haline gelmiştir. Rakamların bu kadar artmasındaki etken olarak, ABD'nin 1963-1965 döneminde aldığı önlemler olarak gösterilmektedir. ABD'nin aldığı önlemlerden olan "Faiz Eşitleme Vergisi", ABD açısından 1998'den itibaren olumlu etkiler yaratarak, o dönemdeki ödemeler bilançosu açıklarından bir ölçüde kurtulmasına sebep olduysa da, hemen ardından dünya ekonomik konjonktüründeki değişimler sonucunda yine ödemeler bilançosu açıkları rekor seviyeye ulaşarak 1970 yılında 107 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu rakama sebep olan söz konusu ekonomik konjonktür, 1970 yılında Avrupa ülkeleri ve Japonya'nın ülkelerindeki enflasyonu önlemek için faiz oranlarını yükseltmesiyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin Euro-para piyasaları aracılığı ile tekrar bu ülkelere yönelmesidir.³⁰

²⁹ Sudi Apak, **Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1995, s.49-50.

³⁰ Mehmet Şişman, **Mali Sermayenin Küreselleşmesi: Tarihselliği ve Problemleri Üzerine Değerlendirmeler**, İstanbul, Set Yayınları, 2003, s.62-64.

Euro-para piyasasının oluşumu, bir başka piyasanın oluşumuna da öncülük etmiştir. Kamunun ya da şirketlerin, borçlanma amacıyla yararlandığı araç olan tahviller de, ülke dışında ve borçlanan ülkenin parası cinsinden olmadan yapılabilir hale gelmiştir. Böylelikle bir “Eurotahvil” ya da “Eurobond” olarak isimlendirilen bir piyasa oluşmuştur.

Eurotahvil (Eurobond) Piyasası:

Euro-para piyasaları dışında mali kaynak kullanmanın bir yolu da Eurotahvil piyasalarıdır. Eurotahvil (Eurobond), üzerinde yazılı milli paranın ait olduğu ülke dışında satışa sunulmak üzere ihraç edilen menkul değerlerdir. Örneğin bir İngiliz şirketinin Sterlin üzerinden çıkardığı tahvilleri New York, Tokyo ve diğer borsalarda satması durumunda Eurotahvil ihraç edilmiş olur. Tahvil ihracıyla fon sağlamak, kısa vadeli bir mali işlem olmadığından, Eurotahvil piyasaları orta ve Uzun vadeli yatırım fonu kaynağıdır. Bu açıdan Euro-para piyasasından ayrılırlar. Eurotahviller genelde bankalar konsorsiyumu (sendikasyon) kanalıyla çıkarılır.³¹

Başlangıçta, Euro-para piyasasındaki ödünç verme işlemi tipik olarak bankadan müşteriye ödünç verme şeklinde gerçekleşmekteydi. Bankalar, kişilere ya da şirketlere kısa dönemli kredi vererek ellerindeki likit varlıkların belli bir düzeyde kalmasını sağlıyor ve kredilerin geri ödenmemesi riskini de düşük tutmuş oluyorlardı. Daha sonraki yıllarda ise, kredi sendikasyonu sistemi uygulamaya konmuştur. Bu sistemde, birkaç banka önderliğinde bir dizi küçük banka, bir araya gelerek gerekli fonu oluşturmaktadır. Sendikasyon kredilerinin genel özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür :³²

- Toplam riskin, sendikasyona katılan bankalar arasında paylaşıldığı bir sistemdir. Kredi sendikasyonunda birkaç banka bulunabileceği gibi, çok daha fazla banka da olabilmektedir. 1982’de Fransız hükümetine verilen 4 milyar dolarlık kredi için, 160 banka bir araya gelmiştir.
- Sendikasyon kredileri değişken oranlı krediler oldukları için, bankalar diğer kredilere nazaran bu kredilerde, karlarını garanti altına almış olmaktadır.

³¹ Rıdvan Karluk, **a.g.e.**, s.526.

³² Neşecan Balkan, **a.g.e.**, s.66.68.

Bankalar, her altı ayda bir kredi maliyetlerine ekledikleri belirli bir marj üzerinden hesaplanan yeni bir faiz oranı tespit etmektedirler. Kredi maliyetini ise, LIBOR (London Interbank Offered Rate) olarak isimlendirilen, Londra'daki bankalar arası piyasada oluşan faiz oranları belirlemektedir.

- Kredi sendikasyonunun iki sakıncası vardır. Birincisi, sistem içindeki banka sayısının çok olmasından dolayı müşteriler ile doğrudan ilişkiler zayıflamakta ve hacmi yüksek kredilerde, bankaların bahsedilen zayıf ilişkilerden dolayı müşterilerine uyarı/baskı yapamaması gibi bir sakınca oluşmaktadır. Kredi sendikasyonunun diğer bir sakıncası ise; sendikasyona dahil bir bankanın bir başka sendikasyona da dahil olarak kredi taahhütlerini yükseltebilmesidir. Sendikasyon kredilerinin bu sakıncaları, 1982'deki borç krizinin patlak vermesine sebep olan etkenlerdir.

1.1.1.2.2.2. 1970-1990 Arasında Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi

1970 sonrası ifade eden bu döneme ise, 1970'lerden hemen önceki yıllarda Avrupa piyasalarındaki gelişim sonucu aşırı borçlanan ülkelerin, borçlarını ödeyemez duruma geldiği "Borç Krizi" ve petrol fiyatlarındaki aşırı yükselişlerin başladığı "petrol şoku" nun etkileriyle, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra oluşturulmuş olan "Bretton Woods" para sisteminin çöküşünün etkileri damgasını vurmaktadır.

1970'den önceki dönemde enerji fiyatlarının ucuz olması olgusundan dolayı, gelişmekte olan ülkeler, pahalı olan emeğin yerine, enerjiyi ikame etmek yoluna gitmişler ve söz konusu ekonomiler enerjiye bağımlı hale gelmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin enerji yoğun üretim yapıları sebebiyle, petrol ithal eden ülke durumunda olmaları, çıkabilecek bir arz şokundan olumsuz etkilenmeleri anlamına gelmektedir. Beklenen arz şoku da 1970'lerdeki petrol kriziyle kendini göstermiştir.³³ 1970'ler patlak veren petrol krizi sonrasında, petrol gelirleri artan petrol ihracatçısı ülkeler bu fonları batılı bankalarda değerlendirmek yoluna gittiler.

³³ İsmail Küçükaksoy, **Türkiye'nin Enerji Politikası ve Hazar Enerji Havzası**, Kütahya, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2002, s.55.

Bankalar ise petrol ithali giderlerinden dolayı zor durumda olan gelişmekte olan ülkelere bu fonları kredi olarak verdiler. Bu aslında, gelişmekte olan ülkelerin dışarıya kapalı olan ekonomilerinin de dışa açılmasını sağlayıcı bir zorlama olarak düşünülebilir. Yüksek miktarda kredi kullandıran önemli bir banka olan Citicorp'un başkanı "devletler hiçbir zaman iflas etmez, her zaman borçlarını geri öderler" parolasıyla, petrolden kazanılan dolar'ların yeniden değerlendirilmesi fikrini ortaya atmıştır. Sonuçta oluşan borç krizi, borçlu devletlerin onlarca yıllık toplumsal gelişimini yok ederek, onları borçlu fakat uzun yıllar borçlarını ödemeye mahkum devletler haline getirmiştir. Katı düzenlemeler ve toplumsal perişanlık altındaki borçlu ülkeler yılda 50 milyar dolar ödemek durumunda kalmışlardır. Dünya Bankası bu dönemde, borçlu ülkelerin kredi alabilirliğini sağlamak ve uluslararası alanda dışlanmalarını önlemek için tek yol olarak sunulan yapısal düzenleme programlarını hayata geçirmiştir. Bu düzenlemeler bir çeşit liberalleşme, serbestleşme ve özelleştirme kavramlarını barındırıyordu. Borçlu ülkeleri, etkili kapitalist ekonomiler haline getirmek için, bu ülkelerin küresel ekonomik rekabete kısa sürede dahil edilmesi amaçlanıyordu.³⁴

Finansal sistemdeki değişimlere bağlı olarak sermaye hareketleri de değişim göstermektedir. İkinci Dünya savaşından 1970'li yıllara kadar olan sürede uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bölümünü; Dünya Bankası gibi resmi nitelikteki kurumların desteklediği projelerin finansmanı için açılan krediler, ülkeden ülkeye sağlanan krediler ve çok uluslu şirketlerin yatırımlarının gerektirdiği sermaye hareketleri oluşturmaktaydı. Bretton Woods para sisteminin sona ermesi ve petrol krizinin olduğu 1970'li yıllarda uluslararası bankacılık faaliyetleri önemli gelişmeler göstermiştir. Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle bir çok ülke sabit kur rejiminden esnek kur sistemine geçmiş, kambiyo rejimlerini gözden geçirerek sermaye hareketlerini kısıtlayan düzenlemeleri yumuşatmıştır. Petrol fiyatlarındaki dört kata yaklaşan artış sonucu petrol ihraç eden ülkelerin ellerinde biriken atıl fonlar bu ülkeler tarafından sanayileşmiş ülkelerin bankalarına yöneltilmiştir. Bu bankalar da OPEC fonlarını uluslararası piyasalarda yeniden dağıtma işlevini üstlenmişlerdir. Bir çok ülkede bu dönemde, bankacılık faaliyetlerinde deregülasyon (merkezi

³⁴ Osvaldo De Rivero, **a.g.e.**, s.74.

ayarlamaların kaldırılması) yoluna gidilerek mali piyasalarda etkinliği artırmak amaçlanmıştır. Bütün bu etkenler 1970’li yıllarda uluslararası finans piyasalarının hızla derinleşmesine katkıda bulunmuştur.³⁵

Finansal piyasalarda küreselleşme olarak nitelendirilebilecek uluslararası finansal entegrasyon süreci 1980’li yıllarda hız kazanmıştır. Küreselleşmeyi hızlandıran faktörler; önce sanayileşmiş ülkeler ardından da gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret ve sermaye hareketlerini düzenleyen kuralları zaman içinde ortadan kaldırması (deregülasyon), bilgisayar ve iletişim teknolojisinin hızla gelişerek bankacılık sektörünün bu teknolojileri yoğun biçimde kullanması, bankalara rakip diğer mali kuruluşların da uluslararası mali piyasalara katılmaları olarak sıralanabilir.³⁶

1980’lerden sonra gelişmekte olan ülkelerde yapılan finansal reformlara bakıldığında, deregülasyon, serbestleşme, yaratıcılık, özelleştirme ve uluslararasılaşma gibi özelliklerden en az birini taşıdığı göze çarpmaktadır. Bu reformların içeriğini şu şekilde özetlemek mümkündür.³⁷

- Mevduat ve kredi faizlerine getirilen serbesti, kredi tavanlarının kaldırılması sayesinde kredi sisteminin ve tasarrufların serbest piyasa koşullarında oluşması,
- Finansal sektörde yer alan kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi sayesinde yerli ve yabancı kuruluşların da sektöre girişlerine serbesti sağlanması,
- Finansal kurumlara kuruluş izni verilmesi sayesinde, bankaların kendi aralarında ve diğer finansal kurumlar arasındaki rekabetin artırılması,
- Uluslararası sermaye hareketleri ve işlemlerdeki sınırlamaların kaldırılması,
- Mevduat çeşitliliğinin sağlanması, yeni pazarların kurulması, finansal ürünlerin çeşitliliğinin sağlanması,
- Kamunun, finansal piyasalardaki müdahalesinin azaltılarak sadece denetim ve gözetim görevinin artırılması,
- Uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmenin sağlanması.

³⁵ DPT, **Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu: Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, 2000, s.35.

³⁶ **A.e.**, s.34-35.

³⁷ Sadi Uzunoglu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.43.

1973 petrol krizinden sonra, petrol üreticisi olmayan az gelişmiş ülkeler gelişmelerini dış kaynaklar sayesinde gerçekleştirmiştir. Sözü edilen dış kaynaklar ise özellikle petrol ihraç eden ülkelere ait fon fazlalarından oluşmaktadır. Batılı sanayileşmiş ülke bankalarının kullanıma sunduğu dış kaynakların, az gelişmiş ülkeler tarafından geri ödemesinde karşılaşılan borçlanma krizi 1982 yılı başında patlak vermiştir. 1980 öncesi dönemde yabancı sermaye girişleri, banka kredileri, hükümetlerarası krediler ve doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmekteydi. 1982 borç krizi, bankaların kredi değerlemelerinde değişmelerin olmasına ve banka kredilerinin azalarak menkul kıymetlere dayalı finansal piyasa işlemlerinin yaygınlaşmasına sebep olmuştur. Sermaye piyasalarında küreselleşmesinde hızlı gelişmeler yaşanan 1980'li yıllar, enflasyon oranlarının düştüğü, uluslararası bankacılıkta kar marjlarının daraldığı, rekabetin arttığı bir dönem olmuştur. Bu gelişmeler, sermayenin uluslararası dolaşımında her türlü sınırlamaların kaldırıldığı, ulusal modellerin böylelikle değişime uğradığı bir yapıyı ortaya çıkarmıştır. AB, Japonya ve İngiltere gibi güçlü finansal piyasaların öncülüğündeki bu gelişmeye daha sonra diğer OECD ülkeleri katılmışlardır. Dünya ekonomisinde 1989 yılında başlayan ekonomik durgunluk, ekonomi ve ticaret politikalarında değişikliğe gidilmesine sebep olmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki makro ekonomik dengesizlikler, bu ülkelerin korumacılık eğilimlerini artırmış ve bundan da dış ticaretleri olumsuz etkilenmiştir. Büyüme oranlarındaki yavaşlama sonucu sermayenin yeni alanlar araması, finans piyasalarındaki küreselleşmeyi hızlandırıcı uygulamaları beraberinde getirmiştir. 1990'lı yıllarla birlikte finansal piyasalardaki genişleme artarak sürmüştür, küreselleşme hızlanmıştır. Küreselleşmeyle birlikte bir ülkede alınan ekonomik kararların sınır ötesi ülkeleri de etkilemeye başlaması, etkilenen ülkelerin bir araya geldiği çeşitli bölgeselleşme eğilimlerini hızlandırmaktadır.³⁸

Finansal derinliğin oluşması; küreselleşmenin etkisiyle, ülkelerin döviz girdileri ve dolayısıyla banka mevduatları artmasıyla, bu dönemde hız kazanmıştır.

³⁸ Meral Varış Tezcanlı, v.d., a.g.e., s.10-11.

1.1.1.2.2.2.1. Finansal Derinlik

Pozitif reel faizler, finansal varlıkların getirisinin, reel varlıklara göre daha yüksek olmasına sebep olmaktadır. Finansal araçların gelişmesi, finansal varlıkların reel varlıklara göre daha cazip hale gelmesi sonucunu doğurmaktadır. Bundan dolayı, finansal serbestleşmenin finansal varlıkların büyümesi üzerindeki etkisinin pozitif olması beklenmektedir. Finansal derinleşme, parasal büyüklüklerin GSMH ya da GSYİH'ya oranıyla ölçülen bir kavramdır. Bu oran kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girişiyle artabilir.³⁹ Döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payı artacağından, finansal derinleşme yaşanır. Başka bir ifadeyle, ülkedeki Europara mevduatlarındaki artış, geniş tanımlı para arzı olan M2Y'yi artıracaktır. (M2Y=dolaşımdaki para+vadeli mevduat+döviz tevdiat hesabı' olduğu için de M2Y/GSMH oranı artarak finansal derinleşme oluşacaktır.)

1.1.1.2.2.3. 1990 Sonrasında Sermayenin Küreselleşmesinin Gelişimi

1990'lı yılların başında ABD, Japonya ve AB ülkelerinde getirilen yasal düzenlemeler sonucunda küreselleşme hız kazanmıştır. ABD'de tahvil piyasasının yabancılara açılmasını sağlayan "SEC 144 A Yasası", Japonya'da yabancıların finansal piyasalara girmesini sınırlandıran "65 sayılı" yasanın kaldırılması ve AB ülkelerinin finansal piyasalardaki sınırlamaları kaldırması 1990'dan sonra sermaye hareketlerinin hacmini artırmıştır. Teknolojik ilerlemeyle birleşen bu gelişmeler, sermayenin yeni coğrafyaları da hızla etki alanına almasına sebep olmuştur. Bu sürecin, kapitalizmin 1870-1911 yılları arasındaki hızlı yayılma ve gelişme dönemine benzediği görülmektedir.⁴⁰

Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasa liberalizasyonu ve bundan dolayı da uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmeleri 1990'lı yıllarda (bu bütünleşme

³⁹ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.70-71.

⁴⁰ Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.140.

hareketi, gelişmekte olan ülkelerin 1980'lerdeki borç krizinin etkisiyle oluşan kesintiye ancak atlatabilmesiyle olmuştur) başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin finansal liberalizasyonu yanında, bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler sonucunda işlem maliyetlerinin azalması, 1990'lardaki söz konusu süreci hızlandırmıştır. Sonuç olarak, özel sermaye akımlarının bu ülkelere ve diğer yükselen piyasa ekonomilerine hareketi büyük hacimlerde başlamıştır.⁴¹ 1990'lardaki uluslararası finansal işlemlerdeki ve sermaye akışlarındaki patlama dünyadaki en önemli ekonomik gelişmelerden birisidir. 1995-1997 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere doğru net özel sermaye akışlarının hacmi yıllık ortalama 150 milyar dolar seviyesindedir. 1987-1989 döneminde bu miktar 50 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki özel sermaye hareketlerinin, yerli yatırımlara oranına bakıldığında, bu oran 1990'da sadece %3 iken, 1996'da %20'ye çıkmıştır. Bu sonucun ortaya çıkmasını etkileyen faktörlerden birisi iletişim teknolojisindeki gelişmenin bankacılık sektörüne hızla uygulanışı ve diğer de ekonomik liberalleşme ile birlikte ticaretteki küreselleşmedir. Teknolojik ilerlemelerin finans sektörü tarafından kullanılması sonucunda, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi ve oynaklığı (volatilit) artmış ve aynı teknolojiler hükümetlerin uluslararası sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrolünü neredeyse yok etmiştir.⁴²

1990'dan sonra yabancı sermayenin hızla, üretken doğrudan yatırımlardan, spekulatif yatırımlara yöneldiği gözlenmektedir. Para-sermaye kazanımları açısından "Emerging Market" ya da "Yükselen Piyasalar" olarak tanımlanan, Türkiye'nin de içinde bulunduğu gruptaki gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı 1990'dan sonra hızla artma göstermiştir. Dünya bankası verilerine göre, 1990-1996 döneminde bu ülkelere giden yabancı sermaye (-ki doğrudan yatırımlar bunun çok az bir kısmını oluşturmaktadır) 50 milyar dolar'dan 336 milyar dolar'a yükselmiştir. Bazı iktisatçılar, sermayedarların giderek kısa vadeli yatırım araçlarını tercih etmelerinden

⁴¹ Jonk H.Park, "Globalization of Financial Markets and The Asian Crisis: Some Lessons for Third World Developing Countries", *Journal of Third World Studies Americus*, Vol.19, Fall 2002, p.3.

⁴² Hakan Ercan, *Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye*, Ankara, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, 2000, s.32.

dolayı, bu tür akımları ekonomilerdeki belirsizliğin ve mali kırılganlığın sebebi olarak görmektedirler.⁴³

Gelişme yolundaki ülkeler, sermaye hareketlerine getirecekleri serbestiler ile şu faydaları sağlamayı hedeflemektedirler:⁴⁴

- Serbest sermaye akımları sayesinde uluslararası kaynaklardan faydalanarak yurtiçi tasarruf açıkları ve ödemeler dengesi açıklarını kapatmak,
- Uluslararası sermaye akımı ve konvertibilite sayesinde finansal sektöre uluslararası piyasalarda rekabet gücü kazandırmak, böylece yerel finansal pazarların verimliliğini ve etkinliğini artırmak.

1990’larda Asya’daki gelişmekte olan ülkelerin ya da diğer ismiyle yükselen piyasaların, küresel sermayeye kapılarını açarak, kısıtlamaları kaldırmasıyla, kısa vadeli sermaye hareketleri büyük ivme kazanmıştır. 1980’lerde batılı fon yöneticilerinin Asya’nın yükselen piyasalarından olan Marakeş pazarlarını dolaşması, Moskova’daki madenleri ya da Vietnam’daki tarlaları ziyaretleri kötü olmaktan başka, komik bir fikir gibi gözükürken, 1990’larda yükselen piyasalardaki değişim sonucunda olağan hale gelmiştir. Bu süreç, fon yöneticileriyle ya da kısa vadeli sermaye hareketleriyle başlamamıştır. Öncelikle gelişmekte olan ülkelere resmi hükümet kredileri verilmiş, ardından da ticari banka kredileri gelmiştir. 1982’deki borç krizi bu kredilerin bir süre kesintiye uğramasına sebep olsa da, cazip getiri olanakları ve gelişmekte olan ülkelerdeki sermayeyi çekici faktörler (GOÜ’lerin cari açıklarını kapatma yöntemi olarak yüksek faiz oranları, vergi avantajları v.b. yöntemleri kullanması) 1990’larda kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına sebep olmuştur.⁴⁵

⁴³ E.Ahmet Tonak, v.d., **Küreselleşme: Emperyalizm Yerelcilik İşçi Sınıfı**, Ankara, İmge Kitabevi Yayınları, 2000, s.34

⁴⁴ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.46.

⁴⁵ Callum Henderson, **Asya Çöküyor: Asya Krizi ve Sonrası**, Çev. Meral Güneç, İstanbul, Alfa Yayınları, 2000, s.16.

Tablo 3: Gelişmekte Olan Ülkelere Toplam Net Sermaye Akışı (milyar \$)

	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Resmi kalkınma Finansmanı	4.6	13,9	24.6	26.6	44.9	48	43	42.4	44.6
Diğer resmi Finansman	0.8	4.3	10.6	11.2	13	13.9	7.3	11.5	9.9
Ticari banka Kredileri	2.3	14.4	33.9	8.5	0.1	3.9	12.8	-2.2	
Tahviller	0	1.2	2.6	5.6	3.4	12.5	12.9	42.1	
Diğer özel	1.1	3.7	13.4	7.7	11.5	2.1	15.7	5.8	
Doğrudan yatırım	2.3	7.5	5.3	11.3	26.7	36.8	47.1	66.6	77.9
Portföy hisse akışı	0	0	0	0.1	3.8	7.6	14.2	46.9	39.5
Toplam	11	44	90.3	71.1	103.4	124.8	153	213.1	227.4

Kaynak: Dünya Bankası 2000.

Alıntı: Callum Henderson, **Asya Çöküyor: Asya Krizi ve Sonrası**, Çev. Meral Güneç, İstanbul, Alfa Yayınları, 2000, s.16.

Tablo-3 incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli fon hareketinin 1990'lı yıllardan sonra ne kadar artmış oldukları görülmektedir. 1985'de kısa vadeli sermaye fonlarının, 1982'de yaşanan "Borç Krizi" nin de etkisiyle ancak 100 milyon dolar olarak gerçekleştiği, bu rakamın 1990'da 3.8 milyar dolar, 1991'de 7.6 milyar dolar, 1993'de 46.9 milyar dolar seviyelerine çıktığı gözlenmektedir. 1990'dan sonraki yükselişi gösteren bu rakamlar, gelişmekte olan ülkelerin sermayenin küreselleşmesine kapılarını açmalarını ve bu doğrultuda kısıtlamaları kaldırmalarını/hafifletmelerini göstermesi açısından çarpıcıdır.

2001 yılında bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri kapsayan, karşılaştırmalı verilere dayanan bir araştırma yapılmış ve bir küreselleşme indeksi geliştirilmiştir. Çalışmada, teknolojinin küreselleşmenin çekici gücü olduğu belirtilmiş, teknolojik faktörler (online nüfus, kişi başına düşen internet sağlayıcısı ve güvenlik servisi sayısı) ve teknoloji dışı faktörler (mal ve hizmet alış verişleri ve servisleri, sermaye akışı, kişisel iletişim bilgileri) çerçevesinde bir endeks oluşturulmuştur. Daha açık bir ifadeyle indeksteki sıralama; mal ve hizmetler (yerli ve yabancı fiyatların yaklaşması, uluslararası ticaretin milli gelir içindeki payı),

finans (içerden ve dışardan yönetilen yabancı yatırım, sermaye akışı, finans sektöründeki vergilendirme ve milli gelir içindeki paylar), kişisel iletişim (uluslararası para havalesi ve diğer transferlerin milli gelir içindeki payı, dakikada kişi başına telefon görüşmesi ve turist sayısı), teknoloji (internet kullanıcısı, kişi başına düşen internet servis sağlayıcısı ve güvenlik servisi sayısı), kriterlerine göre yapılmıştır.⁴⁶

Tablo 4: Küreselleşme Endeksi (2001 ve 2002 Yılları için)

2001 Küreselleşme Endeksi ÜLKE	SIRA NO	2002 Küreselleşme Endeksi ÜLKE	2001 Küreselleşme Endeksi ÜLKE	SIRA NO	2002 Küreselleşme Endeksi ÜLKE
Singapur	1	İrlanda	Danimarka	11	Norveç
Hollanda	2	İsviçre	ABD	12	ABD
İsveç	3	Singapur	İtalya	13	Fransa
İsviçre	4	Hollanda	Almanya	14	Almanya
Finlandiya	5	İsveç	Portekiz	15	Portekiz
İrlanda	6	Finlandiya	Fransa	16	Çek Cum.
Avusturya	7	Kanada	Macaristan	17	İspanya
Birleşik Krallık	8	Danimarka	İspanya	18	İsrail
Norveç	9	Avusturya	İsrail	19	Yeni Zelanda
Kanada	10	Birleşik Krallık	Malezya	20	Malezya
			Türkiye	37 55	Türkiye

Kaynak: A.T. Kerney, “Measuring Globalization”, Foreign Policy Magazine, http://www.foreignpolicy.com/issue_janfeb_2001/atkearney.html

Alıntı: Birol Kovancılar, **İnovasyon Odaklı, İhracat Yönelimli Yatırım Hedefleme Modeli**, İstanbul, TÜGİAD Yayınları, 2003, s.23.

Tablo-4 incelendiğinde gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelerin (G7 ülkeleri) gerisinde kaldığı göze çarpmaktadır. İrlanda 2001 yılında altıncı sıradan, 2002 yılındaki endekste birinci sıraya yükselmiştir. Türkiye ise 2001 yılında 37. sıradayken (50 ülke arasında), 2002 yılındaki endekste 55. sırada (62 ülke arasında) yer almaktadır. Türkiye'nin 2002 deki gerilemesinde yaşanan ekonomik krizlerin etkisiyle yoksullaşmanın artması etkilidir. Türkiye'nin 2001 yılındaki sıralamada 37.

⁴⁶ Birol Kovancılar, **Ülkemizde Yatırım Ortamının İyileştirilmesi, Yatırımların Teşviki ve Avrupa Birliği Uygulamaları Çerçevesinde Alternatif Modeller: İnovasyon Odaklı, İhracat Yönelimli Yatırım Hedefleme Modeli**, İstanbul, TÜGİAD Yayınları, 2003, s.22-23.

sırada olması da, küreselleşme endeksini oluşturmada kullanılan kriterler olarak sıralanan, mal ve hizmet, finans, kişisel iletişim, teknoloji kriterlerinde ne kadar geride olduğunu göstermektedir.

Küreselleşme, sermayenin de rekabet unsuru olmasını sağlayarak finansın gücünü daha da artırmaktadır. Artık dünya yatırımcıları bir zamanların sermayeyi iç piyasaya kapatan denetiminden kurtularak kendi paralarını yönlendirecek açık artırma alanlarını serbestçe dolaşmaktadırlar. Bu alanlardan biri Asya ve Latin Amerika ülkeleridir çünkü oluşum halindeki pazarlarının hızlı bir sanayileşme içinde olması buna zemin hazırlamaktadır. Buralarda kurulan enerji santralleri, yeni fabrikalar ve yeni yollar finansman gerektirmekte ve büyük getiriler vaat etmektedir. Bir diğer sermaye çeken alan, çok uluslu şirketlerin merkezlerinin bulunduğu her yerdir. Bu şirketler, ileri sektörlerdeki teknolojik rekabetle başa çıkmak zorundadırlar ve bunun için de büyük sermaye hacmine ihtiyaç duymaktadırlar. Son olarak bir diğer sermaye alanı ise rekabet ve genişleme süreçleri için fonlara ihtiyacı olan Avrupa'dır. Dünyanın her yerindeki hisse senedi ve tahvil piyasaları, yatırım ve ticaret bankaları, gizli fonlar, ortak sermayeli özel firmalar çeşitli yöntemler kullanarak, şaşırtıcı miktarlara ulaşan sermaye akışını belirlemekte ve yönetmektedir. Geline noktada ulusal paraların günlük işlem hacmi sürekli artmakta ve şimdilik günde 1,2 trilyon doları aşmış bulunmaktadır. Dört ya da beş günde el değiştiren döviz miktarı ABD ekonomisinin yıllık çıktısına eşit miktardadır.⁴⁷

1.1.1.2.3.Sermayenin Küreselleşmesinin Etkileri

Liberalizasyon ve deregülasyon anlamına gelen adımları genel başlıklar halinde şu şekilde ifade etmek mümkündür:⁴⁸

- Döviz kurlarının serbest piyasa şartlarında belirlenmesi,
- Faiz oranları ve krediler üzerindeki kamusal kontrollerin kaldırılarak, fon arz ve talebinin serbest piyasa koşullarında belirlenmesi,

⁴⁷ William Greider, **Tek Dünya: Küresel Kapitalizmin Manik Mantiği**, Çev. Yavuz Alogan, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003, s.311-312.

⁴⁸ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, s.94-95.

- Uluslararası sermaye akımlarına getirilen sınırlamaların kaldırılması,
- Bankacılık, sermaye piyasası, sigortacılık v.b. mali piyasaların alt sektörleri arasındaki sınırların gevşemesi ya da ortadan kaldırılması,
- Borsa aracı kurumlarının, müşterilerine uyguladıkları komisyonların serbest bırakılması,
- Çeşitli ülkelere ait mali kuruluşların, satın alma ya da şube açma yoluyla mal piyasalara girişine izin verilmesi ile mali piyasalardaki rekabetin artması,
- Piyasaların düzenlemelerden arındırılarak, mali kurumların sermaye yapılarını güçlendirici düzenlemelere ağırlık verilmesi,
- Mali piyasalarla ilgili olarak uluslararası piyasalarla işbirliğinde önemli adımlar atılması,
- Bilgisayar teknolojisi ve iletişim alanındaki hızlı gelişmelerin mali piyasalarda kullanılması ve uluslararasılaşma eğiliminin daha da artması.

Sermayenin küreselleşmesinin, yukarıda sayılan dünya ekonomileri üzerindeki genel etkilerini olumlu etkiler ve olumsuz etkiler olarak ayırarak belirlemek, kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ekonomik krizlerdeki rolünü anlamak bakımından önem taşımaktadır.

1.1.1.2.3.1. Sermayenin Küreselleşmesinin Olumlu Etkileri

Haberleşme ve bilgi teknolojisinin hızla gelişerek, sermayenin dolaşımının serbest hale gelmesi, ülkeler arasındaki iktisadi, siyasi ve sosyal ilişkilerin de giderek gelişmesine yol açarak, dünya ekonomisi için olumlu etkiler meydana getirmektedir. Sermaye dolaşımının hızlanmasıyla birlikte, merkez ülkelerden çevre ülkelere kısa vadeli sermaye hareketlerinde hızlı artışlar olmaktadır. Böylelikle dünya ekonomisinde faaliyet gösteren sermayedarlar arasında, rekabet ya da işbirliği içinde karşılıklı bağımlılık artmıştır. Kapitalist ülkelerin yaşadıkları ekonomik krizlerin etkisiyle dışa açılmaları ve deregülasyonlara gitmeleri süreci, dünyaya kapalı durumdaki Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Uzak doğu'daki bazı ülkeleri de etkileyerek, bu ülkeleri sermayenin uluslararası dolaşımına dahil olan ülkeler haline

getirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisine entegrasyonu çerçevesinde, ticaret ve sermayenin önündeki engellerin kaldırılması ile dünyanın refah düzeyini artacak, bu artıştan da tüm ülkeler payını alacaktır.⁴⁹ Finansal piyasalardaki kullanılan araçların çeşitliliği, sermayenin önündeki engellerin kaldırılması ve teknolojideki ilerlemelerin hızla uygulanabilirliği, artık küçük şirketlerin dahi uluslararası pazarda iş yapabilir olmasına olanak vermektedir. Ülkelerarası faiz farklılığının doğurduğu arbitraj olanakları sebebiyle küçük şirketler de uluslararası kavramına dahil olmuşlardır.

Uluslararası kelimesi çoğu kimseye dev şirketleri düşündürmektedir. Oysa küreselleşen dünyada giderek artan bir oranda, orta boy, hatta küçük işletmeler de, dünya ekonomisi içinde bir çok ülkede iş yapmaktadırlar. Aslında küçük işletmelerin, ulusal sınırlar dışında iş yapmaları daha kolaydır çünkü büyük şirketlerden farklı olarak bunlar, siyasi açıdan pek gözle görülür değildirler.⁵⁰

Günümüzde toplam uluslararası sermaye pazarı 6 trilyon dolar seviyesine, döviz piyasalarında dolaşmakta olan günlük döviz miktarı ise 1 trilyon dolar seviyesine ulaşmıştır. El değiştiren döviz miktarı, dünya ticaretinin 40-50 katı civarında gerçekleşmektedir. Uluslararası banka kredileri ise, 1980 yılında 324 milyar dolar seviyesinden, 1991 yılında 7500 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Bu rakam OECD ülkelerinin GSMH'sinin %44'üne karşılık gelmektedir.⁵¹

1.1.1.2.3.2. Sermayenin Küreselleşmesinin Olumsuz Etkileri

Finansal liberalleşmeye bağlı olarak kısa vadeli sermaye hareketleri, 1980'li yılların borç krizinden sonra sürekli gelişmekte olan ülkelere yönelmesi, yatırımcıların bu ülkelere duyduğu güven olarak değerlendirilmektedir. Gelişmiş ülkelerden sermaye çıkışını etkileyen, itici faktörler olarak, OECD ülkelerinde izlenen gevşek para politikası, uluslararası faiz oranlarındaki düşüş ve büyüme hızlarındaki azalma, çekiş etkisi olarak ise yeni yatırım olanaklarının yarattığı fırsatlar ve gelişmekte olan ülkelerdeki özelleştirme çalışmaları sayılabilir.

⁴⁹ Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Isparta, Bilim Kitabevi Yayınları, 2002, s.62-63.

⁵⁰ Peter F.Durucker, **a.g.e.**, s.126.

⁵¹ Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **a.g.e.**, s.73.

Gelişmekte olan ülkeler, faiz oranlarını yüksek tutarak çekiş etkilerini güçlendirmek istemektedirler. Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomilerindeki zayıflık ve istikrarsızlığı elimine edebilecek düzeyde yüksek faiz belirlenmeleri, bu ülkelerde bazı sorunlara sebep olmaktadır. Çünkü kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan, arbitraj amaçlı istikrarsız sıcak para hareket niteliğindedir.⁵²

Özellikle az gelişmiş ülkelerde bir çok insan, sosyal güvenlik ağlarından yoksun olmalarından dolayı kenara itilmişler, küreselleşmeden zarar görmüşlerdir. Küreselleşmenin diğer bir zararı da, özel ve kamusal kaynakların dağılımında çarpıklıklara yol açmasıdır. Peşinde koşulan aşırı karlar sebebiyle çevresel kaynaklar zarar görebilir ve sosyal değerler aşınabilir. Küreselleşmenin başka bir zararı da, oluşabilecek finansal krizlerin sonucunda, gelişmiş ülkelerdeki insanlar bunun etkilerini hissetmezken, gelişmekte olan ülke insanların krizlerden çok etkilenmeleridir. Küreselleşmenin içerdiği bu tür eşitsizlikler, geniş ölçüde kızgınlıklara ve protestolara neden olmaktadır.⁵³

Temel başlıklar halinde küreselleşmenin yarattığı sorunlar şunlardır:⁵⁴

- Küreselleşmeyle birlikte ulusal ekonomiler de dış şoklara karşı açık hale gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri de makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı aşırı duyarlıdır. Bu etkilerden dolayı, kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz oranları ve döviz kurları yakın ilişki içindedirler. Birinde oluşabilecek bir dengesizlik hali diğerlerini de etkilemektedir.
- Diğer yandan bir olumsuz etki de ihracatçı sektörler üzerindeki etkisidir. Aşırı sermaye girişleri yerli paranın değer kazanmasına, ihraç mallarının rekabet gücünün azalmasına ve ekonominin ithalata daha bağımlı hale gelmesine sebep olmaktadır. Ekonominin rekabet gücünün azalması, doğrudan yatırımların da azalmasına sebep olmaktadır.

⁵² Muharrem Afşar, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, s.71-72.

⁵³ George Soros, **a.g.e.**, s.3-7.

⁵⁴ Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.73-74.

- Spekülatif amaçlı olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin hacminin artması, bu akımların tersine dönebilirliğinin yüksek olmasından dolayı gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kriz potansiyelini artırmaktadır
- Spekülatif güdülerle hareket eden yatırımların, üretken yatırımlara baskın çıkmasına ve reel getirilerin öneminin azalmasına sebep olmaktadır.

1.1.1.3. Ödemeler Bilançosu ile Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İlişkisi

Ödemeler bilançosu ile sermaye hareketleri karşılıklı ilişki içerisinde. Sermaye hareketlerindeki oluşumlar ödemeler bilançosunu etkilediği gibi ödemeler bilançosu açıkları da sermaye hareketlerinin yönünü belirleyebilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilançosunda sermaye hesabı altında gösterilen bir kalemdir. Karşılıklı etkileşimin ve bunun makro ekonomik etkilerinin (genel ekonomik dengeye etkilerinin) anlaşılabilmesi için ödemeler bilançosu ve alt hesaplarının bilinmesi gerekmektedir.

1.1.1.3.1. Ödemeler Bilançosunun Tanımı

Ödemeler bilançosu, bir ülke vatandaşlarının dünyanın diğer ülkeleriyle ilişkilerinin sonucunu gösteren bir milli muhasebe hesabıdır. Bir ülke vatandaşları, diğer ülkelerle mal ve hizmet ticareti ya da finansman ilişkileri olmak üzere iki türlü ilişki içinde olabilir. Ticari ilişkiler ithalat ve ihracat şeklinde ortaya çıkar. Finansal ilişkiler ise tahvil hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımı şeklinde ya da borç alıp verme, doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde olabilmektedir.⁵⁵

“IMF’ye göre ödemeler bilançosu, belirli bir süre içinde bir ekonominin yerlileri ile yabancılar arasında meydana gelen ekonomik akımlara bağlı değerlerin, transfer ödemelerinin ve rezervlerde meydana gelen değişikliklerin sistematik ve muhasebe kayıtlarına uygun olarak belirlendiği istatistikî bir belgedir.”⁵⁶

⁵⁵ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, 1999, s.80.

⁵⁶ Rıdvan Karluk, **a.g.e.**, s.354.

1.1.1.3.2. Ödemeler Bilançosunun Ana Hesapları

Ödemeler bilançosunun üç temel hesap grubu bulunmaktadır. Bunlar cari işlemler hesabı, sermaye hesabı ve resmi rezervler hesabıdır. Ödemeler bilançosu dengesinin sağlanabilmesi için cari işlemler hesabındaki bir açığın ya da fazlanın, sermaye hesabındaki bir fazla ya da açıkla kapatılması gerekmektedir. Net rezervler (resmi rezervler hesabı) ancak bu durumda sıfır olmakta ve ödemeler bilançosu dengesi sağlanmaktadır.⁵⁷

1.1.1.3.2.1. Cari İşlemler Hesabı

Cari işlemler hesabı, mal ve hizmet ticareti ile transferlerin sonucunu göstermektedir. Cari işlemler bilançosunun, sadece mal ticaretini (görünür kısım) kapsayan kısmı “Ticaret Dengesi” olarak da isimlendirilir. Cari işlemler bilançosunun dış ticaret bilançosundan başka diğer bir alt kalemi, görünmez ticaret olarak da isimlendirilmekte olan hizmet ticaretidir. Hizmet ticareti; turizm, navlun, doğrudan yabancı yatırımların gelirleri, işçi gelirleri, mülk gelirleri, yabancı portföy yatırımlarının faizleri, dış borç faiz ödemeleri, müteahhitlik hizmetlerinden doğan gelirler v.b., büyüklükleri içermektedir. Ticaret dengesi’ne hizmet ticareti ve tek taraflı transferler (tazminatlar, bağışlar, hediyeler v.b.) eklendiğinde Cari İşlemler Dengesi’ne ulaşılmaktadır.⁵⁸

1.1.1.3.2.2. Sermaye Hesabı

Bir ülke vatandaşlarının, ihraç yoluyla kazandıklarından daha fazlasını ithal yoluyla satın almaları durumunda cari işlemler bilançosu, dış ticaret dengesinin aleyhte bozulmasından dolayı açık vermektedir. İthalat fazlasının yarattığı bu açığın karşılığını ödemek için söz konusu ülkenin yabancılardan borç alması ya da varlıklarının bir kısmını onlara satması gerekir. Sermaye hesabı söz konusu ülkenin

⁵⁷ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.292.

⁵⁸ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **a.g.e.**, s.81.

dünyaya olan borcundaki değişiklikleri göstermektedir. Anlatılan durumun tersinde yani dış ticaret dengesinin fazla verdiği bir durumda ise (ihracatın ithalatı aşması durumu), bu fazla söz konusu ülke tarafından yabancılara borç olarak verilir ya da yabancı varlıkların satın alınmasında kullanılır. Böylelikle cari işlemler dengesindeki bir açık sermaye hesabı dengesindeki bir fazlayla giderilmiş olur ki her durumda ödemeler bilançosu dengesi sağlanmış olmaktadır. (Ödemeler Bilançosu Dengesi = Cari İşlemler Bilançosu Dengesi + Sermaye Hesabı Dengesi)⁵⁹

Sermaye hesabı; hisse senedi, tahvil, gayrimenkul alım satımı, borç alıp verme ve doğrudan yatırımların net sonucudur. Sermaye hesabına giren kalemler vadelerine göre uzun vadeli ya da kısa vadeli sermaye işlemleri olarak kaydedilmektedirler. Bir yıldan uzun vadeli işlemleri ifade etmek için uzun vadeli sermaye işlemleri ve bir yıldan kısa, genellikle 30, 60, 90 gün vadeli sermaye akımlarını ifade etmek için de kısa vadeli sermaye işlemleri sınıflandırması kullanılmaktadır.⁶⁰ Sermaye hesabı içinde, kısa vadeli sermaye ve uzun vadeli sermaye ayrımı yapılmaktadır. Kısa vadeli sermaye, yüksek miktarda ülkeye gelebilen, banka hesapları ve kısa vadeli devlet kağıtları gibi faiz avantajlı kısa vadeli yatırımları seçen fonlardır.⁶¹

Kısa vadeli sermaye akımları ödemeler bilançosunun bir parçası durumundadırlar. Ülke vatandaşının yabancı para cinsinden banka hesabı açmasıyla, kısa vadeli yabancı mali varlıkları satın almasıyla oluşabilmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarının faiz farklılıklarından ya da döviz kuru dalgalanmalarından ve bunlara yönelik spekülasyon beklentilerden etkilenerek, mali merkezler arasında dolaşan “sıcak para” olduğuna inanan görüşler bulunmaktadır. Bazı iktisatçılar bu akımların, geçici ve volatilitesi yüksek akımlar olmalarından dolayı, bir ülkenin dış açık ya da fazlası hesaplamalarında görmezden gelinmesi yönünde görüş bildirmektedirler. Yine bir görüşe göre (IMF’in Ödemeler Bilançosunun hesaplama tanımını dışında olmak üzere), “Temel Ödemeler Bilançosu” ismiyle bir tanımlama yapılmaktadır. Bu tanımda, cari işlemler hesabına uzun vadeli sermaye hareketleri eklenerek, temel ödemeler bilançosu elde edilmekte, bu hesapların toplamı fazla

⁵⁹ Walter J. Wessels, **İktisat**, Çev. Ünal Çağlar, İstanbul, Alfa Yayınları, 2002, s.536.

⁶⁰ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **a.g.e.**, s.81.

⁶¹ Richard G.Lipsev, v.d, **Economics**, New York, Harper&Row Publishers, 1990, p.876.

veriyorsa kısa vadeli sermaye hareketlerinin fazla verdiği, tersi durumda ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin açık verdiği öne sürülmektedir.⁶²

Sermayenin küreselleşmesinin etkisiyle mali yönden bütünleşmiş bir dünyada, uluslararası sermaye hareketlerinin yönünü uluslararası faiz oranları belirlemektedir. Dünya faiz oranlarının sabit olduğu bir varsayımda, yurt içi faizlerin yükselmesi ülkeye büyük hacimde sermaye girişine sebep olarak sermaye hesabı bilançosunu ve dolayısıyla ödemeler bilançosunu iyileştirici etki yapmaktadır.⁶³

Ekonomik kriz dönemlerinde sermaye hesabında yüksek volatilité görülmektedir. Sermaye hesabındaki dengesizlikler, ödemeler bilançosunun ana hesabı olması nedeniyle hemen kendini göstermekte ve ödemeler bilançosu dengesini bozucu etki yapmaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri olarak isimlendirilmekte olan ekonomiler incelendiğinde, bu durum görülmektedir. Bu tespiti güçlendirici olarak, 1990-1998 yılları arasında, yükselen piyasalar olarak tanımlanan Doğu Asya ekonomilerinin, ödemeler bilançosu verileri toplam değerleri ile aynı yıllara ait sermaye hesabı verileri toplamlarının karşılaştırılması iki tablo halinde, Tablo-5 ve Tablo-6'da sunulmaktadır.

Tablo 5: Doğu Asya Ekonomilerinin Sermaye Hesabı (milyar dolar)

	KORE	TAYLAND	ENDONEZYA	MALEZYA	FİLİPİNLER	SİNGAPUR
1990	0.8	10.5	5.2	2.8	2.7	2.3
1991	7.2	12.2	5.8	5.4	2.8	-0.7
1992	7.7	9.3	4.9	8.8	2.7	0.2
1993	2	10.3	2.7	14.3	3.4	3.4
1994	8.5	12.3	3.6	1.4	5.3	-6,7
1995	15.6	20.7	8	6.7	3.2	-5.8
1996	24.4	16.9	12.2	7.1	8.3	-7.1
1997	-14.8	-15.2	-2.8	0.9	1.3	-7.1
1998	-	-17.5	-7.6	-	-0.01	-14.7

Kaynak: Ashir Mehta, “East Asian Crisis and Recovery: The Role of International Capital Flows”,
<http://faculty.washington.edu/karyiu/confer/kangwon03/papers/mehta.pdf>,
3 Haziran 2004.

⁶² Ted Walther, **Dünya Ekonomisi**, Çev.Ünal Çağlar, İstanbul, Alfa Yayınları, 2002, s.118-119.

⁶³ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.293.

Tablo 6: Doğu Asya Ekonomilerinin Ödemeler Dengesi (milyar dolar)

	KORE	TAYLAND	ENDONEZYA	MALEZYA	FİLİPİNLER	SİNGAPUR
1990	-1,2	3,2	2,3	2	-0,05	5,4
1991	-1,2	4,6	1,5	1,2	1,8	4,2
1992	3,7	3	2,1	6,6	1,8	6,1
1993	3	3,9	0,6	11,4	0,3	7,6
1994	4,6	4,2	0,8	-3,2	2,3	4,7
1995	7	7,2	1,6	-1,8	1,2	8,6
1996	1,4	2,2	4,5	2,5	4,3	7,4
1997	-23	-18,3	-7,6	-3,9	-3,1	7,9
1998	-	-3,2	-3,7	-	1,3	3

Kaynak: Ashir Mehta, “East Asian Crisis and Recovery: The Role of

International

Capital

Flows”,

<http://faculty.washington.edu/karyiu/confer/kangwon03/papers/mehta.pdf>,

3 Haziran 2004.

1990 sonrası sermaye hareketlerinin izlendiği Tablo-5’e göre, Singapur haricindeki tüm ülkelerde sermaye hesabının, 1990’dan sonra sermaye girişlerinin artması yönünde bir hareketlilik gözlenmekte, sermaye girişleri özellikle 1997 Doğu Asya krizi öncesindeki yıllar olan 1995 ve 1996 yıllarında en yüksek seviyelerine ulaştığı görülmektedir. Sermaye hesabının, kriz yılında ya da krizi takip eden yıllarda ise, ülkelerde krizin ortaya çıkış konjonktürüne bağlı olarak eksi bakiye verdiği görülmektedir.

1990 sonrası ödemeler dengesinin izlendiği Tablo-6’ya göre ise, 1997 krizi öncesi sermaye girişlerindeki artışın ödemeler bilançosundaki iyileştirici etkileri, kriz öncesi yılların bilanço fazlalıklarından anlaşılmaktadır. Fakat kriz yılı olan 1997’de ödemeler dengesi açıkları göze çarpmaktadır. Özellikle krizin ilk ortaya çıktığı ülke olan Tayland’da, 1997’de 18.3 milyar dolarlık bir ödemeler bilançosu açığı görülmektedir. Yine krizin yayıldığı ülke olan Kore’de aynı yılda 23 milyar dolar’lık açık söz konusudur. Tablo-5 ve Tablo-6 karşılaştırıldığında, 1998 yılında sermaye hesabı ile ödemeler dengesi arasındaki korelasyonun azaldığı görülmektedir. Bunun sebebi olarak, 1998 sermaye bilançosundaki bozulmaya rağmen, ekonomilerin milli paralarının değer kaybetmesinin etkisi ile cari işlemler hesaplarındaki iyileşmenin ödemeler bilançosunu da iyileştirmesi (devalüasyonun olumlu etkileri) gösterilebilir.

1.1.1.3.2.3. Resmi Rezervler Hesabı

Resmi rezervler hesabı, ödemeler bilançosunun otonom kalemlerinden kaynaklanan dengesizliklerin giderilmesi için Merkez Bankalarının dış rezervlerindeki değişimleri göstermektedir. Cari işlemler hesabı ve sermaye hesabı otonom kalemlerdir ve ödemeler bilançosunda, denkleştirici işlemler olan resmi rezervlerden bir çizgi ile ayrıldığı varsayılır. Bu yüzden otonom işlemlere çizgi üstü işlemler, denkleştirici işlemlere çizgi altı işlemler de denilmektedir. Bir ülkenin, cari işlemler ve sermaye hesaplarının ikisinde birden açık verdiği varsayılırsa, bu açık yabancıların kabul edebilecekleri ödeme araçları olan altın, konvertibl dövizler v.b. araçlarla finanse edilir. Yapılan bu ödeme işlemi denkleştirici bir işlem olduğu için çizgi altı işlemi olarak resmi rezervler hesabında kayıt altına alınır. Ülkeden döviz çıkışı yoluyla resmi rezervlerdeki azalma alacak işlemi, rezervlerdeki artış ise borç işlemidir.⁶⁴

Ülkede uygulanan döviz kuru sistemine göre, resmi rezervlerin açığı kapatma fonksiyonu değişmektedir. Sabit döviz kuru sistemlerinde, ülkede altın ve dövizin son kaynağı olan bankaların bankası özelliği olan Merkez Bankası, ödemeler bilançosundaki söz konusu dengesizliği giderebilmek ve piyasaya müdahale edebilmek için gerekli rezerve sahip olmak durumundadır. Oysa esnek döviz kuru sistemlerinde, piyasa milli paranın değerinin yükselmesi ya da düşmesi yoluyla, dengesizliği kendi ayarlamaktadır, dolayısıyla Merkez Bankaları'nın rezerv bulundurma zorunluluğu bir ölçüde yoktur. Merkez Bankaları bu iki sistem ortasında bulunan diğer döviz kuru sistemlerinde de belirli oranda rezerv bulundurma yolunu seçmektedir.

1.1.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ile İlgili Kavramlar

Ödemeler bilançosunda, sermaye hareketleri hesabının bir diğer kalemi de “uzun vadeli sermaye hareketleri” dir. Bu hesap özel/kamu sektörünün orta ve uzun

⁶⁴ Rıdvan Karluk, a.g.e., s.364.

vadeli kredi kullanımlarının ve dış borç anapara ödemelerinin kaydedildiği hesaptır.⁶⁵

Doğrudan kelimesi, ülkeye gelen sermayenin beraberinde, teknoloji, know-how ya da işletmecilik bilgisinin değişen ölçüde de olsa girmesi anlamına gelmektedir. Doğrudan yatırımlar, bahsedildiği üzere sermayenin yanında getirdikleri yönünden, özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra önem kazanmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar, ülkeler arasında sermaye transferinin, bir piyasa işlemi olmadan bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır. Bir ülkede bir firma satın almak, yeni kurulan firma için kuruluş sermayesini sağlamak ya da yönetim yetkisini elinde bulunduracak seviyede bir firmanın sermayesini artırmak doğrudan yabancı yatırım tanımını içine giren teşebbüslerdir.⁶⁶

Ödemeler dengesinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak gösterilmekte olan sermaye girişi, yurt içindeki herhangi bir varlığın en az %51'inin yabancılara satılmasını ifade etmektedir. 1990'den sonra gelişmekte olan ülkelerde yapılan yasal düzenlemelerle ve özelleştirme çalışmalarıyla birlikte, bu ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlar hız kazanmıştır.⁶⁷

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımları, tüm dünyadaki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının %37'sine karşılık gelmektedir. Bu artış, dünya çapında üretim, kaynak bulma ve pazarlama stratejilerinden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin ticaret ve sermaye mevzuatına getirilen serbesti, iletişim teknolojisindeki ilerlemeler, gelişmekte olan ülkelerdeki gelir artışının yarattığı potansiyelin değerlendirilmek istenmesi, firmaları doğrudan yabancı yatırım kararlarında çekici unsurlardır.⁶⁸

Bazı iktisatçılarca, uzun vadeli sermaye akımlarının, özellikle portföy yatırımlarının, kısa vadeli sermaye akımları kadar volatilitésinin yüksek olduğuna inanılmaktadır. Bu görüşü savunanlar, bahsedilen durumdan dolayı, temel ödemeler bilançosu tanımından vazgeçilmesi ya da cari işlemler ve dolaysız yabancı yatırımları kapsamı şeklinde değiştirilmesini öne sürmektedirler.⁶⁹

⁶⁵ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.79.

⁶⁶ Rıdvan Karluk, **a.g.e.**, s.398-399.

⁶⁷ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.78.

⁶⁸ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.57.

⁶⁹ Ted Walther, **a.g.e.**, s.119.

Portföy yatırımları genellikle gelişmiş ülkeler arasında olmaktadır. Bu ülkelerdeki; özel emeklilik şirketleri, sigorta şirketleri ve finansal yatırım şirketleri gibi büyük kuruluşlar, menkul değerlerin sermaye akımları için kullanılan bir araç olmasına neden olmuşlardır. Bundan başka portföy yatırımları içine giren bir diğer büyüklük de sermaye piyasasından sağlanan krediler kalemi olarak gösterilen, hazinenin yurt dışı piyasalara tahvil ihracını ifade eden, yurtdışına özelleştirme amaçlı kağıt ihracını da kapsayan büyüklüktür.⁷⁰

1.2.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkilerini Açıklayan Yaklaşımlar

Kısa vadeli sermaye hareketleri, dışa açık bir ekonomide genel ekonomik dengeyi etkileyen bir parametredir. Söz konusu parametrenin etkisinin anlaşılabilmesi için, “Açık Ekonomide Genel Denge” nin bilinmesi gereklidir. Bu noktada, dışa açık ekonomide genel denge üzerine yaklaşımlar incelenmelidir.

1.2.1. Genel Denge ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi

1.2.1.1. Genel Dengenin Tanımı

Bir ekonomide makro genel denge koşulu, hem para piyasasında hem de reel piyasada (mal ve hizmet piyasasında) aynı faiz oranının aynı anda ve aynı düzeyde oluşmasını gerektirmektedir.⁷¹

Makro genel denge incelenirken öncelikle, etkilerin iyi anlaşılabilmesi için, söz konusu ekonominin dışa kapalı ya da başka bir ifadeyle dış ticaretin olmadığı bir yapıda bir ekonomi olduğu varsayılır. Bu varsayım sayesinde etkiler incelendikten sonra da, söz konusu ekonominin dışa açık olduğu durumdaki dinamik analizini yapabilmek için, varsayım kaldırılarak, gerçek dünyada olduğu gibi dışa açık ya da başka bir ifadeyle dış ticaretin var olduğu durum incelenebilir. Dışa açık genel denge modelinde, ödemeler bilançosu etkileri de dahil edilerek analiz yapılabilmektedir.

⁷⁰ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.79.

⁷¹ C.Necat Berberoğlu, **Makro Ekonomi Teorisi: Makro Ekonomik Analiz**, Eskişehir, Birlik Yayınları, 1994, s.141.

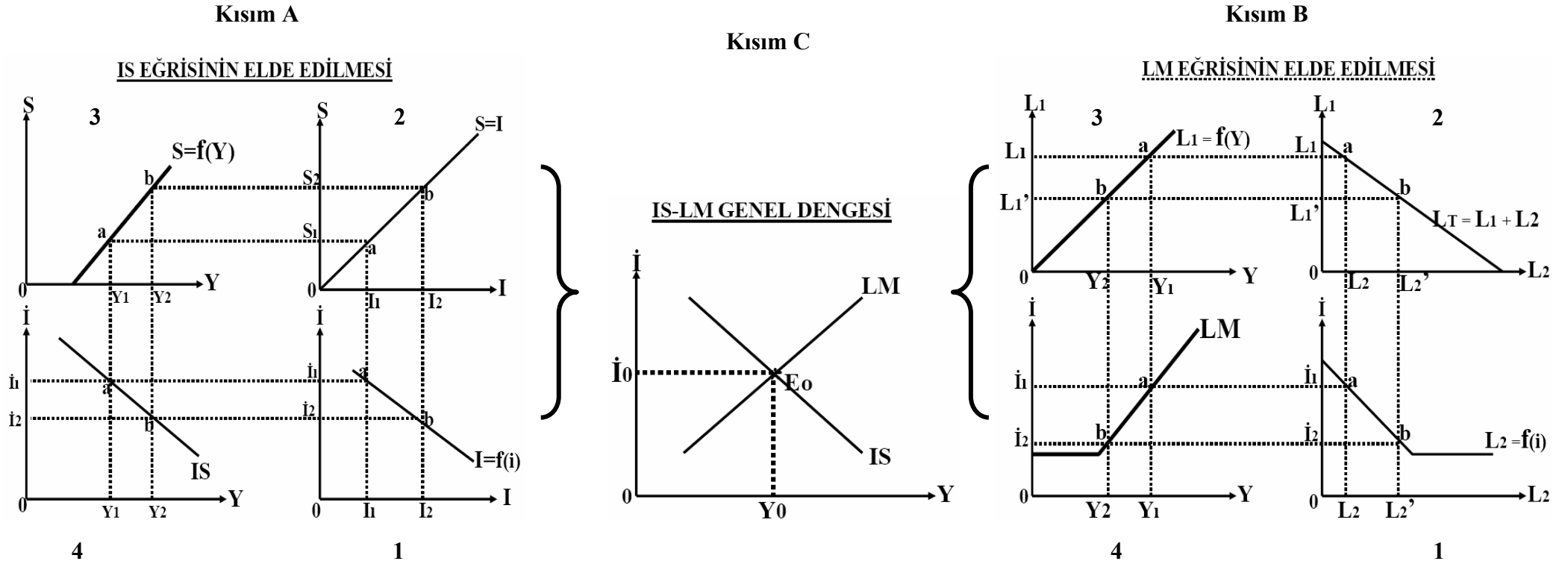
1.2.1.2. Dışa Kapalı Ekonomide Denge (IS-LM Dengesi)

İngiliz iktisatçı John Hicks tarafından geliştirilen IS-LM modeli, mal piyasalarında oluşan faiz oranları ile para piyasasında oluşan faiz oranlarının eşitlenmesi ve milli gelirin belirlenmesi olarak düşünülebilir. Mal piyasasında, belli bir milli gelir seviyesinde, toplam harcamalar olarak ifade edilen (Keynes'e göre) yatırım ve tasarruf harcamalarını birbirine eşitleyen bir faiz oranı bulunmaktadır. Bu faiz oranı sayesinde, mal ve hizmet piyasasında (reel piyasada) denge koşulları (yatırım=tasarruflar dengesi) sağlanmıştır. Söz konusu piyasa dışında para piyasasında da, belli bir milli gelir seviyesinde, para arz ve para talebini birbirine eşitleyen bir faiz oranı bulunmaktadır. Yine bu faiz oranı sayesinde, para piyasasında denge koşulları (para arzı=para talebi dengesi) sağlanmıştır. Hem mal piyasası hem de para piyasasında dengeyi sağlayan tek bir faiz oranı ve yine her iki piyasa için tek bir milli gelir seviyesinin belirlenmesi genel denge olarak ifade edilmektedir. Bu denge durumunda bir taraftan toplam talep toplam arza ya da bir başka ifadeyle yatırımlar tasarruflara eşitlemiş, diğer taraftan para arzı da para talebine eşitlenmiştir.⁷²

Dışa kapalı ekonomide ya da başka bir ifadeyle dış ticaret büyüklüklerinin olmadığı bir ekonomide, "IS" fonksiyonu mal ve hizmet piyasasındaki denge koşullarını, "LM" fonksiyonu ise para piyasası denge koşullarını ifade etmektedir. Şekil-1'de, kapalı ekonomide genel dengenin, bahsedilen fonksiyonların kesişim noktasında oluştuğu gösterilmektedir.

⁷² Zafer Tunca, **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi Yayınları, 2001, s.222.

Şekil 1: Dışa Kapalı Ekonomide IS ve LM Fonksiyonlarının Elde Edilmesi ile IS-LM Genel Dengesi



Kaynak: Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New York, Addison Wesley, 2004, s.557. ve M.İlker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994, s.407-409.'dan faydalanılarak oluşturulmuştur.

Şeklin A kısmında, tasarruf ve yatırım fonksiyonları kullanılarak, mal ve hizmet piyasalarında denge koşullarını ifade eden “IS” fonksiyonunun elde edilmesi gösterilmektedir. Kısım A’da 1. diyagramda, yatırımlar faiz oranının bir fonksiyonu olarak çizilmiştir. Buna göre faizler azaldığında yatırım miktarı artmaktadır. 2. diyagramda; milli gelirin hesaplanma yöntemlerinden yola çıkılarak (tasarruflar ve yatırımların milli geliri ne şekilde oluşturduğu dikkate alınarak; üretim yöntemine göre basit makro model olan $Y=C+I$ ve harcama yöntemine göre basit makro model olan $Y= C+S$ eşitlikleri taraf tarafa toplandığında, $I=S$ elde edilmektedir) kapalı bir ekonomide ülke içi yatırımların (I) ülke içi tasarruflara (S) eşit olması zorunluluğundan dolayı, bir birim yatırım bir birim tasarrufa eşit olacak şekilde 45° lik bir fonksiyon elde edilmiştir. 3. diyagramda, tasarruflar milli gelirin bir fonksiyonu olarak çizilmiş, milli gelir arttıkça tasarruf miktarının da arttığı gösterilmiştir. Son olarak 4. diyagramda, yatırımları etkileyen faiz oranları ve tasarrufları etkileyen milli gelir seviyeleri kullanılarak, “IS” fonksiyonu elde edilmiştir. Bu fonksiyon üzerindeki her noktada yatırımları tasarruflara eşitleyen bir faiz oranı ve bir milli gelir seviyesi bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, belirli bir milli gelir seviyesinde, mal piyasalarında (ki mal piyasası, geniş tanımla hizmet piyasasını da ifade etmektedir) toplam yatırımları toplam tasarruflara eşitleyen bir faiz oranı bulunmaktadır. “IS” fonksiyonu üzerindeki “a” ve “b” noktaları takip edildiğinde, bu noktaların koordinatları olan faiz oranı, yatırım fonksiyonundan; milli gelir seviyesi de tasarruf fonksiyonundan kaynaklanmaktadır.

Şeklin B kısmında, para arz ve talep fonksiyonları kullanılarak, para piyasasında denge koşullarını ifade eden “LM” fonksiyonunun elde edilmesi gösterilmektedir. Kısım B’de 1. diyagramda para talebi (Keynes para talebini, işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı para talebi olmak üzere üçe ayırmaktadır), faiz oranının bir fonksiyonu olarak çizilmiştir. 1.diyagramdaki “L2” Spekülasyon amacıyla para talebini göstermektedir. Faiz oranları düştükçe, spekülatif amaçlı para talebi artmaktadır. Faiz oranları en alt seviye olarak kabul edilen düzeyine geldiğinde (Keynes’in Likidite Tercihi Teorisi), halkın spekülatif para talebi sonsuz olmaktadır. 2. diyagramda, toplam para talebi “LT” nin bileşenleri olan spekülatif para talebi (L2) ve işlem+ihtiyat amacıyla para talebi (L1) fonksiyonları gösterilmektedir. Para, bu iki amaçtan başka talep edilmeyeceği için, aralarındaki ilişki, birindeki artışın

diğerindekinde azalışı göstermek üzere, 2. diyagramdaki gibi olacaktır. 3. diyagram, işlem+ihtiyat amacıyla para talebi “L1” in milli gelire karşı duyarlılığını ifade etmektedir. Milli gelir arttıkça kişiler işlem+ihtiyat amacıyla para taleplerini artırmaktadırlar. Son olarak 4. diyagramda, spekülâtif amaçlı para talebini etkileyen faiz oranı ve işlem+ihtiyat amaçlı para talebini etkileyen milli gelir seviyeleri kullanılarak, “LM” fonksiyonu elde edilmiştir. Başka bir ifadeyle, belirli bir milli gelir seviyesinde, para piyasasında, para arzını para talebine eşitleyen bir faiz oranı bulunmaktadır. “LM” fonksiyonu üzerindeki “a” ve “b” noktaları takip edildiğinde, bu noktaların koordinatları olan faiz oranı, “L2” spekülâtif para talebi fonksiyonundan; milli gelir seviyesi de “L1” işlem+ihtiyat amacıyla para talebi fonksiyonundan kaynaklanmaktadır.

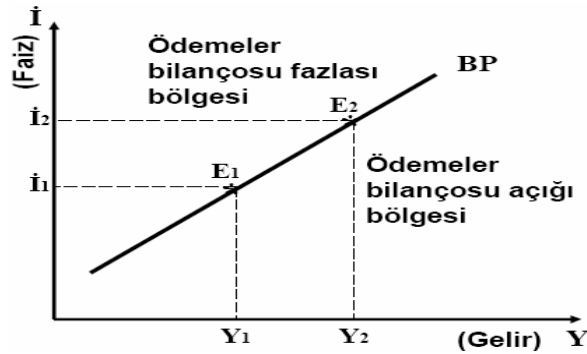
Daha önce ifade edildiği gibi, kapalı bir ekonomide mal ve para piyasasında ortak bir denge “Genel Denge” olarak tanımlanmaktadır. Bu doğrultuda, hem mal piyasasında hem de para piyasasında denge koşullarını sağlayan bir denge faiz oranı ve buna karşılık gelen bir denge milli gelir seviyesi bulunabilir. *Şeklin C kısmında* para piyasasını temsil eden “LM” fonksiyonu ve mal piyasasını temsil eden “IS” fonksiyonu aynı diyagram üzerinde gösterilmek üzere statik bir gösterim yapılmıştır. “E0” noktasında mal ve para piyasası denge koşulu sağlanmış olup, denge milli gelir seviyesi “Y0”, denge faiz oranı da “İ0” dır. *Şeklin C kısmındaki* diyagram sağlanmasından sonra; para politikası araçlarına başvurularak genişletici para politikası uygulanırsa “LM” fonksiyonu yer değiştirerek sağa doğru hareket edecek, maliye politikası araçlarına başvurularak genişletici maliye politikası uygulanırsa (-ki kamu harcamalarının artırılması gibi bir genişletici politika ekonomide çarpan etkisi yaratmaktadır) “IS” fonksiyonu yer değiştirerek sağa doğru hareket edecektir. Fonksiyonların yer değiştirmesi durumundaki bir dinamik analiz ise yeni denge noktaları oluşmasına sebep olacaktır.

1.2.1.3. Dışa Açık Ekonomide Genel Denge (IS-LM-BP Dengesi)

Hicks'in kapalı ekonomideki genel denge modeline, ödemeler bilançosundaki etkilerin dahil edilmesiyle, dışa açık ekonomide genel denge modeli elde edilmiştir. Daha önce kapalı bir ekonomi için Hicks'in öne sürdüğü "IS-LM Analizi" ne ödemeler bilançosu (dış denge) "BP" nin dahil edilmesi gerekmektedir. Ödemeler bilançosu, cari işlemler hesabı ve sermaye hesabından oluşmaktadır. Ödemeler bilançosunun diyagram olarak gösterilip modele dahil edilmesi için de bir takım varsayımlara ihtiyaç duyulmaktadır.

Dış ticaret dengesi, milli gelir ve döviz kurlarının bir fonksiyonu, sermaye hesabı ise faiz oranlarının bir fonksiyonudur. Döviz kurlarındaki değişimin sabit varsayıldığı bir ortamda, ticaret bilançosu dengesizliklerini giderip genel dış dengeyi sağlamanın şartı, gelir düzeyleri ile faiz oranlarının bir fonksiyonu olmaktadır.

Şekil 2: Sınırlı Sermaye Hareketliliği durumunda Ödemeler Bilançosu ve Dış Denge (Balance of Payment Curve)



Kaynak: Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.294.

Şekil-2'de dış denge oluşumu, faiz oranlarının ve milli gelirin kesişme noktaları yardımıyla oluşturulmuştur. Söz konusu dış denge doğrusu "BP" nin yatayla belli bir açıda olmasının sebebi, sermaye hareketlerinin faizlere karşı, belli bir duyarlılıkta olmasını ya da başka bir ifadeyle *Sınırlı Sermaye Hareketliliği* durumunu ifade etmektedir. Milli gelir artışının ithalatı uyarmasından kaynaklanan

ticaret bilançosunu bozucu işlem; faiz oranlarındaki artışın sermaye girişlerini uyarması (artırması) yoluyla sermaye bilançosunu iyileştirici işlem ile karşılanarak, dış denge sağlanmaktadır. Dış denge doğrusu “BP” üzerindeki her noktanın ifade ettiği gelir seviyelerinde ve o noktaya karşılık gelen faiz oranlarında, dış denge koşulları sağlanmaktadır. Dış denge doğrusunun sağında, *ödemeler bilançosu açığı* oluşmaktadır. Çünkü milli gelir seviyesinin yüksekliği ithalatı artırmış ve bu seviyedeki faiz oranlarının düşük olması açığı kapatmada (sermaye girişlerini sağlamada) yetersiz kalmıştır. Dış denge doğrusunun sol tarafında ise *ödemeler bilançosu fazlası* oluşmaktadır. düşük milli gelirin ticaret bilançosunu iyileştirici etkisi ve sermaye girişlerinin faiz oranlarının yüksekliğinden dolayı artması da sermaye bilançosunu iyileştirici etkiler yaparak, ödemeler bilançosu fazlalarına sebep olmaktadır.

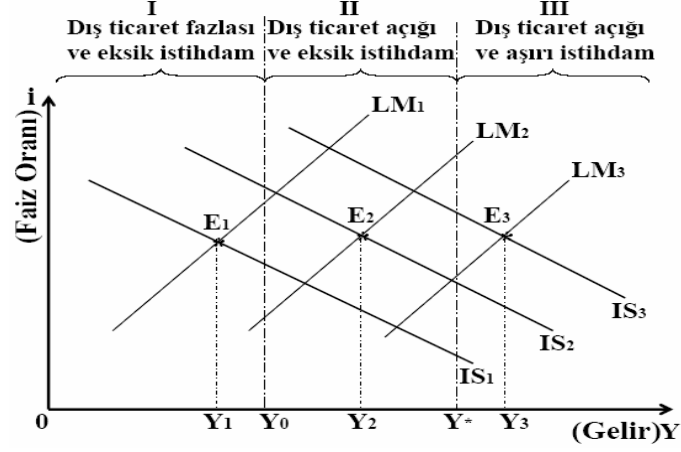
BP eğrisi, ödemeler bilançosunda dengeyi gösterdiği gibi uluslararası sermaye piyasası dengesini de gösteren bir eğridir. Yurt içi yatırımlar açısından bakıldığında, bu eğri yurt içi yatırımların dünya faiz oranlarının azalan bir fonksiyonu olduğunu ifade etmektedir.⁷³

1.2.1.3.1. Sermaye Hareketsizliğinde Genel Denge

Sermayenin faizlere karşı duyarlı olmadığı ya da sermaye hareketlerine izin verilmediği durumda, sadece dış ticaretten dolayı ödemeler bilançosu oluşacaktır. Dış denge “BP” doğrusu dikey eksene paralel (yatay eksene dik) bir doğru olacaktır. Şekil-3’de bu durum ve etkileri gösterilmektedir.

⁷³ Andrés Velasco, “Finansal Aksaklıklar ve Yükselen Piyasalarda Döviz Kuru Politikası”, Çev. Ali M. Serasker, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Kasım 2002, s.34.

Şekil 3: Sermaye Hareketlerinin Yokluğunda Genel Denge Politikaları (Tam İstihdam ve Dış Denge Arasındaki Politikalar)



Kaynak: Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, 1999, s.269.

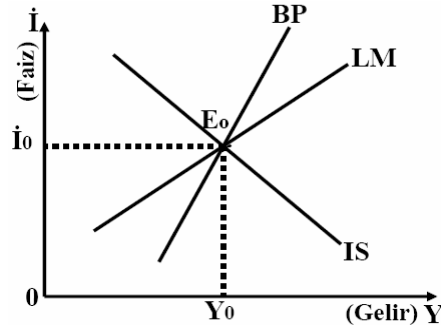
Şekil-3’de, “E1”, “E2”, “E3” çeşitli iç ekonomik denge (mal ve para piyasası dengesi) noktaları olarak belirlenmiştir. “Y0” milli gelir seviyesi dış denge doğrusunun dikey eksene paralel olmaya başladığı gelir seviyesi olup, “Y0” noktasından yukarıya doğru çizilen kesikli çizgi Dış Denge Doğrusu’nu ifade etmektedir. “Y*” milli gelir seviyesi ise tam istihdam duvarı olarak tanımlanmakta olan ve bir ekonomideki tüm üretim faktörlerinin, hiç biri atıl kalmaksızın üretim sürecinde kullanılabilirdiği düzeyi (toplam çıktı miktarını) ifade etmektedir. Bunlardan yola çıkılarak; “E1” noktasının ifade ettiği milli gelir seviyesi iç dengeyi sağlayan bir seviye olup, bunun ilerisinde bir gelir seviyesi olan “Y0” düzeyinde üretim yapılmakta ve “Y1-Y0” aralığı kadar fazla üretim ihracat olarak gerçekleşmektedir. “Y0” üretim seviyesi ihracat yaptırabilen bir düzey olmasına karşın, halen “Y*” milli gelir seviyesinden düşük olduğu için eksik istihdam gelir düzeyidir. Bu yüzden “0-Y0” aralığı “dış ticaret fazlası ve eksik istihdam bölgesi” dir. “E2” noktasında “IS2” ve “LM2” fonksiyonlarının kesişmesiyle bir diğer iç denge gösterilmektedir. 2. durumdaki iç denge milli gelir seviyesi “Y2”, dış denge milli gelir seviyesi “Y0” ni geçmektedir. Bundan dolayı ülkedeki yerleşikler ithalatlarını artırmışlar ve dış ticaret açığı oluşmuştur. Yine “E2” noktasının ifade ettiği milli gelir seviyesi “Y2” tam istihdam milli gelir seviyesinin halen altında olup eksik istihdam söz konusudur. “Y0-Y*” aralığı “dış ticaret açığı ve eksik istihdam bölgesi” dir. son olarak “E3”

noktası “IS3” ve “LM3” fonksiyonlarının kesişmesiyle oluşan 3. iç dengeyi göstermektedir. Bu noktanın ifade ettiği milli gelir seviyesi olan “Y3” hem dış denge milli gelir seviyesinden hem de tam istihdam milli gelir seviyesinden yüksektir. “Y3” milli gelir seviyesinde hem fazlaca ithalat yapılarak dış ticaret açığı oluşturulmakta hem de tam istihdamın ötesi bir gelir seviyesinde üretim yapılmak istenmesi aşırı istihdama sebep olmaktadır. “Y*” milli gelir seviyesinin ötesinde “dış ticaret açığı ve aşırı istihdam bölgesi” dir.

1.2.1.3.2. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Genel Denge

Sermaye hareketlerine sınırlı izin verilmesi, sermaye kontrollerinin mevcut olması durumunda, dış denge doğrusu da faizlere karşı belli bir oranda duyarlılık gösterecek şekilde (daha önce belirtildiği üzere) yatayla belli bir açı yapacaktır. Bu durumda genel dengenin sağlanması Şekil-4’de görülmektedir

Şekil 4: Genel Ekonomik Denge (Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde)



Kaynak: Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.296.

Şekil-4’de iç ve dış denge “E0” noktasında sağlanmaktadır. “BP” dış denge doğrusunun yatay eksenle yaptığı açı değişiklik gösterebilecektir. “İ0” denge faiz oranında “Y0” milli gelir denge seviyesi yakalanmış olup, hem iç denge hem de dış denge sağlanmıştır. Şekil.. açık ekonomide genel dengenin statik olarak sağlanmasını göstermektedir. Dış denge doğrusu “BP” nin konumunun farklı olması, iç dengenin ve dış dengenin “E0” gibi bir noktada oluşmaması demek olup, bu durum ödemeler

bilançosu dengesizliklerine sebep olmaktadır. Bu durumda izlenecek politikalar da çeşitlilik göstermektedir.

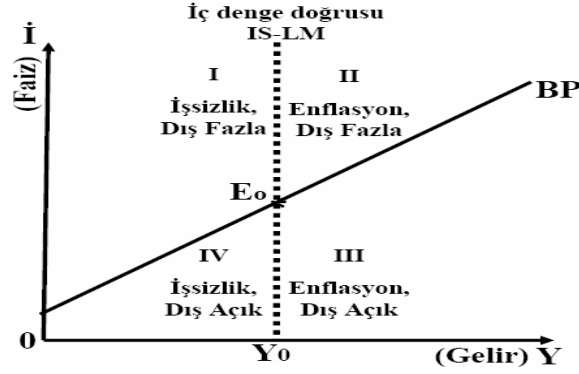
1.2.1.3.2.1. Amaca Uygunluk Kuralı

Sınırlı sermaye hareketliliği söz konusuysen, iç ve dış istikrarsızlık durumlarında her iki dengenin sağlanmasında para ve maliye politikalarını aynı anda kullanmak mümkün olsa da, yetkililerce, uygun politika bileşimlerinin ne olduğu konusunda yeterli bilgiye sahip olunamamaktadır. Bu konuda R. Mundell tarafından geliştirilen “*etkili piyasa kuralı*” adı verilen prensibe göre her politika aracı, hangi amaç için daha etkili oluyorsa o amaçla eşleştirilerek sadece o amaç doğrultusunda kullanılmalıdır. Pratikte bunun gerçekleştirilebilmesi için de politikayı yürütmekle görevli karar vericilerin birbirinden bağımsız olmaları gerekmektedir. Bahsedilen “*Mundell Kuralı*” uyarınca, dış dengeyi sağlama görevi para otoritelerine (Merkez Bankası’na), iç denge görevi de mali otoriteye (hükümete) verilmelidir.⁷⁴

Robert Mundell’in sınırlı sermaye hareketleri durumuna izin veren ülkeler için önerdiği açık ekonomi politikası olan “*Mundell Kuralı*” literatürde “Amaca Uygunluk Kuralı-Assignment” olarak da anılmaktadır. R. Mundell, daha önce bahsedildiği üzere, açık ekonomiler için uygun politika tavsiyeleri konusunda çalışmalar yapmıştır. R. Mundell, sermaye hareketlerine kısmen izin veren ülkeler için, bu kuralın benimsenmesinin etkili olacağını savunmaktadır. İç ve dış denge çelişkileri doğuran bölgeler Şekil-5’de gösterilmektedir.

⁷⁴ Muhammet Akdiş, a.g.e., s.301.

Şekil 5: Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde, Dengesizlik Bölgeleri



Kaynak: Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.300.

Şekil-5’de “E0” noktasında genel denge sağlanmış olup, “IS” ve “LM” fonksiyonlarının kesişmesinden oluşan iç denge noktası “Y0” milli gelir seviyesinden dikey eksene çizilen bir paralel olarak gösterilmiştir. Bu durumda iç ve dış denge doğrularının kesişmesi, diyagramı dört bölgeye ayırmaktadır. Söz konusu bölgelerde uygulanacak para ve maliye politikaları birbiriyle çelişebilmektedir. Bu durumda para ya da maliye politikalarının seçiminde ya iç denge ya da dış denge kayrılmak zorunda kalınacaktır. Sınırlı sermaye hareketlerinin olduğu böyle bir ekonomide, “amaca uygunluk kuralı” gereğince, hangi politika araçlarının hangi amaç doğrultusunda kullanılması gerektiği Tablo-7’de gösterilmektedir.

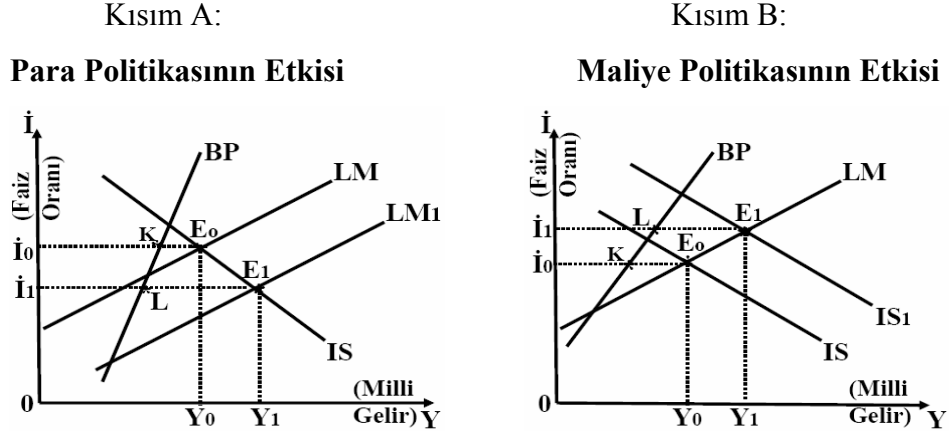
Tablo 7: Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde, Para ve Maliye Politikalarının Olası Etkileri

Bölge	Dengesizlik Türü	Para Politikası	Maliye Politikası
I	İşsizlik ve dış fazla	Genişletici	Genişletici
II	Enflasyon ve dış fazla	Genişletici	Daraltıcı
III	Enflasyon ve dış açık	Daraltıcı	Daraltıcı
IV	İşsizlik ve dış açık	Daraltıcı	Genişletici

Kaynak: Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.509.

Bir ödemeler bilançosu açığı durumunda uygulanan para politikası ve maliye politikasının etkileri farklı olmaktadır. Ödemeler bilançosu açığı durumundaki bu farklı etkileri Şekil-6'da görmek mümkündür.

Şekil 6: Para ve Maliye Politikalarının Ödemeler Bilançosuna Etkileri



Kaynak: Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.510.

Şekil-6'nın A kısmında, bir ödemeler bilançosu açığı mevcutken, uygulanan para politikasının etkileri gösterilmektedir. Buna göre iç denge "E0" denge noktasında sağlanmış, bu durumdaki dış denge ise "K" noktasında gerçekleşmiştir. "KE0" uzunluğu kadar bir açık söz konusuysen para arzının artırılması durumunda "LM" fonksiyonu "LM1" durumuna gelmiştir. Yeni durumdaki dış açık ise "LE1" aralığı kadardır. Dolayısıyla ödemeler bilançosu açığı durumunda, genişletici bir para politikası uygulanması, faiz oranlarını düşürmekte, milli geliri artırarak, açığı büyütmektedir. ($KE0 < LE1$)

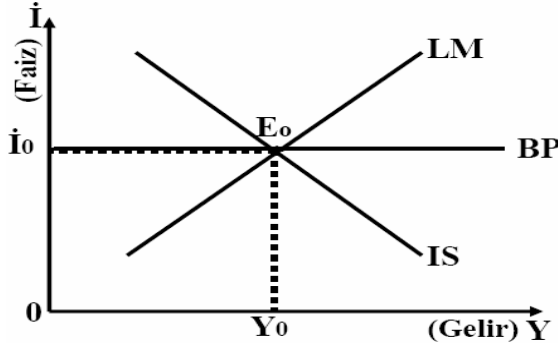
Şekil-6'nın B kısmında ise yine başlangıçta bir ödemeler bilançosu açığı mevcutken, uygulanan maliye politikasının etkileri gösterilmektedir. Buna göre iç denge "E0" denge noktasında sağlanmış, dış denge ise "K" noktasında gerçekleşmiştir. "KE0" uzunluğu kadar bir açık söz konusuysen, kamu harcamalarının artırılması ya da vergilerin azaltılması "IS" fonksiyonunu "IS1" durumuna getirmiştir. Bu durumda bir biriyle çelişen iki etki söz konusudur. Faiz oranlarının yükselmesi, sermaye girişlerini özendirerek sermaye bilançosunu

iyileştirici etki yaparken, milli gelirdeki artış ithalatı özendirerek cari işlemler bilançosunda açık verici etkilere sebep olmaktadır. Sonuç olarak, hangi etkinin ağır bastığına göre, ödemeler bilançosu etkisi belirlenmiş olacaktır.

1.2.1.3.3. Sınırsız Sermaye Hareketliliğinde Genel Denge

Ülkelerin birbirlerinden farklı finansal serbestlik derecesine sahip olmaları yanında ülkeden ülkeye sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar az da olsa mevcuttur. Finansal küreselleşmeyle birlikte sermaye hareketlerinin sınırsız olduğu ekonomilerdeki durum Şekil-7’de gösterilmektedir.

Şekil 7: İç ve Dış Ekonomik Denge (Sınırsız Sermaye Hareketliliğinde)



Kaynak: Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, 1999, s.281.

Şekil-7’de “BP” dış denge fonksiyonunun yatay eksene paralel olması, sermaye hareketliliğinin sınırsız olduğunu göstermektedir. “E0” denge noktasında iç denge “IS-LM” ve dış denge “BP” birlikte sağlandığından, “E0” denge noktası, genel ekonomik dengenin sağlandığı noktadır. Bu noktanın dikey ekseninde ifade ettiği “ I_0 ” faiz oranı uluslararası faiz oranlarını ifade ederken, “ Y_0 ” denge milli gelir seviyesi hem iç dengeyi hem de dış dengeyi sağlayan milli gelir seviyesidir. “E0” denge noktası, bu anlamda statik bir analiz yapmaya elverişli bir noktadır. Analizin dinamik analiz olabilmesi için, açık ülke makro ekonomisi üzerine çalışmalar yapmış olan J.Marcus Fleming ve Robert Mundell’in modeli kullanılması gerekmektedir.

1.2.1.3.3.1. Mundel-Fleming Modeli

İkinci Dünya Savaşı öncesi uluslararası sermaye hareketlerinin nedeni, sermayenin yurt içi ve yurt dışı getirileri arasındaki fark olarak açıklanırken, İkinci Dünya Savaşı sonrasında sermaye hareketleri, ödemeler dengesinin bir parçası olarak açıklanmaktadır. Buna göre ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları, sermaye hareketlerine sebep olmaktadır. Bu teori J.Marcus Fleming ve Robert Mundell'in "Sermaye Akımı Teorisi" olarak bilinmektedir.⁷⁵ Sermaye akımlarının faiz farklılıkları amacıyla ülkeler arasında, yüksek faiz oranlarının olduğu ülkeye doğru hareket etmesi, faiz arbitrajının doğurduğu olanaklardan faydalanmak içindir. Bu şekilde bir hareket sonucunda, sermayenin yüksek faizli ülkede bollaşmasıyla birlikte, arbitraj olanakları kalmayınca kadar devam edecek ve söz konusu ekonomideki faiz oranlarının düşerek uluslararası faiz oranlarıyla eşitlenmesi sağlanmış olacaktır.

Faiz oranlarının yükselmesi, sermaye akımlarını çekmekte, döviz kuru değer kaybı yoluyla da ticaret bilançosu bozulmaktadır. Yakın zamanlardaki krizlerin temelinde de bu etkilerin varlığı görülmektedir. Bu doğrultuda, Mundell-Fleming modelinin temelinde, Keynesyen modelin tipik sermaye hareketsizliği varsayımının olduğu söylenebilir. Çünkü Keynesyen modelde de, sermayenin parayı güçsüz hale getirdiği, genel bir varsayım olarak kabul ediliyordu.⁷⁶ Mundell-Fleming modeli açık ekonomideki para ve maliye politikalarının kısa dönemli etkilerini gösteren, 1963 yılında bir öncü kaynak niteliğinde ortaya çıkarılmış bir modeldir. Bu analiz hem basittir hem de sonuçları itibariyle sağlam birçok bilgileri açığa kavuşturmuştur. Mundell, John Hicks' in kapalı ekonomiler için geliştirdiği IS-LM modelini kullanarak, dış ticaret ve sermaye hareketlerini, IS-LM modeli içinde tanıştırmıştır. Hicks'in analizi, Mundell'e uluslararası sermaye hareketlerinin derecesinin belirlenmesindeki düzenleme politikaları konusunda öncü fikirler vermiştir. Böylelikle Mundell, döviz kuru rejimleri ile ilgili önemli politika etkilerine ulaşmıştır. Yüzen döviz kurunun geçerli olduğu rejimlerde para politikası etkin

⁷⁵ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.35.

⁷⁶ Robert Mundell, "On the History of the Mundell-Fleming Model", **IMF Staff Papers Vol. 47**, © 2001, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2000/00-00/mundell.pdf>, 13 Temmuz 2005.

olabilirken, maliye politikası etkinsiz kalmaktadır. Bu yönüyle de sabit döviz kuru sisteminin karşısındadır. Marcus Fleming de Uluslararası Para Fonu'nun araştırma bölümü müdürlüğüne yıllarca vekalet ettiği dönemlerde, açık ekonomiyle ilgili araştırmalarda bulunmuş ve çalışmalarını Mundell ile birlikte sürdürmüştür. Açık ekonomilerde uygulanabilecek düzenleyici politikalar hakkındaki çalışmaları Mundell-Fleming modeli olarak literatüre girmiştir. Robert Mundell'in geliştirdiği, açık ekonomilerin kullanabileceği para ve maliye politikası analizi yine onun 1968 yılında yayımladığı uluslararası ekonomi eserinde anlatılmaktadır. Mundell, yaptığı analizlerden dolayı, 1999 de Nobel Ekonomi Ödülü'ne layık görülmüştür.⁷⁷ Söz konusu modelin açıklanmasında bazı varsayımlar kullanılmıştır.

Robert Mundell ve J.Marcus Fleming tarafından geliştirilen, daha sonra da Egon Sohmen'in de katkıda bulunduğu, Mundell-Fleming olarak anılan model, çeşitli varsayımlara dayanarak oluşturulmuş bir modeldir. Bu varsayımlar şunlardır:⁷⁸

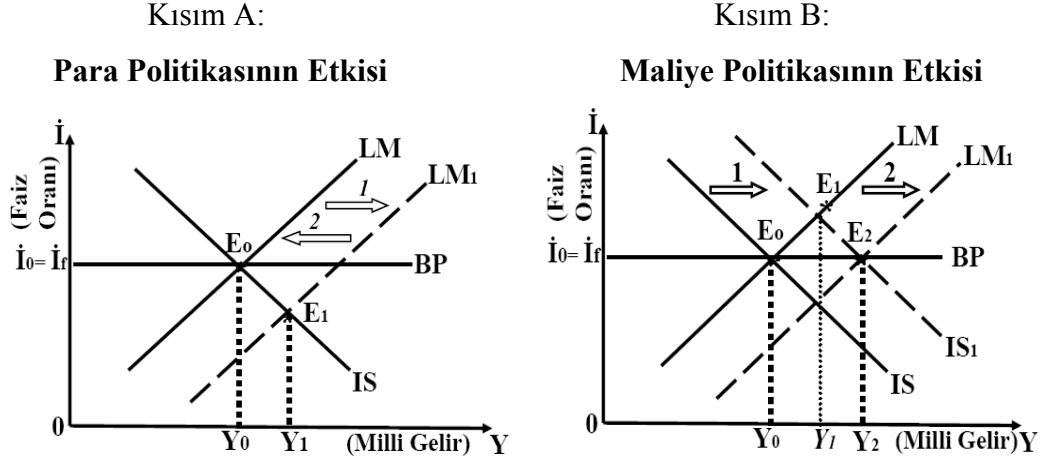
- Ekonomi eksik istihdamda dengelerine oturmuştur.
- Döviz kuru değişme beklentişi sıfırdır ya da başka bir ifadeyle statik beklentişler hakimdir.
- Tam sermaye hareketliliği varsayılmıştır.
- Döviz kurları esnektir. Bu varsayımla bağlantılı olarak, para politikası etken, maliye politikasının ise etkenliği yoktur.
- Fiyatlar ve parasal ücretler sabittir.
- Arbitraj şartları dış faizle iç faizi birbirine eşitlemektedir. Model, söz konusu ülkenin, küçük ülke olduğunu ve dünya faiz oranlarını veri olarak kabul ettiğini varsaymaktadır.

Modelin varsayımlarının da tanımlanmasından sonra, sermayenin tam hareketliliği durumunda, sabit kur sistemine bağlı olarak, uygulanan para ve maliye politikalarının etkilerini iki diyagram halinde Şekil-8'de incelemek mümkündür.

⁷⁷ Nobelprize Organization, "The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1999", (Çevrimiçi) <http://nobelprize.org/economics/laureates/1999/press.html>, 17 Mayıs 2005.

⁷⁸ Emin Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, İstanbul, Der Yayınları, 1994, s.107-108.

Şekil 8: Sabit Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri



Kaynak: Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.515.

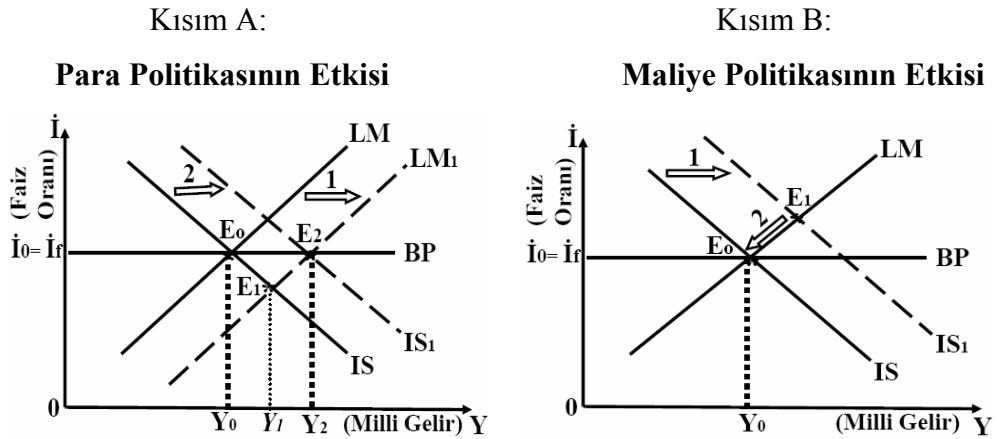
Şekil-8'in A kısmında, "E0" denge noktasında genel ekonomik denge (iç ve dış denge) sağlanmıştır. Para politikasının etkilerini görebilmek için, genişletici (para politikası araçlarının emisyonu artırıcı biçimde kullanılması) bir para politikası uygulandığında, "LM" fonksiyonu "LM1" halini almaktadır. Maliye politikası kullanılmadığı için, yeni denge "LM1" ile "IS" fonksiyonlarının kesiştiği "E1" noktasında geçici olarak sağlanmışken, bu geçici noktanın ifade ettiği faiz oranı, uluslararası faiz oranları olan "İf" nin altında bir orandır. Bu durumda ülkeden sermaye çıkışı başlayacak, döviz talebi artacak, döviz kuru değer kazanacaktır. Sabit kur sistemlerinde kurun değer kazanmasını önlemek için resmi rezervler piyasaya, döviz satılması yönünde müdahale edilecektir. Kurun artmasını engelleyici bu hareketin büyüklüğü, en az başlangıçtaki genişletici para politikasını elimine edecek kadar olmalıdır. Böylelikle "LM1" fonksiyonu, tekrar "LM" fonksiyonu haline gelmektedir. Sabit kur sistemi altında, para politikası etkisiz olmaktadır. Şeklin A kısmında "1" numaralı ok yönündeki etkiyi neredeyse anında elimine eden "2" numaralı ok yönündeki etki oluşmuştur.

Şekil-8'in B kısmında, "E0" genel ekonomik dengenin sağlanmasından sonra, genişletici maliye politikasının etkileri görülmektedir. Şekilde bu yöndeki bir politika, "IS" fonksiyonunun "IS1" haline gelmesi ile ifade edilmektedir. Bu hareket, denge noktasının "E1" e taşınmasına sebep olur. Bu noktada, yurt içi faiz oranları

uluslararası faiz oranlarının üzerine çıkmış ve ülkeye sermaye girişi artmaya başlamıştır. Sermaye girişlerinin döviz kurunu düşürmesini önlemek için, ekonomi otoritesi sabit kur sistemi gereği piyasadan döviz almaya başlayarak, milli parayı piyasaya döviz karşılığı satar. Böylelikle para arzı artarak “LM” fonksiyonu da “LM1” şeklini alır ki, yeni denge noktası da “E2” ye taşınmış olur. Kısaca, başlangıçta yapılan genişletici bir maliye politikası, hem faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarında tutar, hem de milli geliri önce “Y1” sonra da “Y2” gibi, “Y0” gelir seviyesine göre yüksek bir seviyeye taşıyarak ekonomik refah etkisi yaratır.

Sabit kur sistemlerinde ekonomi otoritesi resmi rezervlerini kullanarak, kurlardaki artış ya da azalışları önlemek görevindedir. Oysa esnek kur sistemlerinde döviz kurunun oluşumu piyasada kendiliğinden gerçekleşmektedir. O halde bu durumdayken döviz kurunun oluşmasını, bir ekonomide dövizin az ya da çok bulunabilirliğini sağlayan ödemeler bilançosu hesapları etkilemektedir. Söz konusu etkileri de Mundell-Fleming modeli çerçevesinde incelemek gerekmektedir. Sermayenin tam hareketliliği durumunda, fakat bu sefer de esnek kur sistemine bağlı olarak, uygulanan para ve maliye politikalarının etkilerini diyagramlar halinde Şekil-9’da incelemek mümkündür.

Şekil 9: Esnek Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri



Kaynak: Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.517-518.

Şekil-9'un A kısmında esnek kur sistemi olan bir ekonomide, genel ekonomik denge "E0" noktasında sağlanmışken, genişletici bir para politikası uygulanınca "LM" fonksiyonu "LM1" durumuna gelmiş ve yeni denge noktası da "E1" olmuştur. Faiz oranları ise uluslararası faiz oranları "İf" nin altına düşmüştür. Bu faiz oranlarında ülkeden sermaye çıkışı başlaması üzerine, döviz kuru değer kazanmıştır. Ekonomi otoritesi esnek döviz kuru sistemi gereği, piyasaya müdahale etmeyeceğinden dolayı, kurlardaki artış ihracatı artırıcı ithalatı ise azaltıcı bir etki yapar ve "IS" fonksiyonu da üretim artışlarından dolayı "IS1" halini alır. Böylelikle esnek kur sistemlerinde, genişletici yönlü bir para politikası, sonuç itibariyle faiz oranlarını uluslararası oranlarda tutarak, milli geliri, üretimi, istihdamı artırıcı etkilere sebep olur.

Şekil-9'un B kısmında ise, maliye politikasının esnek kur sistemindeki etkileri gösterilmektedir. Genişletici bir maliye politikası "E0" dengesinin geçici olarak "E1" noktasına taşınmasına sebep olmuşken, bu noktadaki yüksek faiz oranları sebebiyle sermaye girişleri hızlanmıştır. Döviz kurunun değer kaybetmesi ile birlikte ihracat azalacak ve ithalat artacağından dolayı, üretim azalışları sonucu "IS1" fonksiyonu tekrar eski haline gerileyecektir. Başlangıçta yapılan genişletici yönlü maliye politikası (kamu harcamalarının artırılması, vergilerin azaltılması v.b.), esnek kur sisteminde etkinsiz olmakta ve bu durum da şeklin B kısmında "1" numaralı ok yönündeki ilk hareketin, "2" numaralı ok yönündeki hareket ile elimine edilmesi biçiminde gösterilmektedir.

1.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü

Ülkelerin sermaye kontrollerine başvurmaları, sermayenin başka ülkelere kaçmasının doğuracağı olumsuz etkilerin önlenmesi amacını taşımaktadır. Dışarıya yönlü sermaye akımı, parası güçlü olmayan ve yüksek enflasyona sahip ülkelere, istikrarlı ekonomilere doğru gerçekleşmektedir. Sermaye kontrollerine, genelde bir ülkeyi faiz oranlarındaki dalgalanmalardan korumak amacıyla, bir para politikası

aracı olarak başvurulmaktadır. Ülkelerin sermaye kontrollerine başvurma nedenleri şunlardır:⁷⁹

- Sermaye kontrolleri, ödemeler dengesi sorunlarını çözümlenmeye yardım etmektedir. Ayrıca, kısa vadeli sermaye akımlarının yarattığı döviz kuru istikrarsızlıkları sermaye kontrolleri ile giderilebilmektedir.
- Sermaye kontrolleri, ülke içi tasarrufların, yabancı aktifler satın alınması yoluyla kullanılmasını önleyerek, yurt içi yatırımlarda kullanılmasını sağlamaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkeler için bu tasarruflar çok önemlidir.
- Sermaye kontrolleri, hükümetlerin denetimini artırarak, devletin vergi gelirlerini yükseltmektedir.
- Sermaye kontrolleri, yapısal istikrar programlarının uygulanabilmesini kolaylaştırmaktadır.

Bu nedenlere ek olarak; sermaye kontrollerinin beş temel amacı, özetle:⁸⁰

- Ödemeler dengesi krizleri sonucunda olabilecek sermaye çıkışını caydırıcı etki yaratmak.
- Kriz öncesinde toplu bir sermaye girişini caydırıcı etki yaratmak,
- Sermaye girişlerindeki kompozisyonu değiştirmek,
- Bütün yabancı döviz transferlerinde yavaşlama sağlamak,
- Yurt içi faiz oranlarını, yurt dışı faiz oranlarına sermaye kontrolleri sayesinde yaklaştırarak, bağımsız bir para politikası uygulayabilmek, dir

Kısa vadeli sermaye akımlarının limitlerini kontrol altına almaya dönük olarak, 1993-1997 yılları arasında Brezilya'da, 1991-1998 arasında Şili'de, 1993-1998 arasında Kolombiya'da, 1994'de Malezya'da ve 1995-1997 arasında Tayland'da bir dizi sermaye kısıtlamalarına gidilmiştir. Sermaye kontrollerinin genellikle iki tür formu vardır. Bunların ilki, doğrudan ya da idari kontroller; ikincisi ise, dolaylı ya da

⁷⁹ Nurdan Aslan, **a.g.e.**, s.54-55.

⁸⁰ Jeffrey Frankel, "Proposals Regarding Restrictions on Capital Flows", (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksgh/afjfrankel20.pdf>, 27 Haziran 2004.

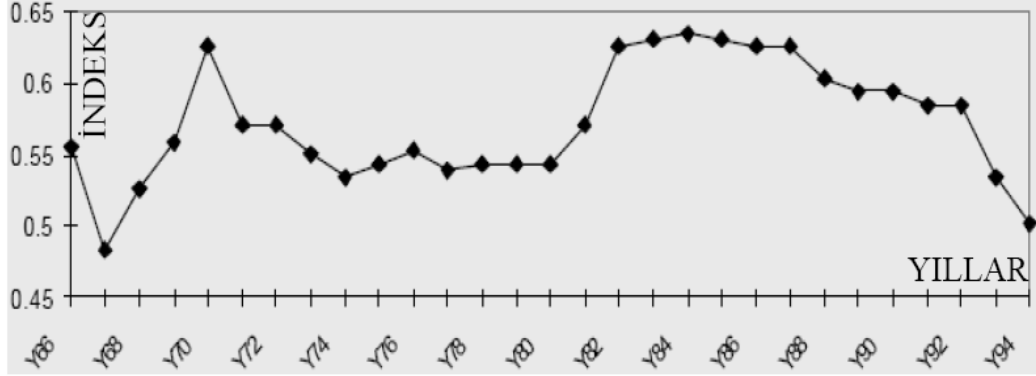
piyasa temelli kontrollerdir. Doğrudan ya da idari kontroller olarak isimlendirilen ilk grupta; sermaye işlemlerinin idari kısıtlamalara uğraması, kar payı ödemesi ya da fon transferlerinin kesin yasaklarla sınırlandırılması, fonlar üzerine doğrudan miktar üst sınırlarının getirilmesi, yapılan işlemlere yönelik olarak bir prosedür onayı getirilmesi (ki bu yolla fon transferlerinin hangi kaynaklı ve amaçlı oldukları incelenebilmektedir), gibi düzenlemeler söz konusudur. Bu yöntemler sonucu sermaye hareketlerinin hacmi, idari baskı ile kontrol edilmektedir. İkinci sermaye kontrol formu olan dolaylı ya da piyasa temelli kontroller ise, işlem maliyetlerini artırmaya dönük uygulamalar sayesinde, sermaye hareketlerinin caydırılmasını amaçlamaktadır. Bu kontroller; çoklu döviz kuru sisteminin belirlenmesi, karşılıklı transferlere doğrudan ya da dolaylı vergi uygulanması (Tobin vergisi gibi) ve diğer piyasa fiyatlarını etkilemeye dönük önlemler, olarak sıralanabilir.⁸¹ Finansal daralmayı sağlayan kısıtlamalar, döviz kontrolleri, sermaye yatırımlarının miktar kısıtlamaları yoluyla sermaye hareketlerinin kontrolü, faiz kontrolleri gibi yöntemlerle olmaktadır. Ülke ekonomileri, ikili ya da çoklu döviz kuru sistemi belirleyerek, uluslararası ticareti bir döviz kuru sistemine göre, spekülatif sermayeyi bir başka döviz kuru sistemine göre yapılandırabilmektedir. Miktar kısıtlamaları ise, merkezi siyasi otoritenin, yapılacak yatırımlara izin vermesini ifade etmektedir.⁸²

Sermaye kontrolleri ile ilgili olarak, gelişmekte olan ülkelerin 1966-1994 yılları arasındaki durumları Grafik-1’de sunulmaktadır.

⁸¹ IMF, “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, **IMF Occasional Paper 190**, May 17, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/pdf/part1.pdf>, 20 Temmuz 2005.

⁸² Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.39-40.

Grafik 1: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Sermaye Kontrol İndeksi



Kaynak: International Monetary Fund's (IMF) survey on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.

Alıntı: Laura Alfaro, "Capital Controls: A Political Economy Approach", (Çevrimiçi) <http://www.people.hbs.edu/lalfaro/kcontrols.pdf>, 10 Haziran 2004.

Grafik-1'de gelişmekte olan ülkeler için, sermaye kontrolleriyle anlatılmak istenen; sermaye işlemleri amaçlı ödemelerde kısıtlama uygulanması, ticari amaçlı ödemelerde (döviz ile) kısıtlama uygulanması ve iki farklı kur sistemi uygulanması tipindeki kısıtlamalardır. Grafikte sermaye kontrollerinin 1970-1980 yılları arasında, neredeyse 1990 yılı seviyesinin bile altında olduğu görülmektedir. Bu yıllar Euro-para piyasasının geliştiği yıllardır. Grafikten takip edildiğinde görüleceği gibi, 1980'lerdeki borç krizinin yarattığı olumsuz konjonktür gereği, bu yıllarda sermaye kontrolleri artmaya başlamış ve 1990'lara değin sermaye kontrolleri sürmüştür. 1990'larda yükselen piyasa ekonomilerindeki kar fırsatları, gelişen teknoloji (bilgisayar v.b. iletişim teknolojisi), kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişmesi ve finansal piyasaların entegrasyonu sonucu, sermaye kontrolleri en az seviyeye gelmiştir.

OECD bünyesinde, Bretton Woods konferansının sonuçlarına dayanarak 1961 yılında, sermaye hareketlerine tamamen serbesti getirilmesini savunan görüşlere rağmen, sermaye hareketleri liberalizasyonu kodu benimsenmiştir. Söz konusu kod, sermaye hareketlerinin izin verildiği ülkeler ve kısıtlama getirildiği ülkeler olarak bir ayrıma dayalı liste oluşturulması yönünde olup, OECD bünyesinde olan ve ödemeler bilançosu sorunları ile karşılaşabilecek ülkeleri, sermaye hareketlerinin olumsuz

etkilerine karşı korumayı amaçlamaktadır.⁸³ 1994 yılına gelindiğinde ise bu iki tip kısıtlamayı yapan ülke kalmamış ve söz konusu ülkelerin sadece sermaye hareketlerine kısıtlama getiren oranı %10 olarak gerçekleşmiştir. Sermaye kısıtlamalarının sanayileşmiş ülkelerdeki, 1966-1994 yılları arasındaki durumu Tablo-8’de sunulmaktadır.

Tablo 8: Sermaye Kısıtlamalarının, Sanayileşmiş Ülkelerdeki Durumu (%)

	1966	1970	1975	1980	1985	1990	1994
İki farklı kur sistemi uygulayanlar	15	20	20	10	5	0	0
Ticari amaçlı ödemelerde kısıtlama uygulayanlar	35	35	20	15	10	5	0
Sermaye işlemleri amaçlı ödemelerde kısıtlama uygulayanlar	70	75	75	60	45	45	10

Kaynak: International Monetary Fund (IMF), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, issues from 1966 to 1994.

Alıntı: Laura Alfaro, “Capital Controls: A Political Economy Approach”, (Çevrimiçi) <http://www.people.hbs.edu/lalfaro/kcontrols.pdf>, 10 Haziran 2004.

Tablo-8’de, iki farklı kur sistemi uygulayan ve dövizle yapılan ticari işlemlere kısıtlama getiren ülkelerin, 1980’den sonra bu tip sermaye kısıtlamalarını hızla azalttıkları görülmektedir. İki farklı kur sistemi, iç piyasada ve dış piyasada farklı kur sistemlerinin uygulanmasını ifade etmektedir.

Büyük bunalımın hemen ardından dünya ekonomisi üretiminin ve uluslararası ticaretin üçte bir oranında düştüğü gözlemlenmiştir. 1936 yılında iktisatçı Bertil Ohlin mal değişimi işlemleri ve spekülasyon sermaye hareketleri arasında bir ayrım yapılması gerektiğini belirterek, birinci işlemin ekonomik büyüme ve ülke refahını olumlu etkilediğini diğerkinin ise refaha katkısının olmadığını belirtmektedir. 1944’de kalkınma iktisatçısı olan Ragnar Nurkse’de benzer bir görüş olarak istikrarlı bir döviz kuru oluşması için sermaye denetimlerine gereksinim duyulduğunu belirtmektedir. Yine Bretton Woods konferansında kendilerinden fikir alınan iktisatçılardan John Maynard Keynes ve Harry Dexter White, spekülasyon ve dengesiz sermaye akımlarını eleştirerek, sermaye denetimlerine gidilmesini savunmaktadırlar. Keynes, ülkelerin kendi makro ekonomik politikaları hangi faiz oranını

⁸³ Yılmaz Akyüz, Andrew Cornford, **a.g.e.**

gerektiriyorsa onu uygulamalarını, diğer ülkelerin faiz oranlarının bu konuda etkili olmamasını belirterek sermaye denetimlerine bu nedenle gereksinim duyulduğunu savunmuştur. Keynes, ayrıca spekülasyon sermaye akımlarının uluslararası ticareti daralttığını ileri sürmektedir.⁸⁴ Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, spekülasyon nitelikli olumsuz etkilerini ve oynaklığını bir ölçüde kısıtlamaya dönük olarak ileri sürülen bir görüş James Tobin tarafından savunulan “Tobin Vergisi” dir.

1.2.2.1. Tobin Vergisi

1970’lerde James Tobin, uluslararası döviz kuru hareketlerine bir vergi uygulanması hakkında orijinal bir fikir ileri sürmüştü. Literatüre “Tobin Vergisi” olarak geçen bu uygulama, uluslararası döviz transferleri üzerinden düzenli ve sürekli olarak ad-valorem (vergiye konu olan büyüklüğün değeri üzerinden) bir verginin alınmasını öngörmektedir. %0,25 den başlayıp aşamalı olarak %1’e çıkarılabilecek bir vergi oranı, döviz kurlarındaki istikrarsızlığı gidererek, ülkeden döviz çıkışlarını düşürecek ve bundan dolayı da uluslararası sermaye hareketlerinde “şok kırıcı” etki sağlanmış olacaktır.⁸⁵ Söz konusu verginin ancak sermayenin uluslararası hareketlerinde spekülasyon oynaklığı bir ölçüde hafifletmesi ve devlete vergi geliri sağlaması özelliği olabilmektedir.

James Tobin’in makul ve küçük bir oran olarak tanımladığı vergi, uluslararası döviz geçişlerindeki sıklığı ayarlama yeteneğindedir. Ayrıca yüksek vergi geliri getirme özelliği taşımaktadır. Bu vergi ülkelerarası faiz oranı farklılıklarını bir ölçüde elimine ettiği gibi, döviz kurlarındaki spekülasyona dayalı oynaklığı da (volatilitiyi) önleme özelliğine sahiptir. Faizler ve kurlar üzerindeki bu etkilerinden dolayı, uluslararası ticaret ve doğrudan yatırımlar üzerinde de olumlu etkileri görülecektir. Tahminler doğrultusunda, binde 25’lik bir Tobin vergisi konulması, yıllık vergi gelirlerinde %50 oranında bir artışı sağlayarak, 200-300 milyar dolar civarında (G7 ülkeleri açısından) bir gelir artışı yaratacaktır.⁸⁶

⁸⁴ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.36-37.

⁸⁵ S.Rajan Ramkishan, “The Tobin Tax Revisited: A Global Tax For Global Purposes”, (Çevrimiçi) <http://www.economics.adelaide.edu.au/staff/rrajan/pubs/sumTT.pdf>, 24 Mayıs 2005.

⁸⁶ David Felix, “U.S. Foreign Policy In Focus: IMF Bailouts and Global Financial Flows”, (Çevrimiçi) <http://archives.econ.utah.edu/archives/pen-1/1998m04.c/msg00045.htm>, 24 Mayıs 2005.

Tobin vergisinin döviz spekülasyonunu zorlaştırması muhtemel bir etki olmakla birlikte, söz konusu verginin piyasanın hacminin azaltması, bundan sonrasında da ancak büyük şirketlerin alım satım yapması gibi kapsamlı işlemler yoluyla kurlar üzerinde etki görülmesi gözlenebilecektir. Tobin türü bir vergi salınması, finans piyasalarının küreselleşmesinden kaynaklanan ve finans sermayesinin diğer vergilendirme kaynaklarına göre sağladığı haksız avantajı bir ölçüde dengelemiş olacaktır. Örneğin fiziki alım satımlarda (uluslararası ticarete) Katma Değer Vergisi (KDV) gibi bir vergi alınırken, finansal alım satımların vergiden muaf olması, spekülasyon sermayeye avantaj sağlamaktadır.⁸⁷ Tobin Vergisi'nin sermaye hareketlerine sınırlama getirmesi, Şili'de de sermaye akımları üzerinden belli oranda bir mevduatın (yaklaşık %30), bir yıl süresince ülke Merkez Bankası nezdinde bulundurma zorunluluğu sistemine fikir öncülüğü yapmıştır.⁸⁸ Tobin türü bir vergi, ekonomi otoritelerine ilham kaynağı olmuş ve bu konuda 1998 yılına kadar Şili'de bir sermaye kontrolü uygulamasına gidilmiş ve literatüre “Şili Uygulaması” olarak geçmiştir. Buna göre sermaye sahipleri, ülkeye getirdikleri fonların belli bir kısmını banka mevduatı altında belli bir süre tutma zorunluluğundaydılar.⁸⁹

1.3.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinde Döviz Kuru ve Faiz Oranları Etkisi

Kısa vadeli sermaye akımlarının ülkelere hareket etmesinde en önemli etkenler, söz konusu ülkelerin döviz piyasalarının yapısı ve ülkeler arasındaki faiz farklılıklarıdır.

⁸⁷ George Soros, **a.g.e.**, s.48.

⁸⁸ Jonk H.Park, **a.g.e.**, s.17.

⁸⁹ Nader Nazmi, “The Internationalization of Capital in a Small and Vulnerable Economy”, (Çevrimiçi) <http://www.lfc.edu/~nazmi/LABR%20article.pdf>, 10 Eylül 2004.

1.3.1. Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketine Etkisi

Döviz kurunun etkilerini incelemek için, döviz piyasası türlerinin ve ülkelerin uygulamakta oldukları kur rejimlerinin bilinmesi gerekmektedir.

1.3.1.1. Döviz Piyasasının Tanımı ve Türleri

1.3.1.1.1. Döviz Piyasasının Tanımı

Döviz, geniş anlamıyla bütün yabancı ödeme araçlarını kapsayan bir kavramdır. Dar anlamda ise yabancı paralar üzerinden yazılan ticaret poliçelerini ifade etmektedir. Ülkeler arasında uluslararası ticaretin akıcı bir şekilde olabilmesi, ticarete konu malların karşılığı milli paraların bir piyasa aracılığıyla birbirine çevrilmesi gerektirmekte, bunu da döviz alım satımının yapıldığı ve belli bir mekanının olmadığı *Döviz Piyasası* sağlamaktadır.⁹⁰ Döviz piyasasının varlığı, ülkede döviz alım satımının kanunen serbest olmasını ifade ettiğinden dolayı, Türkiye’de söz konusu kararlar birlikte konvertibilite de sağlanmış ve döviz piyasasının, dünya döviz piyasalarıyla entegrasyonu yolunda önemli bir adım atılmıştır.

Dış malların satın alınması ya da başka ülkelere yatırım yapılması gibi durumlarda, birkaç ülke parasının birbirine dönüştürülmesi gerekmektedir. Bu dönüşümün yapılabildiği piyasa, döviz piyasası olarak tanımlanmaktadır. Piyasanın faaliyet yeri her yer olabilmektedir. Uluslararası döviz piyasasının işlemcileri, ithalatçılar, ihracatçılar, bankalar, özel finans kurumlarıdır. Bu piyasada günlük olarak, söz konusu işlemciler adına telefonla yapılan döviz ticareti 1.5 trilyon dolar’dır. Bu rakam, dünyada bir günde el değiştiren döviz miktarını göstermektedir.⁹¹

⁹⁰ Rıdvan Karluk, **a.g.e.**, s.293-298.

⁹¹ Michael Parkin, **Economics**, New York, Addison Wesley , 2003, s.789.

Uluslararası işlemlerin büyük bir çoğunluğu (hem mal ve hizmet ticareti hem de yabancı mali varlıkların alım satımları) döviz piyasası aracılığıyla gerçekleşmektedir. Fertlerin, istedikleri malları ve mali varlıkları alıp satmaları bu piyasanın varlığına bağlı olduğu için, döviz piyasasının yokluğu, bu tür işlemlerin seviyesinde azalmaya sebep olarak, milli refah ve dünya refahı da azalacaktır.⁹²

1.3.1.1.2. Döviz Piyasasının Türleri

Dövizin fiyatının belirlendiği iki farklı piyasa türü bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, anında teslim işlemlerin yapıldığı spot döviz piyasası, diğeri ise dövizle ilgili gelecek işlemlerinin yapıldığı vadeli teslim döviz piyasasıdır.⁹³

1.3.1.1.2.1. Anında Teslim Döviz Piyasası (Spot Piyasa)

Döviz Kuru, yabancı herhangi bir paranın milli para fiyatı olarak tanımlanabilir.⁹⁴ Spot piyasa da, döviz piyasasında işlem yapan birimlerin, peşin yaptıkları alış verişleri kapsamaktadır. Arz ve talep, spot piyasasını etkileyen en önemli mekanizmadır.⁹⁵ Piyasa kavramı, alıcı ve satıcıları karşı karşıya getiren, alış veriş gerçekleştirilmelerini sağlayan her türlü imkandır. Piyasa dengede olduğu zaman gerçekleşmiş olan fiyata denge fiyatı denmektedir.⁹⁶ Döviz piyasasında da durum mal piyasasında olduğu gibidir. Döviz alıcı ve satıcılarının karşı karşıya gelmeleriyle dövizin denge fiyatı ya da döviz kuru oluşmaktadır. Arz talep dengesinden sonra döviz için bir spot piyasa fiyatı ya da spot piyasa denge kuru belirmektedir. Spot piyasada beliren döviz kuru, vadeli döviz piyasası tarafından da yakından takip edilmektedir.

⁹² Ted Walther, **a.g.e.**, s.72.

⁹³ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 2004, s.436.

⁹⁴ Emin Ertürk, **a.g.e.**, s.20.

⁹⁵ Semih Bükler, Rıza Aşıkoğlu, Güven Sevil, **Finansal Yönetim**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Basımevi Yayınları, 1994, s.428.

⁹⁶ Orhan Türkay, **Mikro İktisat Teorisi**, Ankara, Adım Yayınları, 1993, s.139.

1.3.1.1.2.2. Vadeli Teslim Döviz Piyasası

Vadeli döviz kurları, yabancı ülke paralarının gelecekteki fiyatı üzerinden, şimdiden alım satımının yapıldığı fiyatlardır. Şimdiden belli hesaplar doğrultusunda tahmin edilen söz konusu vadeli kurun, vade sonundaki spot piyasa kuruna eşit olması umulmaktadır. Pratikte ise, milli para bu vade sonunda aşınma (*depreciation*) ya da değerlenme (*appreciation*) göstererek, vadeli kurla eşit hale gelmemiş olabilir (bu durum “*döviz primi* “ ya da “*döviz iskontosu*” olarak isimlendirilmektedir). 30,90,180 günlük vadelerde hesaplanan vadeli kurlar için bir örnek Tablo-9’da verilmektedir.⁹⁷

Tablo 9: Vadeli Döviz Kurları (Amerikan Dolarına Karşı)

	Spot 30/12/1999	30-Gün Vadeli	90-Gün Vadeli	180-Gün Vadeli
İngiltere-- Paund	0.6191	0.6190	0.6190	0.6193
Kanada - K.Doları	1.4442	1.4432	1.4411	1.4381
AB -Euro	0.9932	0.9910	0.9866	0.9803
Japonya -Yen	1.0212	1.0159	1.0064	99.13

Kaynak: Wall Street Journal, 3 Ocak 2000.

Alıntı: Andre B.Abel, Ben S.Bernanke, **Macroeconomics**, New York, Addison Wesley, 2001, s.482.

Vadeli kur ve spot kur arasındaki boşluk, spot döviz kurunun bir yüzdesi olarak ifade edilmektedir. Eğer vadeli kur spot kurdan büyük ise (daha önce tahmini belirlenmiş kur olan vadeli kur, gelecekteki gerçekleşen kur olan spot kurdan büyükse “ $F > S$ ”) bu durum “**Döviz Primi**” olarak tanımlanırken; vadeli kur spot kurdan küçükse ($F < S$) bu durum da “**Döviz İskontosu**” olarak tanımlanmaktadır. Bu durum için bir matematiksel bir eşitlik yazmak gerekirse, örneğin Japon Yeni ve ABD doları arasındaki bir eşitliği yaklaşık bir değer olarak, $I_J - I_U = f - s$ biçiminde

⁹⁷ Andre B.Abel, Ben S.Bernanke, **Macroeconomics**, New York, Addison Wesley, 2001, p.482.

göstermek mümkün olabilecektir.⁹⁸ Söz konusu eşitlik aynı zamanda, ülkeler arasındaki faiz oranı farklılığının, vadeli kur ile spot kur arasındaki, döviz primine (ya da döviz iskontosuna) bağlı olması olarak açıklanabilir. Bu matematiksel eşitlik, “Güvenceli Faiz Oranı Arbitraji” ve “Uluslararası Fisher Etkisi” ile aynı etkileri işaret etmektedir. Bu etkiler, çalışmanın, ilerideki “faiz” başlığı altında daha detaylı incelenmektedir.

1.3.1.2. Döviz Kuru Sistemleri

Literatürde döviz kuru sistemleri incelendiğinde iki ana sistem bulunduğu görülmektedir. Bu iki sistem arasında ise, ekonomi otoritelerince tercih edilebilmekte olan, iki sistemin olumsuz etkilerinin bertaraf edildiği sistemler mevcut olsa da, temel iki sistemin bilinmesi kısa vadeli sermaye akımlarının açıklanmasında yeterli görülmektedir. Açık ekonomilerle ilgili çalışmalar yapmış iktisatçılar (Robert Mundell, J.Marcus.Fleming v.b.) tarafından bu iki tanımlama, çalışmalarında yeterli görülmüştür.

1.3.1.2.1.Sabit Döviz Kuru Sistemi

Milli paranın, bir başka dövize ya da belli dövizlerden oluşan sepete bağlanarak, diğer dövizler karşısında değerinin değiştirilmemesine *Sabit Kur* denilmektedir. Sabit kur sisteminin uygulandığı durumda ekonomik birimler, resmi olarak belirlenen kurlardan alım ve satım yapmaktadırlar. Dışa açık bir ekonomide sabit kur mekanizmasının bir gereği olan sabitliğin korunabilmesi için, Merkez Bankaları'nın yeterli düzeyde döviz rezervine sahip olmaları gerekmektedir.⁹⁹ Ekonomi otoritesi bu yolla gerektiğinde piyasaya müdahale ederek, kurun sabit kalması yönünde baskı yapabilmektedir.

⁹⁸ Ralph C. Bryant, “The Exchange Risk Premium: Uncovered Interest Parity, and The Treatment Of Exchange Rates In Multicountry Macroeconomic Models”, **The Brookings-Sponsored Projects**, January 1995, (Çevrimiçi)<http://www.brookings.edu/views/papers/bdp/bdp111/bdp111.pdf>, 14 Temmuz 2005.

⁹⁹ Emin Ertürk, **a.g.e.**, s.22.

Sabit kurlarda para politikasını yöneten ekonomi otoritesi, bütün diğer para birimlerine karşı milli parayı belirli bir kurdan alır ve satar. Bunun pratikte olabildiğini sağlayan ise, söz konusu otoritenin diğer para birimlerinden büyük miktarda biriktirmiş olmasıdır. Böyle bir durumun varlığından dolayı da paranın arz ve talebi birbirine eşit olmak zorunda değildir çünkü farklılık bu otorite tarafından giderilmektedir.¹⁰⁰ Piyasada döviz kurunun artmasına yönelik bir baskı durumunda ekonomi otoritesi olan Merkez Bankası, sabit kur sisteminin bir gereği olarak, rezervlerini kullanarak piyasaya döviz satar. Böylelikle döviz arzı artarak, döviz kuru düşer. Ters durumda da döviz satın alarak, döviz kurunu istediği seviyede tutabilmektedir.

Sermaye hareketliliğinin olduğu bir ekonomide, sabit döviz kuru sistemi geçerli olduğu durumda, kuru sabit tutmaya dönük kullanılan para politikası, aynı zamanda iç ve dış dengeyi sağlayamamaktadır. Genellikle, büyük ve gelişmiş bir ülkenin serbest kur sistemini benimsemesi avantajlıdır. Oysa bir dış ticaret açığının sebebi, ticaret ortaklarındaki iktisadi gerileme olan ülkelerde ise, sabit ya da yarı sabit döviz kuru sistemi benimsenmesi tercih edilebilir. Böylelikle milli paranın dış değerini düşürücü bir politika, dış ticaret ortağı olan ülkenin iktisadi faaliyetleri canlandığında tersine çevrilebilir nitelikte olacaktır.¹⁰¹ Sabit döviz kuru sisteminde üç tip problem söz konusudur. Bunlar;¹⁰²

- Yeterli döviz rezervi bulundurma sorunu (kurlara müdahale için gerekmektedir),
- Uzun dönemdeki kur gelişmelerine uyum sorunu (kurun gerçek dünyada değişiklik göstermesi, uzun dönemde kendini gösterir, sabit kur izleyen ekonomi bu durumda dünyadan kopuk bir ekonomi haline gelebilir),
- Spekülatif nitelikli döviz hareketlerinde, sabit kurun işlevi sorunu, olarak özetlenebilir.

¹⁰⁰ Walter J. Wessels, **a.g.e.**, s.533.

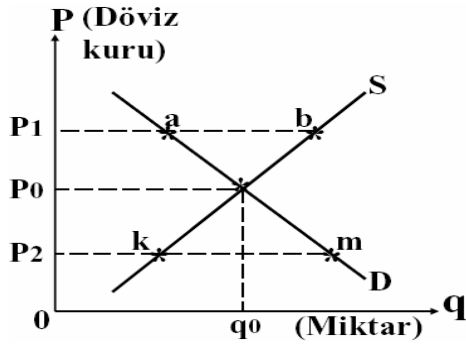
¹⁰¹ Ted Walther, **a.g.e.**, s.388-389.

¹⁰² Richard G.Lipsey, v.d, **a.g.e.**, s.889.

1.3.1.2.2. Esnek Döviz Kuru Sistemi

Döviz kurlarının serbest piyasa koşulları içinde olduğu sistemlere esnek döviz kuru sistemleri denilmektedir. Esnek döviz kuru sistemi içinde müdahalenin durumuna göre çeşitli tanımlamalar bulunmaktadır. Resmi otoritelerin döviz kuru oluşmasına hiç müdahale etmediği durum “tam esnek kur sistemi-temiz dalgalanma sistemi”, serbest piyasanın işleyişini bozmadan yaptığı müdahale durumu “kontrollü dalgalanma sistemi”, çok sık başvurulan ve serbest piyasa işleyişine de müdahale niteliği taşıyan durum ise “kirli dalgalanma” isimlerini almaktadır.¹⁰³ Söz konusu sistemde, dövizin fiyatı olan kur, arz ve talep dengesine göre belirlenmekte ve eğer tamamen serbest belirlenen bir sistem söz konusuysa (temiz dalgalanma) tam rekabet piyasası şartlarına en uygun piyasa tipi örneği oluşturmaktadır. Esnek döviz kuru sistemlerinde, denge döviz kurunun piyasada oluşumu şekil-10’da gösterilmektedir.

Şekil 10: Piyasada Döviz Kurunun Oluşumu



Kaynak: Michael Parkin, **Economics**, New York, Addison Wesley , 2003, s.794’ den derlenmiştir.

Şekil-10’da “D” döviz talebini, “S” döviz arzını göstermektedir. Esnek döviz kuru sistemlerinde, serbest piyasada döviz kuru kendiliğinden belirlediğinden, tam rekabet piyasasına en yakın piyasa özelliği taşıyan döviz piyasasında, döviz kuru kendiliğinden “P0” olarak gerçekleşmiştir. Eğer piyasada döviz arzı döviz talebini geçerse (şekilde “a” ile “b” noktaları arasındaki gibi), dövizin fiyatı (döviz kuru) denge fiyatına (P0) düşmeye başlayacaktır. Döviz talebi döviz arzını geçerse (şekilde

¹⁰³ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.13.

“k” ile “m” noktaları arasındaki gibi), bu sefer de döviz fiyatı denge fiyatına (P0) yükselmeye başlayacaktır. Her durumda dengeye doğru hareket söz konusudur.

Esnek döviz kuru sisteminde, döviz kuru yükseldiğinde, milli paranın aşınmasını ifade etmek üzere “*Depreciation-Aşınma*”, tersi durumda yani milli paranın değer kazanıp, döviz kurunun değer kaybettiği durumda ise “*Appreciation-Değerlenme*” terimleri kullanılmaktadır.¹⁰⁴ Esnek döviz kuru sistemlerindeki bu terimlerin, sabit döviz kuru sistemlerindeki yakın anlamlı terimleri, “*Depreciation*” için “*Devalüasyon-Devaluation*”, “*Appreciation*” için ise “*Revalüasyon-Revaluation*” dur. Devalüasyon ve revalüasyon kavramları, döviz kurundaki yükselişler ve düşüşler için kullanılsa da, teknik olarak bu kavramlar sadece sabit döviz kurunun geçerli olduğu ekonomilerde kullanılabilen kavramlardır.

Asıl olarak, sabit kur sistemi ya da esnek kur sistemi olmak üzere iki şekilde oluşan döviz kurları; başka bir ifadeyle, tam sabit uygulanan kurlar ile hiç müdahalenin olmadığı temiz dalgalanma olarak adlandırılan kurlar arasında, müdahalenin ölçüsüne ve zamanına göre çeşitli isimlerle anılmaktadır. Esnek döviz kuru sisteminin avantajlarını şu şekilde özetlemek mümkündür:¹⁰⁵

- Esnek döviz kuru sayesinde, ödemeler bilançosu açıklarını dengelemeye dönük olarak, otomatik bir denkleştirme mekanizması sağlanmış olur. Bilanço açık verdiğinde, döviz kuru artarak ihracatı özendirici, ithalatı caydırıcı etki yapar. Böylelikle dış dengenin sağlanmasında da diğer koruyucu önlemlere başvurmaya gerek kalmamaktadır.
- Spekülasyonun varlığı, döviz kurlarının istikrarlı olmasını sağlamaktadır. Örneğin, paranın değerindeki düşüşün geçiciliğine inanan spekülâtörler, satın alım yaparak (gelecekteki yükselme beklentisiyle) cari döviz kuruna istikrar sağlamış olurlar.
- Esnek kur sistemi, para politikalarında bağımsızlığa sebep olmaktadır. Ödemeler dengesi açığı yaratmayacağı için bağımsız bir para politikası uygulamak mümkündür.

¹⁰⁴ Robert E.Hall, John B.Taylor, **Macro Economics: Theory, Performance and Policy**, New York, Norton Company,1991, s.314.

¹⁰⁵ Emin Ertürk, **a.g.e.**, s.23-26.

- Esnek kur sisteminin geçerliliğinde, resmi döviz rezervleri bulundurmaya sadece resmi ticari işlemler için gerek olmaktadır. Piyasaya, sabit kur sisteminde olduğu gibi, kısırlaştırma (milli paranın değerini koruma amaçlı olarak, ihracatın ve ithalatın doğurduğu döviz değişimlerinin elimine edilmesine yönelik Merkez Bankası müdahalesi) işlemleri için müdahale amaçlı resmi döviz rezervi bulundurmaya gerek olmamaktadır.

Piyasada beliren döviz kuru, nominal döviz kuru olarak ifade edilirken, ülkelerarası karşılaştırmaların yapılmasında ise “*Reel Döviz Kuru*” kullanılmaktadır. Reel döviz kuru, iki ülke arasındaki fiyat farklılıklarının (enflasyon farklılığı) elimine edilmesine yarayan bir karşılaştırma ölçüsüdür.¹⁰⁶ Reel döviz kuru hesaplanması için kullanılan formül şöyledir:¹⁰⁷

$$\text{Reel döviz kuru} = \frac{\text{Nominal döviz kuru} \times \text{Yurt içi fiyat düzeyi}}{\text{Yurt dışı fiyat düzeyi}}$$

1.3.1.3. Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Etkilemesi

Döviz kurlarındaki değişimler, ülke ekonomisi ilişkin olarak uluslararası piyasalarda yapılan değerlendirmelerin değişmesine yol açabilmekte ve ekonominin net dış pozisyonunu değiştiren yeni sermaye akımlarına neden olmaktadır.¹⁰⁸

Döviz kuru riski, devalüasyon beklentilerini artırmakta, bu da yabancı yatırımların yön değiştirmesine sebep olmaktadır. Döviz kontrolleri; yabancı kaynaklı öz sermaye yatırımlarının sınırlandırılması, yabancı kredi ve faizlerin geri ödenmesinde kısıtlama, kar transferlerinde kısıtlama olarak ortaya çıkmaktadır.¹⁰⁹ Döviz kurunun seyri, dövize yapılan müdahale ve döviz kontrolleri sermaye

¹⁰⁶ Robert E.Hall, John B.Taylor, **a.g.e.**, s.318.

¹⁰⁷ N.Gregory Mankiw, **Principles of Economics**, Orlando, Harcourt Brace College Publishers, 1998, s.649.

¹⁰⁸ DPT, **8. Beş Yıllık Kalkınma Planı: Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, s.43.

¹⁰⁹ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **a.g.e.**, s25.

akımlarının da belirleyicisi olmaktadır. Ülke ekonomisine giren kısa vadeli sermaye fonları, ilk olarak yerli paraya çevrilmekte ve kısa vadeli yatırımlar satın alınmaktadır. Söz konusu yatırımlardan oluşan kazançların da ülkeyi terk ederken tekrar dövize çevrileceği düşünüldüğünde, döviz kurunun istikrarlı olması beklenir. Bu yüzden, döviz kuru ayarlamaları ve döviz kontrolleri yabancı yatırımcıların kararları için önemlidir.

1.3.1.3.1. Dış Denge-Döviz Kuru İlişkileri

Ülkelerin dış alemle yaptıkları ekonomik ve mali işlemler sonucunda ya eşitlik ya da dengesizlik hali söz konusudur. Dengesizlikler de bir dış açık ya da dış fazla olarak kendini göstermektedir. Ödemeler bilançosunda ortaya çıkan dengesizlikler, ekonomik ve ticari hayatın bir sonucudur. Dış açıkları gidermek için uygulanabilecek politikalar, bu açıkları finanse etmek, baskı altına almak ve tedavi edici tedbirler almak şeklinde özetlenebilir. Açıkları finanse etmek yolu, resmi döviz rezervlerini ya da dış borçlanmayı kullanarak açıkları kapatmakla yapılmaktadır. Baskı altına alma yolu ise, döviz kontrolleri ve sermaye hareketlerinin kısıtlanması gibi bir dizi önlemi kapsamaktadır.¹¹⁰ Dış açıkları kapatmaya dönük olarak döviz kontrollerine başvurulması, sermaye çıkışlarına sınırlandırma getirilmesi gibi yöntemler finansal liberalizasyona ters düştüğünden sermaye sahipleri üzerinde, fonlarını ülkeye getirmek konusunda caydırıcı etki yapmaktadır. Bu durumda, kısa vadeli fon sahipleri, kazançlarını ülkelere geri getirmede engellerle karşılaşacaklarını ya da kazançlarının bir kısmının belki de tamamının döviz kurundaki müdahaleler dolayısıyla kayba uğrayacağını düşünmektedirler.

Ödemeler dengesinde açık yönünde bir dengesizlik durumunda, dengeyi sağlama amaçlı olarak, döviz çıkışlarını azaltıcı ve döviz girişlerini artırıcı önlemlere başvurmak gerekecektir. Döviz çıkışlarını azaltmak amacıyla ithalatı kısarak, harcama azaltıcı politikaların uygulanması yanında doğrudan kontrol araçlarına da başvurulabilir.¹¹¹

¹¹⁰ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.271-273.

¹¹¹ Zafer Tunca, **a.g.e.**, s.161.

Uzun vadede sermaye akımları, cari işlemler dengesindeki seyre göre hareket etmektedir. Yatırımcılar ve borç alanlar, gelir maksimizasyonu ve maliyet minimizasyonu istekleri doğrultusunda, döviz kurları ve faiz oranlarını yakından takip etmektedirler. Bu doğrultuda, cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri, ülkelerdeki tasarruf oranları ve yatırımların getirileri arasındaki global farklılığı eşitlemek için, faiz oranlarının ve döviz kurlarının gelecekte hangi yönde değişmek zorunda olduğunun bir göstergesidir.¹¹²

Ödemeler bilançosu denkliğinden anlaşılmaktadır ki, cari dengenin üç boyutu bulunmaktadır. Bunların birincisi, bir ülkenin gelirinin harcamalarına (dolayısıyla da tasarrufunun yatırımına) olan fazlası; ikincisi, bir ülkenin mal ve hizmet ihracatının ithalatına fazlası; üçüncüsü, bir ülkenin net dış varlıklarındaki değişme, boyutlarıdır. Eğer bu aktarılanlarda, gelirler giderleri aşıyorsa net döviz girişi vardır ve cari denge fazla verir. Ters durumda ise, cari denge açık verecektir. Cari denge açığı durumunda, ya rezervler azalacak ya da yurt dışı kaynaklardan bu açık finanse edilecektir. 1990'ların sonunda gelişmekte olan ülkelerdeki açığı finanse eden yabancı para daha çok sıcak para olarak bilinen kısa vadeli spekülasyon sermayesidir. Yerli paranın değerlenmesinin dış dengeye etkisi de olumsuz olmaktadır. Bu durumda ihracat artmakta, ithalat da azalmaktadır. Yerli paranın değerlenmesinin göstergesi ise nominal döviz kuru değil, reel döviz kurudur.¹¹³

1.3.1.3.2. Döviz Kurunun Etkileri

Sermaye akımlarının, gittikleri ülkelerdeki enflasyon hızını yükselttiği ve reel döviz kurunu artırdığı gözlenmektedir. Sermaye akımlarının yoğun olduğu ülkeler genellikle, döviz kurlarının belli bir bant içinde dalgalanmasına izin vermektedirler. Az sayıda ülke ise, reel döviz kurlarını korumanın güç olmasından ve bunun da spekülasyonu özendirilmesinden yakındıkları için, döviz kuru ayarlamaları yapmaya dönük kur sistemi olan sabit kur sistemini tercih edebilmektedirler. Döviz kurlarının geniş bir bant içinde dalgalanmasına izin veren ekonomilerde görülen üç temel

¹¹² Vedat Akman, **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz: Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri**, İstanbul, Rota Yayınları, 1998, s.28.

¹¹³ Hakan Ercan, **a.g.e.**, s.17-18.

avantaj bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; döviz kurlarının bant içinde dalgalanması bir ekonomik gösterge olarak kullanılabilir. Böylece kurun aşırı değerlendirildiği yolundaki eleştiriler giderilmiş olmaktadır. İkincisi; böylelikle yabancı yatırımcılar için döviz kuru riski yaratılmaktadır. Üçüncüsü ise; sermaye akımlarının ülke dışına çıkması durumunda kur bant içinde değişerek, politik bir tepki oluşmaktadır.¹¹⁴

Reel kur için denge değeri, net sermaye hareketinin (Merkez Bankası döviz rezervinin) olmadığı düzeydir. Söz konusu denge değerinin altındaki reel kur seviyesinde, talep arzdan büyüktür. Bu durumda ülkeye para girişi olmalı ya da Merkez Bankası rezervleri azalmalıdır. Denge değerini yakalayabilmek için ekonomi politikasına yön veren siyasi otoritenin yapacağı bir devalüasyon da, nominal kurun artmasına yol açacak fakat bu durumda da yabancılar yerli para ile yaptıkları yatırımlardan çıkarak dövize yönelebilecekler ve ülkenin kredi notu düşecektir. Yatırımlarda ve tasarruflarda bir daralma yaşanacaktır. Bir süre sonra ise, devalüasyonun iyileştirici etkisi görülmeye başlanacak, pahalılaştan ithal malları sebebiyle kısılan ithalat sonucunda dövize talep azalacaktır. Diğer yandan da ihracattaki artış döviz rezervlerini artıracak ve cari dengede iyileşme sağlanmış olacaktır. Burada anlatılanın gerçekleşmesine engel bir faktör, ihracattaki artışın ithalattaki azalışı tam karşılayamayacak düzeyde olmasıdır. Ticarete konu olmayan malların talebi buradaki dengelenmeye sebep olmaktadır. Ülke içinde ticarete konu malların üretimini sağlayıcı bir fiyat ayarlaması yapılırsa, böylelikle reel kur da yükselmiş olacak ve ticarete konu malların üretimi karlı hale geleceğinden (ticarete konu olmayan malların arzı kısıllacağından) dış açık kapanacaktır. Böylelikle ilk hareket olarak sermaye girişi, ihracat ve ithalatın eşitlenmesiyle elimine edilmiş olmakta, başka bir ifadeyle reel kur denge değerine gelmiş olduğundan sermaye hareketi de reel kura tam uyumlu olmaktadır. Reel kur ekonomideki kaynak dağılımını sermaye hareketlerine volatilité kazandırmak suretiyle etkilemiştir.¹¹⁵ Burada sadece nominal kurun yükseltilmesi yoluyla değil aynı zamanda fiyat ayarlamaları yoluyla reel kur denge seviyesine gelmiştir. Yani devalüasyon gibi harcama kaydırıcı politikaların yanında harcama değiştirici politikaların da (para ve

¹¹⁴ Nurdan Aslan, **a.g.e.**, s.100-101.

¹¹⁵ Hakan Ercan, **a.g.e.**, s.20-21.

maliye politikası araçlarına başvurulması) uygulanmasıyla başarı yakalanmış olacaktır.

1.3.2. Faiz Oranlarının Kısa Vadeli Sermaye Hareketine Etkisi

Faiz oranları sermaye hareketlerini etkileyen önemli bir faktördür. Yabancı sermaye ülkeler arası faiz farklılıklarına göre hareket etmektedir. Faiz oranları yükseldiği ölçüde ülkeye sermaye girişi artmakta, faiz oranlarının düşmesi halinde ise ülkeden sermaye kaçıışı olmaktadır.¹¹⁶ Faiz oranlarının yüksek olması bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarını ülkeye çekmekte etkili olurken öte yandan tasarrufların yatırıma dönüşmesi yolunda da bir engel teşkil etmektedir.

Kısa vadeli sermaye akımları için en başta gelen sürükleyici güç, faiz oranlarındaki değişimdir. Uluslararası ticaretle uğraşanlar, ticaret dengesini sağlamak için aynı zamanda yurtiçi pazara da üretim yapmaktadırlar. Bu dengelerin bir kısmını da uluslararası piyasalarda kullandıkları fonlar içerir ve bu fonların motivasyon kaynağı olan yüksek faiz oranları, yurt içindeki üretimlerini yavaşlatmalarına ve bununla birlikte istihdam azalışlarına sebep olabilmektedir. Doğal olarak, ticaret dengelerini etkileyen bu fonlarını, yüksek faizli bir ülkeden diğer yüksek faizli ülkeye kaydırmak şeklinde kullanmaya başlarlar. Yüksek faizler sayesinde büyük hacimde kısa vadeli sermaye çeken ülkelerde aynı zamanda milli paranın değer kazanması (appreciation) gerçekleşmektedir. Eğer bu faiz oranları düşürülebilirse, en olası sonuç olarak ülke parası aşınma göstermesine rağmen, ülkenin reel ticaret dengeleri oluşmaya (ihracat artışı ve sermayenin reel üretime geri dönüşü) başlayacaktır.¹¹⁷

Yatırımların yüksek faizlerle finanse edilmesi durumunda geri ödemesi imkansız hale gelebilmekte ve sonuç olarak tasarruflar kamu açıklarına (kamu bankalarına devirden kaynaklanan görev zararları bir kamu açığı niteliğindedir) akmaktadır. Artan faizler, kamu harcamalarının da verimsizliğine sebep olmakta ve tasarruflar tüketime dönük kullanılmaya başlanmaktadır. Bu döngü de büyümeyi yavaşlatmaktadır. Yüksek reel faizler, bir özel sektör kuruluşunun büyük çabalarla

¹¹⁶ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **a.g.e.**, s.25.

¹¹⁷ Richard G.Lipsey, v.d, **a.g.e.**, s.876.

verimliliği artırmak yönünde elde edeceği kazancı, devlete borç vererek elde edeceği faiz geliri yanında çok küçük kalmasına sebep olmaktadır.¹¹⁸

Keynes'in likidite tercihi teorisi (1936) ve Tobin'in parasal büyüme modeli (1965), ekonomik büyümenin önünde yüksek faiz oranlarının olduğunu savunmaktadır.¹¹⁹ Bu yüzden söz konusu iktisatçılar faiz oranlarında kontrol gerekliliği üzerinde durmuşlardır. Faiz oranları, döviz kurunda olduğu gibi, kısa vadeli sermayenin hareketlerinde belirleyici olmaktadır. Ekonomi otoritesi, faiz kontrolleri yoluyla faiz oranlarına müdahale etmediği sürece, ülkelerin faiz oranlarını birbirine yakınlaştıran bir mekanizma bulunmaktadır.

1.3.2.1. Faiz Oranı Arbitrajı

Arbitraj kavramı; döviz, bir menkul değer ya da bir malın aynı anda farklı yerlerdeki fiyat farklarından yararlanmak için, bu ekonomik değerlerin aynı anda alınıp satılması işlemi olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımıyla geniş kapsamlı olduğunun anlaşıldığı arbitraj, bütün ekonomik ve mali varlıklara uygulanabilen, spekülasyon olmayan bir işlemdir.¹²⁰ Sermayenin fiyatı olan faiz de ekonomik bir değer olarak arbitraja tabidir. Dolayısıyla ülkeler arasında oluşan faiz oranı farklılıkları sebebiyle yüksek faiz oranlarına doğru hareket eden kısa vadeli sermaye sayesinde de uluslararası faiz oranları eşitlenmektedir. Yüksek faiz oranlarının bulunduğu ekonomiye hareket eden kısa vadeli fonlar, bu ekonomiye girdikçe söz konusu yüksek faizleri düşürücü etki yapmaktadır. Bu fonların çıktığı ülkede ise, sermaye azalması dolayısıyla, sermayenin fiyatı olan faizler artmaktadır. Sonuç olarak, kısa vadeli fonların çıktığı ülkedeki faiz artışlarıyla, fonların girdiği ülkedeki faiz azalışları, uluslararası faiz oranlarını birbirine yaklaştırarak, *faiz oranı arbitrajı* gerçekleştirilmiş olmaktadır.

¹¹⁸ DPT, 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı: Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu, s.41.

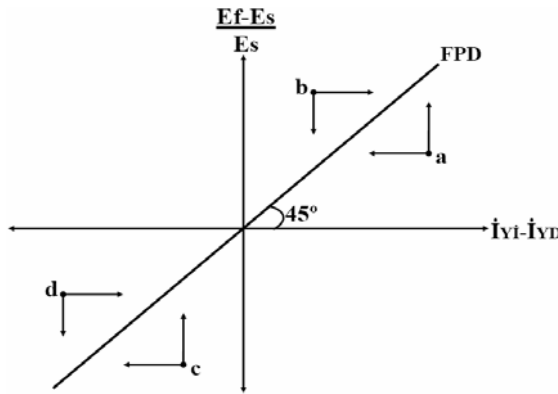
¹¹⁹ Vedat Akman, a.g.e., s.29.

¹²⁰ Rıdvan Karluk, a.g.e., s.299.

1.3.2.1.1. Faiz Paritesi-Parite Kuru İlişkisi ve Faiz Oranı Arbitrajı

Ülke lehine olan faiz farklılığının (yurt içi faiz yüksekliğinin), milli paranın vadeli iskonto oranına (döviz primine) eşit olması durumuna *faiz paritesi* ve bunu sağlayan vadeli döviz kuruna da *parite kuru* denilmektedir.¹²¹ Başka bir ifadeyle, ülkeler arası faiz oranlarını birbirine eşitleyen döviz kuruna parite kuru; dövizin gelecekteki kuru olan vadeli kurunu, spot piyasa kuruna eşitleyen faiz oranına ise faiz paritesi denilmektedir. Faiz paritesi-parite kuru ilişkisini ve faiz oranları arbitrajını şekil yardımı ile konuyu daha kapsamlı açıklamak mümkün olabilecektir. Şekil-11’de yurt içi faiz oranları ile yurt dışı faiz oranları farkının doğurduğu arbitraj olanaklarının nereye kadar devam ettiği, bunun döviz kurundan ne yönde etkilendiği gösterilmektedir.

Şekil 11: Faiz Paritesi Doğrusu ve Arbitraj İmkanları



Kaynak: Emin Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, İstanbul, Der Yayınları, 1994, s.80.

Şekil-11’de, dikey eksen üzerinde ifade edilenlerden “E_f” dövizin gelecekteki kurunu (önceden tahmin edilen kur), “E_s” dövizin spot kurunu (gelecekteki gerçekleşen spot kur), yatay eksen üzerinde gösterilen “İ_{yi}” yurt içi faiz oranlarını, “İ_{yd}” yurt dışı faiz oranlarını ifade etmektedir. Eğer dövizin gelecekteki vadeli kurunun (“E_f”), gelecekteki spot piyasa kurundan (“E_s”) daha fazla olduğu bir

¹²¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.350.

durum ortaya çıkarsa, döviz priminden (milli para iskontosundan); vadeli kurun, spot piyasa kurundan daha düşük olması durumu ortaya çıkarsa döviz iskontosundan (milli paranın priminden) bahsedilir. Bu açıklamaya göre şekildeki dikey eksen döviz primini (ya da duruma göre döviz iskontosunu), yatay eksen ise ülke lehine faiz avantajını ifade etmektedir. Dikey eksenin pozitif kısmında döviz primi, negatif kısmında döviz iskontosu söz konusudur. Yatay eksenin pozitif kısmı ülke lehine faiz oranını (yurt içi faizlerinin yüksekliğini), negatif kısmı ise ülke aleyhine faiz oranını (yurt içi faiz oranının yurt dışı faiz oranından düşük olduğunu) ifade etmektedir. 45° lik faiz paritesi doğrusunda belirlenebilecek her nokta, faiz oranları farkının doğurduğu arbitraj imkanlarını dengeleyen bir döviz priminin varlığını gösteren nokta olmaktadır. Faiz paritesi doğrusunun altında kalan alanda, döviz primi faiz oranları avantajını kapatamayacak düzeyde olduğu için arbitraj olanakları halen mevcuttur. “a” noktasında, ülke lehine faiz farklılığı halen döviz priminin üzerinde bir getiri yarattığı için arbitraj olanakları vardır ve ülkeye sermaye girişi devam etmektedir. “a” noktası için iki tür hareket söz konusudur. Birinci hareket döviz prim yapmaya başladıkça, “a” noktası yukarıya hareket ederek, ikincisi faiz oranları farkı kapanmaya başladıkça (yurt içinde sermayenin bollaşıp, faiz oranlarının düşmesi ile İYİ-İYD farkı kapandıkça) “a” noktası sola doğru (dikey eksene doğru) hareket ederek, her iki durumda da 45° lik faiz paritesi doğrusuna çıkarılır. Diğer noktalarda da durum aynı tarzda olmaktadır. Faiz parite doğrusunda, doğru üzerinde ve doğru altında kalan alanların matematiksel ifadesi şu biçimde olacaktır:

Faiz Paritesi Doğrusundaki Noktalarda:

$$\dot{I}YI - \dot{I}YD = \frac{Ef-Es}{Es}$$

Faiz Paritesi Doğrusunun Üzerinde Kalan Alandaki Noktalarda:

$$\dot{I}YI - \dot{I}YD < \frac{Ef-Es}{Es}$$

Faiz Paritesi Doğrusunun Altında Kalan Alandaki Noktalarda:

$$\dot{I}YI - \dot{I}YD > \frac{Ef-Es}{Es}$$

Faiz paritesi doğrusunun altında kalan alanlarda bahsedildiği üzere sermaye girişleri faiz oranı avantajından dolayı artarken, parite doğrusu üzerinde kalan

alandaki noktalarda sermaye çıkışı olmakta, her iki alandaki noktalar faiz paritesi doğrusuna çakışık hale gelmeye dönük hareket etmektedir.

Faiz oranı Arbitrajı Türleri:
(Güvenceli ve Güvencesiz Faiz Oranı arbitrajı)

Vadeli döviz piyasalarının gelişmiş olduğu çok az sayıdaki kalkınmakta olan ülkelerde, faiz arbitrajı “güvenceli faiz arbitrajı” olarak gerçekleştirilmektedir. Vadeli piyasanın gelişmediği ülkelerde ise “Güvencesiz Faiz Arbitrajı” söz konusu olmaktadır.¹²² Arbitrajcının amacı faiz farklılığının yarattığı imkanları kullanarak en az riskle en yüksek geliri elde etmek olduğu için fonlarını mali piyasalar arasında dağıtmaktadır. Bunu yaparken de yüksek faizin olduğu ülkeye döviz olarak soktuğu parasal büyüklüğün, döviz kuru risklerinden korunmasını istemektedir. Bu yüzden vade sonunda döviz kurunun yükselmesine karşı önlem almak için, şimdiden elde edeceği gelir karşılığında bir banka aracılığıyla gelecek döviz alım işlemi yapar. Bu yolla arbitrajcı döviz riskinden kaçınmış olur. Bu tip işlemlere “güvenceli ya da garantili faiz arbitrajı” denilmektedir.¹²³ Arbitrajcı, yüksek gelir elde ettikten sonraki aşamada, ülkesine geri döndüreceği fonlarının, döviz kurunun yükselmesinden dolayı erimesini istememektedir. Banka ile yapılan söz konusu sözleşme, dövizin gelecekteki bir zamanda, fakat şimdi belirlenen (yatırımcının fonlarını getirmeden önceki zamanda) fiyat üzerinden alımını içeren bir sözleşmedir. Güvencesiz faiz arbitrajında ise, yatırımcının bir takım riskleri de hesaplaması gerekmektedir.

Güvencesiz faiz arbitrajında, faz oranlarıyla döviz kurları arasındaki ilişkiyi hesaplamak için kullanılan formül ve içindeki büyüklüklerin anlamı şu şekilde ifade edilebilir:¹²⁴

¹²² Nurdan Aslan, **a.g.e.**, s.36.

¹²³ Emin Ertürk, **a.g.e.**, s.49.

¹²⁴ Robert Dekle, Cheng Hsiao, Siyan Wang, “**Interest Rate Stabilization of Exchange Rates During Financial Crises**”, **Financial Crises in Emerging Markets**, Ed. By. Reuven Glick, Ramon Moreno, Mark M.Spiegel, Cambridge, Cambridge University Pres, 2001, s.350.

$$\dot{I}t - \dot{I}t^* = Et (et+1) - et + pt + Qt$$

Formül içindeki büyüklükler olan;

$\dot{I}t$: Yurt içi faiz oranını,

$\dot{I}t^*$: Yurt dışı faiz oranını,

et : Spot döviz kurunu,

pt : Döviz kuru risk primini,

Qt : yatırım yapılan yerli menkul değer risk primini (karşılığının alınamaması v.b. durumlar için),

Et : Vadeli döviz kuru, $Et (et+1) - et$: yerli paranın umulan değer kaybını, ifade etmektedir.

Joseph E.Stiglitz gibi bazı iktisatçılar, ekonomik kriz dönemlerinde vadeli döviz kurunun “ $Et (et+1)$ ” ve döviz kuru risk priminin “ pt ” hareketliliğinin (volatilitenin) arttığını vurgulamaktadırlar.¹²⁵ Yukarıdaki formül, arbitraj amaçlı kısa vadeli sermaye fonlarının mevcut ekonomiye girişlerinin; ülkeler arasındaki faiz oranı farklılığı kapanıncaya, fakat gelecekteki döviz kurunun ve söz konusu risklerin (döviz kuru riski ve yatırım riskleri) bu farkın doğuracağı gelir imkanlarına eşit olacağı noktaya kadar, devam edeceğini ifade etmektedir.

1.3.2.2. Faiz, Enflasyon, Döviz Kuru ilişkileri (Fisher Etkisi)

Nominal faiz oranının bir bileşeni olan enflasyon primi, *Fisher Etkisi* olarak bilinmektedir. İlk olarak ekonomist Irving Fisher tarafından tanıtılan teori, bir ekonomideki nominal faiz oranlarının enflasyon beklentilerini de yansıtmakta olduğu ve bu enflasyon oranının geçmiş dönem gerçekleştirmelerini değil de, gelecek tahminlerini içerdiği yönündedir.¹²⁶

Nominal faiz oranları, enflasyon beklentilerini de yansıttığından, enflasyondan arındırılmış faiz oranları da reel faiz oranlarını oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, reel faiz oranı = nominal faiz oranı – beklenen enflasyon oranı, olarak formüle

¹²⁵ A.e, s.351.

¹²⁶ Metin Coşkun, **Finansal Piyasalar: Kurumlar, Araçlar, Analiz**, Eskişehir, Birlik Ofset Yayıncılık, 2002, s.43.

edilebilmektedir. Beklenen enflasyon oranındaki bir birimlik artışın, nominal faiz oranlarında da bir birimlik artışa yol açmasına “Fisher Etkisi” denilmektedir.¹²⁷

Fisher etkisi, üç şekilde yorumlanabilmektedir. Bunlardan ilki, reel varlıklarla mali varlıklar arasında bir arbitraj olanağı sağlayan *Yurtiçi Fisher Etkisi*'dir. bu yoruma göre, nominal faiz oranlarının beklenen enflasyon oranını yansıtmadığı durumda, kişiler mali varlıklardan çıkarak, fiziki mallara satın alır, stok yaparlar. Fisher etkisinin geçerliliği, mali varlıkların beklenen enflasyon oranını tam olarak yansıttığı durumdur. İkinci yorum, iki ülke arasındaki nominal faiz oranlarının farkının, ilgili ülkelerin beklenen enflasyon oranları farkına eşit olmasını ifade eden *Genelleştirilmiş Fisher Etkisi*'dir. Bu etki, $\dot{YI} - \dot{YD} = PYI - PYD$ formülüyle gösterilebilir. Üçüncü yorum ise, iki ülkenin nominal faiz oranları arasındaki farkların, ilgili ülkelerin döviz kurlarında beklenen değişmelere eşit olduğu şeklinde ifade edilen *Uluslararası Fisher Etkisi*'dir. Üçüncü etki “güvencesiz faiz oranı arbitrajı” ile aynı tarifi vermektedir.¹²⁸ Bu yüzden uluslararası fisher etkisi, genelleştirilmiş fisher etkisine döviz primi ya da döviz iskontosunun dahil edilmesiyle formüle edilebilmektedir. Bu doğrultuda, güvencesiz faiz arbitrajının, iki ülke arasındaki enflasyon oranlarını ile birlikte gösterilmesi gerekmektedir. Uluslararası fisher etkisini gösteren formül;

$$\dot{YI} - \dot{YD} = PYI - PYD = \frac{Ef - Es}{Es}, \text{ olmaktadır.}$$

Formülde yer alan “ \dot{YI} ” yurtiçi faiz oranını, “ \dot{YD} ” yurtdışı faiz oranını, “ PYI ” yurtiçi enflasyon oranını, “ PYD ” yurtdışı enflasyon oranını, “ Ef ” vadeli döviz kurunu, “ Es ” ise spot döviz kurunu göstermektedir. Uluslararası fisher etkisine göre, vadeli döviz priminin, gelecekteki spot döviz kuruna eşit olması durumunda (formüldeki döviz kurunu ifade eden son oran, sıfır olacağından), iki ülke arasındaki faiz oranları farkı, söz konusu ülkelerin enflasyon oranı farkına eşit olacaktır. Bu doğrultuda ekonomi politikasına yön veren otoritece döviz kuruna yapılan müdahalelerle, faiz oranlarının etkisi ayarlanabilmekte dolayısıyla da kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönü belirlenebilmektedir.

¹²⁷ Muhammet Akdiş, a.g.e., s.256.

¹²⁸ Halil Seyidoğlu, a.g.e., s.356-358.

1.4.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısı ve ilgili olduğu finansal küreselleşme, ödemeler bilançosu, döviz kuru, faiz oranları gibi kavramlar incelendikten sonra, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkilerini toplu olarak incelemek mümkün hale gelmiştir.

“Küresel sermaye” çoğunlukla spekülative fonlar olarak ülkelere hareket etmektedir. Latin Amerika ülkeleri gözlemlendiğinde, küresel sermaye akışının büyük çoğunluğunun menkul kıymetlere, hisse senetlerine ve yatırımların hızla iyileşmesi sonucunu doğuran tekelleşen özelleştirmeler yoluyla varlık edinilmesine kullanıldığı görülmektedir. Sadece küçük bir kısmı ise reel yatırımlara fakat düşük teknoloji içerikli hammaddelerin ihracatında kullanılmıştır. Böylece “Kumarhane Yatırımları” olarak adlandırılan spekülative fonlar, Latin Amerika ülkelerini, hammadde ve düşük teknoloji içerikli mal ihraç eden ülkeler olarak, bir ölçüde küçük kalmalarını sağlayarak birleştirmiş oldu. Sonuç olarak, Latin Amerika’daki cari hesap açıkları gittikçe birikti ve bu ülkelerin yaşamları “Küresel Kumarhane” tarafından karşılanan kısa dönemli spekülative sermayeye bağımlı hale geldi.¹²⁹ Spekülative nitelikli olan kısa vadeli sermaye hareketleri, dahil oldukları ekonomilerde makro ekonomik etkiler yaratmaktadır. Ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklı sonuçlar verebilen bu etkileri, genel etkiler olarak tanımlandırmak mümkün olabilir.

1.4.1. Döviz Kuruna Etkisi

Döviz kurlarında kısa vadede meydana gelen değişikliklerin temel sebebinin sermaye akımları olduğunu savunan iktisatçılar çoğunluktadır. Döviz piyasalarında günlük işlem hacminin yaklaşık 1.2 trilyon dolar olduğu buna karşın mal ve hizmet ticaretinin yılda en fazla 10 trilyon dolar olduğu göz önünde bulundurulursa, sadece dış ticaretin, döviz işlemlerinin belirleyicisi olmadığı anlaşılmaktadır.¹³⁰ Dolayısıyla

¹²⁹ Osvaldo De Rivero, **a.g.e.**, s.71.

¹³⁰ Ted Walther, **a.g.e.**, s.78.

dünyada, mal ve hizmet sektöründen daha büyük bir mali sektör varlığı söz konusudur. Mali sektördeki bu hızlı büyüme, gelişmekte olan ülkeler için sermayenin kıt bir faktör olduğunu ve ülkeler arasında dolaştığını göstermektedir. Kar güdüsüyle hareket eden ve dahil olduğu ekonomide ülkenin kendi milli parasına dönüştürülen kısa vadeli sermaye, söz konusu ülkede milli para değerinde değişmelere sebep olmaktadır. Ülkedeki uygulanmakta olan kur sistemine göre, kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarının etkileri değişmektedir.

Ülkenin takip ettiği döviz kuru politikalarındaki güven çerçevesinde, sermaye akımlarının hareketliliği sonucunda, döviz kurlarının oynaklığı (esnek döviz kuru sistemlerinde) ya da bir başka açılım olarak resmi rezervlerin oynaklığı (sabit döviz kuru sistemi altında) görülebilmektedir.¹³¹ Uygulanan kur sistemine bağlı olarak, uluslararası sermaye hareketleri reel kuru etkilemektedir. Sabit kur sistemlerinde ekonomi otoritesince yapılan kur belirlemeleri, bu hareketlerin hem sonucu hem de sebebi olmaktadır. Sonuç olarak sabit kur sisteminde, kur sabit kalamayıp yapılan ayarlamalar da döviz kaçışına sebep olmaktadır. Esnek kur sistemlerinde ise, uluslararası sermaye hareketleri reel kuru doğrudan etkilemektedir. Cari işlemler açığını kapatıcı yönlü bir sermaye girişi, döviz arzını artırarak öncelikle nominal döviz kurunun düşmesine, fiyatların değişmemesi durumunda ise reel kurun da düşmesine sebep olmaktadır. Milli paradaki bu değerlenme, ihracatın azalarak ithalatın artmasına sebep olmaktadır. Makro düzeyde harcamalar gelirli aşmış ve bu durumda ancak daha büyük bir cari işlemler açığında dengeye ulaşılabilir. Pratikte, kısa vadeli sermaye hareketlerinin, yerli paranın değerini artırdığı gözlemlenmiştir.¹³² Sermaye girişlerinin olduğu ekonomide, döviz arzı artacağından dolayı, reel kur düşecektir. Milli paranın değer kazanması anlamına gelen bu gelişme, ithalatı artıracak, ihracatı ise azaltacaktır. Sonuç olarak dış ticaret ve cari işlemler açığı oluşacaktır. Bu açık ise sermaye girişlerinin devam etmesi sayesinde kapanacaktır. Bu süreç yine döviz kurlarına, milli para lehinde baskı yapmakta ve kurlara müdahale yönünde tartışmalara sebep olmaktadır.¹³³ Yakın zamanda

¹³¹ Stijn Claessens, Michael P. Dooley, Andrew Warner, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", **The World Bank Economic Review, Development Discussion Paper No. 501**, March 1995, (Çevrimiçi) <http://www.cid.harvard.edu/hiid/501.pdf>, 11 Temmuz 2005.

¹³² Hakan Ercan, **a.g.e.**, s.21-22.

¹³³ Sadi Uzunoglu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.73.

gerçekleşen, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kuru ve ödemeler bilançosu krizlerinin birlikte yaşandığı tecrübeler literatüre girmiştir. Arjantin, Brezilya, Şili, Meksika, Fransa ve İtalya tecrübelerinden sonra, kur rejimlerinin çöküşü gözlemlenmiştir. Söz konusu döviz kuru ve ödemeler bilançosu krizleri, İtalya'da 1976'da, diğer ülkelerde ise 1980'li yılları takiben oluşmuştur. Bu ülkelerde, sabit döviz kuru sisteminin çöküşünü takip eden dönemde bir dizi döviz kuru rejimi tartışmaları yaşanmıştır. Sabit döviz kuru sistemi ile esnek kur sistemi arasında, her iki sistemin olumsuz yanlarını azaltan sistemler ön plana çıkmıştır. Söz konusu ülkelerin Merkez Bankaları, sabit kur sisteminde devalüasyon yapmak ya da sürünen parite sistemini kullanmak durumunda oldukları gözlemlenmiştir. Her durumda, sabit kur sistemi artık sabit kalamamaktadır.¹³⁴ Ekonomi politikasına yön veren otoritenin kurlara müdahale edeceği beklentisine girilmesi durumunda ise, spekülasyon özellikte olan kısa vadeli sermaye fonları, her an dövize çevrilip ülkeyi terk etme potansiyelindedirler. Böyle bir durumda sabit döviz kuru sistemi çökme eğilimindedir.

Reel kurun değer kazanması, esnek kur sisteminde nominal kurun değer kazanması yoluyla olurken, sabit kur sisteminde ise dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki artış yoluyla olmaktadır. Ülkeye giren kısa vadeli sermayenin, kısa vadeli kar olanakları ortadan kalktığında ani bir çıkışın başlama olasılığı ve bunun sonucu olarak reel kurdaki oynaklık uzun sürmektedir.¹³⁵

1.4.2. Ödemeler Bilançosuna Etkisi

Ödemeler bilançosu hesaplarından sermaye hesabı, ödemeler bilançosundaki bir diğer hesap olan cari işlemler hesabındaki açıkları dengeleyici unsuru olan hesaptır. Cari işlemler hesabı içindeki dış ticaret dengesi açık verdiği zaman, ödemeler bilançosu denkleğinin sağlanması için teorik olarak sermaye hesabının fazla vermesi gereklidir. Hükümetler de kısa vadeli sermaye hareketlerini, bilanço

¹³⁴ Pierre R. Agénor, Jagdeep S. Bhandari, Robert P. Flood, "Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises", **NBER Working Papers Series 3919**, November 1991, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w3919>, 10 Eylül 2004.

¹³⁵ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.33-34.

açıklarını kapatmak ve ucuz finansman kaynağı olarak kullanmak için ülkeye çekmek istemektedirler.

Dış borçlanmanın maliyetinin yüksek olmasından dolayı, uluslararası sermaye akımları ucuz bir finansman kaynağı olmakta ve ödemeler dengesine olumlu katkı sağlamaktadırlar.¹³⁶ Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler dengesi açıklarını kapatmaya dönük olarak kullanılmak istenirken, öbür taraftan bir dizi makro ekonomik etkilere de sebep olmaktadır. Dolayısıyla makro ekonomik etkilerin olumsuz olması durumunda, ilk etapta bilanço açıklarını gidermeye dönük ülkeye davet edilmiş olan kısa vadeli sermaye, daha sonra bilanço açıklarının sebebi haline gelebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin girdiği ülkede döviz arzı artarak, reel döviz kuru değer kazanmaktadır. Ülke parasının değer kazanmasıyla birlikte ithalat giderek artmaktadır. Söz konusu ithalatın yatırım malları ithalatını yoksa tüketim malları ithalatını olduğu da önemlidir. Şayet yatırım malları ithaline artıyorsa, orta vadede bir yatırım getirisi olacağından olumlu karşılanabilecek bir etki yaratmaktadır. Yine aynı anlama gelmek üzere, sermaye hareketleri ihracat potansiyeli olan yurt içi yatırımları finanse ediyorsa olumlu etkiler yaratmaktadır. Bu olumlu etkilerine rağmen, ödemeler dengesi açıklarının sürekli sermaye girişleriyle finanse edilmesi mümkün değildir.¹³⁷

Ülke ekonomisine yönelik olarak net sermaye girişi eğer rezerv artışına gitmiyorsa ve bir sermaye çıkışı da söz konusu değilse, söz konusu sermaye girişi cari açığının finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Daha sonraki aşamada ise, dövizin bulunabilirliğinin artmasından dolayı (arz artışı) kurun değer kaybetmesi (yerli paranın değer kazanması), ülkenin uluslararası rekabet gücünü azaltacak ve aynı zamanda dış ticaret dengesine zarar verecektir.¹³⁸ Kısa vadeli sermayenin girişlerindeki olumsuzluk, ani bir çıkış yönlü hareketle, daha da artabilmektedir. Ülke ekonomisinin, bir ölçüde para arzı artışı gibi kabullendiği ve ekonomiyi yapay olarak büyüten bu fonların ani bir hareketle yönünün değişmesi durumunda, makro ekonomik etkiler de ani sıçramalar görülmektedir.

¹³⁶ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **a.g.e.**, s.58.

¹³⁷ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürleşel, **a.g.e.**, s.66-67.

¹³⁸ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003, s.105.

Spekülatif nitelikli olan kısa vadeli sermaye hareketleri reel kurdaki dalgalanmaları arttırabilmekte ve geri dönüş kabiliyetinin yüksekliğinden dolayı da ani şoklar karşısında yaşanan hızlı çıkışlar ödemeler dengesi problemleri yaratabilmektedir. Ülkeler arası karşılaştırmalar yapmada kullanılan bir oran olan cari işlemler açığı/gayri safi milli hasıla oranı, ülkelerin risk primi hesaplanmasında kullanılan bir oran olup, dolayısıyla yatırımcılar tarafından izlenmekte ve kısa vadeli sermaye hareketlerini etkilemektedir. Cari işlemler açığının finanse edilmesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payının artmış olması, bu girişlerin ani çıkışa dönüşebileceğinden dolayı risk faktörü olarak değerlendirilmekte ve açığın sürdürülebilirliği üzerinde yatırımcıları kuşkuya düşürmektedir.¹³⁹ Ödemeler bilançosu içindeki cari işlemler hesabı, esas olarak ülkenin yatırım tasarruf dengesinden etkilenmektedir. Milli gelir arttığı halde tasarruf yapamayan bir ekonomide harcamaların büyük miktarda ithal mallara yönelik yapıldığı söylenebilir.

1.4.3. Tasarruflara ve Yatırımlara Etkisi

Uluslararası sermaye hareketlerinin uzun dönemde belirleyicisi olan unsur cari işlemler dengesidir. Cari işlemler dengesi ise, ülkelerdeki genel tasarruf ve yatırım oranları arasındaki dengeden şekillenmektedir. Söz konusu ilişkiden dolayı da sermaye akımlarının belirleyici unsuru, ülkelerin tasarruf ve yatırım oranlarıdır. Tasarruf oranlarının ölçülmesinde milli gelir içindeki aldıkları pay dikkate alınmakta ve yine bu sayede uluslararası kıyaslamalar yapma olanağı olmaktadır. Uluslararası yatırımlar ve tasarruflar arasındaki dengesizlik de faiz oranlarına bağlıdır. Yatırım talebi aynı kalırken faiz oranlarındaki artma durumu, tasarrufların ya da sermayenin yetersizliğinin bir göstergesi olurken; tasarruflar aynı iken faiz oranlarındaki artış ise, yatırım talebinin arttığını ya da genel sermaye talebinin arttığını göstermektedir. Dünyadaki toplam tasarrufların büyük bir kısmı gelişmiş ülkelerin cari işlemler açıklarını ve dolayısıyla kamu açıklarını finanse etmek üzere kullanılmakta, ancak geriye kalan miktar gelişmekte olan ülkelere sermaye akımı olarak hareket edebilmektedir. 1993 yılı verileri itibariyle sanayileşmiş ülkelerin kamu açıklarını

¹³⁹ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.43.

karşılığında kullanılan fonlar 680 milyar dolar olurken, gelişmekte olan ülkelerin kullandığı yurt dışı kaynak miktarı bunun 1/6'sı olan bir düzeyde 108 milyar dolar'dır.¹⁴⁰ Sermaye akımını talep eden ülkenin asli amacı, büyüme ve kalkınmaya yönelik fon sağlanmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde istikrarlı büyümeyi sağlayacak yurt içi tasarruflar yetersizdir. Sermaye akımından faydalanarak istikrarlı büyümeyi yakalayacak unsur, uygun yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve uygun politikaların uygulanmasıdır. Uluslararası sermaye akımlarının yatırımları ve tüketimi finanse etmesi, büyümeyi sağlamasında etkilidir.

Yabancı sermayenin gittiği ülkede hem ilk getirilen büyüklük olarak hem de elde edilen karların tekrar yatırımlara döndürülmesi yoluyla sermaye birikimini artırması beklenen bir etkidir. Ayrıca getirilen bu dövizin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı artırıcı etkileri de vardır.¹⁴¹ Uzun vadeli ve reel ekonomiye dönük yatırımlar için söz konusu olan bu gerçek, kısa vadeli sermaye fonları için aynen geçerli olamamaktadır. Çünkü geriye dönüş kabiliyeti yüksek ve spekülasyon amaçlı olan bu fonlar, döviz kurlarına ve faiz oranlarına aşırı duyarlıdır. Bu duyarlılığın farkında olan ekonomi otoriteleri, sterilizasyon gibi kontrol yöntemlerini kullanarak, faiz oranları ve döviz kurları arasındaki oyumu faiz oranları lehine değiştirmek yoluyla kısa vadeli sermaye fonlarını ülke ekonomisine çekmek ve böylelikle de cari açıkları kapatmak istemektedirler.

Sermaye girişlerindeki artış, tüketimi ve dolayısıyla da cari açığı artırdığından, tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Tasarruflardaki azalışın bir göstergesi de bankaların topladıkları mevduatlardaki büyümenin, özel bankaların kredi stoklarındaki büyümenin gerisinde kalmasıdır. Bankalar, uluslararası sermaye piyasaları ile ülke içindeki borçlanma talebi arasında bir aracı işlevi gördüklerinden, kredi stoklarındaki artış, ülkeye giren özel sermaye girişlerinin göstergesi olmaktadır.¹⁴²

Dünya faiz oranlarındaki değişim, borç alan ülkelerde gelir ve ikame etkisi yaratmaktadır. Örneğin faiz oranlarının düşmesi, dış borçların değerinde azalma yaratarak, gelir etkisine sebep olurken; faiz düşüşü faizle borçlanmayı ucuzlatarak,

¹⁴⁰ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürleşel, **a.g.e.**, s.50-51.

¹⁴¹ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **a.g.e.**, s.28.

¹⁴² Nurhan Yentürk, **a.g.e.**, s.105-106.

gelecekteki tüketime öne çekilmesi yoluyla bugünkü tüketime gelecekteki tüketimi ikame etmesi anlamına gelen ikame etkisine sebep olur. Bu iki etki, tüketime genişlemesine, dış ticaret dengesinin bozulmasına ve cari işlemler açığının büyümesine sebep olmaktadır. Faizlerin, gelir ve ikame etkileri yoluyla tüketim harcamalarını artırmasına, faiz düşüşü sebebiyle yatırım harcamalarındaki artış da eklenince, ulusal ekonomideki tasarruf-yatırım açığı büyümektedir. Bu da cari işlemler açığını büyütmektedir. Bu süreç daha sonraki aşamada ise, enflasyon baskısına ve ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açarak, kendi kendini besleyen bir istikrarsızlık dinamiğinin ilk hareketi olmaktadır.¹⁴³ Bahsedildiği üzere, kısa vadeli sermaye girişlerinin, ülke ekonomisinde sermayeyi bollaştırarak, sermayenin geliri açısından fiyatı düşürmesi beklenir. Teorik olarak böyle olması gereken yapı, hükümetlerin faiz oranlarını yüksek tutup kısa vadeli sermaye girişlerini ucuz finansman olarak kullanmak istemesi sonucu, tam tersi sonuç verebilmektedir. Bu yüzden gelir ve ikame etkileri bahsedilen nitelikleri de göstermeyebilmektedir.

Sermaye akımının istihdama katkısının derecesi, ne tür bir yatırımda kullanıldığına bağlıdır. Söz konusu sermaye girişinin istihdama katkısı, yurt içi yatırımları uyarmasına bağlıdır. Eğer sermaye hareketi kısa vadeli sermaye hareketi gibi spekülatif hareketler şeklinde ise, faizleri yükseltici etkilerinden ve ülkeyi her an terk etme potansiyelinden dolayı ulusal ekonomide yaşanan olumsuzlukları derinleştirerek, daha büyük işsiz kitlelerinin oluşmasına sebep olmaktadır.¹⁴⁴

Uluslararası sermaye hareketlerinin dahil olduğu ekonomilerde genel olarak tasarruf oranlarında düşüşe sebep olduğu (az sayıda Asya ülkesi haricinde) gözlemlenmektedir. Bu gerileme daha çok özel sektör tasarruflarından kaynaklanmaktadır. Bunun sebebi olarak ise, kısa vadeli sermaye girişlerinden kaynaklanan hisse senetleri fiyat yükselmelerinin, yeni bir sermaye birikimi ve üst gelir grubu yaratması, bu grubun ise marjinal tüketim eğiliminin yüksek olması (artan gelirin ne kadarının tüketim artışına gittiğini gösteren oranın yükselmesi), gösterilebilir. Azalan tasarruflarla birlikte, uluslararası sermaye girişlerine sebep olan yüksek faizler, uzun dönemli yatırım yapmayı maliyetli hale getirmektedir.

¹⁴³ Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **a.g.e.**, s.36.

¹⁴⁴ Ahmet Ulusoy, Birol Karakurt, "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Ekim 2004, s.112.

Yatırımların hacmi daha çok reel yatırımlardan finansal sektör yatırımlarına ve finansal sektördeki yatırımlar içinde de kısa vadelere doğru kaymaktadır. Ekonomide yüksek faiz oranları, spekülasyon kar beklentileri sebebiyle oluşan finansal aktif yatırımları lehine bu gelişme, reel yatırımları, kaynak dağılımını ve makro ekonomik dengeleri olumsuz etkilemektedir.¹⁴⁵ Hisse senetleri fiyatlarının yükselmesinin teorik olarak sebebi, şirketlerin verimlilik ve kar artışları olması gerekirken, kısa vadeli sermaye hareketlerinin girişi yapay yükselmelere sebep olmaktadır.

1.4.3.1. Finansal Piyasa Üzerine Etkisi

Yabancı sermaye girişi, hisse senetleri piyasasında fiyatları yükseltmektedir.¹⁴⁶ Kısa vadeli fonlardaki girişin sebep olduğu hisse senedi fiyatlarındaki artışlar, bu fonların oynaklığının fazla olmasından dolayı kalıcı olamamakta ve derinliği olmayan sermaye piyasalarının bu oynaklıktan olumsuz yönde etkilenmektedirler. Yabancı yatırımcıların sermaye piyasalarından çıkmaları durumunda da hisse senetleri fiyatlarında düşüşler yaşanmaktadır. Bu durum reel yatırımların da finanse edilememesine sebep olmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarla ilgili olarak yapılan araştırmalara göre, hisse senedi fiyatları ile net yabancı portföy yatırımları arasında bir korelasyon olduğu gözlemlenmiştir. Araştırmaya göre, sermaye piyasalarına yapılan her bir milyar dolarlık yabancı yatırım, gelişmekte olan ülkelerde %1.4 oranında hisse senedi fiyatı artışına sebep olmaktadır, gelişmiş piyasalarda aynı miktar yatırım için bu oran %0.3'dür. Araştırmayla ilgili veriler Tablo-10'da sunulmaktadır.¹⁴⁷

¹⁴⁵ Sadi Uzunoglu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.65-66.

¹⁴⁶ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **a.g.e.**, s.30.

¹⁴⁷ **A.e.**, s.59.

Tablo-10: 1886-1992 Yılları Hisse Senetleri Fiyatları ve Net yabancı Portföy Yatırımlarının Seyri (gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	Ort.
Gelişmiş piyasalar								
Net alım (milyar \$)	38.6	10.6	29.4	76.5	-10	84.9	30.7	46
Hisse sen. getirileri	39	15	21.4	15.1	-19.3	16.5	-7.7	12.5
Gelişen piyasalar								
Net alım (milyar \$)	3.3	5.9	3.5	10.1	13.2	15.8	22.5	15.8
Hisse sen. getirileri	8.7	10	53.2	51.7	-30.09	15.6	-1.4	21.4

Kaynak: Meral Varış Tezcanlı, v.d., **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994, s.58.

Tablo-10'daki veriler incelendiğinde, özellikle 1990'dan sonraki dönemde, gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye hareketlerinin artmakta olduğu ve bütün yıllar itibariyle değerler incelendiğinde, hisse senedi getirileri ile yabancı alımlar arasında bir korelasyon olduğu görülmektedir. Net alımların negatife düştüğü dönemlerde ise, hisse senedi getirilerinin de negatife düştüğü gözlemlenmektedir.

1.4.4. Enflasyon ve Faizlere Etkisi

Sermaye akımlarının enflasyon üzerindeki etkisi, yurt içi para arzındaki genişletme etkisine bağlıdır. Bu etkinin büyüklüğüne karar veren ise söz konusu ülkenin makro dengelerinin yanında, para ve maliye politikalarıdır.¹⁴⁸ Enflasyonu önlemeye dönük olarak, eğer üretim artışı yapmak yoluyla arzın talebi aşması hedeflenmişse, başka bir ifadeyle iktisadi büyüme gerçekleştirilmek isteniyorsa, reel faizlerin yüksek olduğu ve ülke parasının aşırı değerli olduğu bir ekonomide bu zorlaşmaktadır.

Bir ülkenin, yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyon değerine sahip olması, aynı zamanda ilgili ülke para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin özellikle uzun dönemde tahminini belirsizleştirmektedir.¹⁴⁹ Beklenen enflasyon oranları, fon sahipleri tarafından yakından izlenmektedir. Genelleştirilmiş Fisher Etkisi'nden dolayı enflasyon oranları ve faiz oranları arasındaki ilişki yanında,

¹⁴⁸ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **a.g.e.**, s.72.

¹⁴⁹ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **a.g.e.**, s.25.

uluslararası Fisher etkisi olarak bilinen etkiden dolayı da döviz kuru-faiz-enflasyon ilişkileri, yatırımcılar tarafından takip edilmektedir.

Sıcak para fonlarının girdiği ekonomide parayı bollaştırması ve faiz oranlarını düşürmesi beklense de ekonomi otoritesinin sterilizasyon yöntemine başvurması (açık piyasa işlemleri v.b.) faiz oranlarını yükseltici etki yapar. Ayrıca ekonomi otoriteleri, faiz oranlarının düşmesinin, milli paradan dövize geçişe (dolarizasyon) sebep olacağını düşünerek istememektedirler. Sonuç olarak kısa vadeli sermaye girişlerinin, ilk etapta faiz oranlarını da yükseltici etkiler yaptığı gözlemlenmektedir.¹⁵⁰ Oysa teorik olarak faiz oranı arbitrajı gereği, ülke lehine faiz farklılığından dolayı (diğer ülkeye göre faiz oranı yüksekliği), kısa vadeli sermaye hareketleri olduğu sürece, sermayenin bollaştığı ekonomide faiz oranları düşer, sermayenin kısıtlandığı ülkede ise faiz oranları yükselir. Bu sayede, iç faizlerin dış faizlere eşitlenmesi, faiz arbitrajıyla sağlanmış olur.

Sermaye akımlarının girdiği gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının teorik olarak düşmesi beklenmektedir. Ancak sermaye akımlarının faizler üzerindeki etkisi, diğer etkenlerle birleşerek ortaya çıkmaktadır. Pratikte faiz oranlarının arttığı görülmektedir. Bunun sebeplerinden birisi, yurt içi ekonomik faaliyetlerdeki canlanma (üretim-yatırım faaliyetlerindeki artış), diğeri ise faiz oranlarının aşağı düşmesini önleyici sterilizasyon politikasıdır.¹⁵¹ Yatırımların ülke içinde artış göstermesiyle birlikte, sermayeye talep artacağından sermayenin fiyatı olan faiz oranı artmaktadır. Diğer yandan ekonomi otoritesinin politikası olarak, cari işlemler açığını kapatmaya ve bu yolla ucuz borçlanma olanağı yüzünden, faiz oranları, uluslararası faiz oranlarının üzerinde tutulmak istenmekte, sterilizasyon uygulanmaktadır.

Uluslararası faiz farklılaşmasının yarattığı etkileşim, finans piyasaları aracılığı ile kolaylıkla ulusal ekonomilere taşınabilmektedir. Bu sayede makro ekonomik değişkenler, uluslararası faiz oranlarına karşı duyarlı olup, faiz oranlarının bu yapıyı etkilemesi sonucunda ulusal ekonominin temel dengelerinin bozulması ve oluşan istikrarsızlık, iktisat politikalarının hareket alanını kısıtlamaktadır.¹⁵²

¹⁵⁰ Hakan Ercan, **a.g.e.**, s.22.

¹⁵¹ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can F.Gürleşel, **a.g.e.**, s.71.

¹⁵² Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **a.g.e.**, s.36.

1.4.5. Ekonomik Büyüme ve Ekonomik Kriz Etkisi

Kısa dönemli kazançları hedefleyen spekülâtif sermaye hareketleri, yüksek faizli ekonomilere hareket etmekte ve bu da reel yatırımların yüksek faiz sebebiyle aksamasına sebep olmaktadır. Böyle olunca da iktisat politikası amaçlarına ulaşmaya dönük olarak, faiz oranlarının yatırımları yönlendirmede kullanılması enstrümanı devre dışı kalabilmektedir. Yerli paranın değer kazanmasının bir başka etkisi de, görelî fiyatlarda, ticarete konu olmayan sektörler lehine bir değişmeye neden olması, bundan dolayı da hizmet sektörlerinde aşırı büyümenin ortaya çıkmasıdır. Çünkü ticarete konu olmayan malların talebi ülke içi üretimle, ticarete konu malların talebi ise ithalatla karşılanabilmektedir. Sermaye girişleri, ekonomideki kaynak dağılımında bozulma meydana getirebilmektedir. Bu durumda, ticarete konu mallar lehine önlemler almak gerekebilecektir.¹⁵³

Seçilmiş bazı ülkelerin, istatistiki veriler yola çıkılarak, 1997-1999 yılları arasındaki döviz kuru, faiz oranları, büyüme oranları değişimleri incelemesi, Tablo-11'de sunulmaktadır.

¹⁵³ Nurhan Yentürk, **a.g.e.**, s.106-107.

Tablo 11: Finansal Hareketlilik İndeksi (Seçilmiş Ülkeler İçin Uluslararası Finansal Karışıklık Dönemlerinde 1997-1999)

Ülke	Başlangıç döviz kuru sistemi	Nominal döviz kuru (%) (a)	Uluslararası Rezervler (%) (b)	Faiz oranları (%) (c)	Finansal hareketlilik indeksi (%) (a)+(b)+(c)	GSYİH (%)
Arjantin	Sabit	0,0	7,9	13,1	21	5,3
Hong Kong	Sabit	0,1	3,9	23	27	5,5
Avustralya	Yüzen	5,7	14,5	14,2	34,4	0,6
Meksika	Yüzen	8,5	5,6	22,6	36,7	1,9
Yeni Zelanda	Yüzen	7,8	5,7	27,4	41	2,3
Şili	Bant	8,2	8,2	31,1	47,5	5,3
Kolombiya	Bant	16,7	8,2	26,4	51,3	4,5
Tayland	Kont. parite	9,4	9	42,1	60,5	7,3
Malezya	Kont. parite	9,8	19	37,9	66,7	7,8
Brezilya	Kont. parite	25,1	26,8	26,4	78,3	1,6
Kore	Kont. parite	14,8	36,4	30,7	81,9	8,5

Kaynak: International Monetary Fund (IMF)

Alıntı: Ricardo F.Davis, Guillermo Larraín, “How Optimal are the Extremes?: Latin American Exchange Rate Policies During the Asian Crisis”, **United Nations University Discussion Paper No. 2002/18**, January 2002, (Çevrimiçi) <http://www.wider.unu.edu/publications/dps/dps2002/dp2002-18.pdf>, 20 Haziran 2004.

Tablo-11’de aktarılan inceleme, “*Finansal Volatilite İndeksi*” çalışması olarak 1997-1999 yılları arasındaki söz konusu ülkelerde gerçekleştirilmiştir. Asya krizi esnasında döviz kurunun rolüyle ilgili tablodan çıkartılan sonuçlar şu maddeler halinde özetlenebilir.¹⁵⁴ (söz konusu çalışma, kur sistemlerinin olumlu ve olumsuz yanlarının olduğunu tespit etme açısından önemlidir.)

- Grup ülkelerin tümünde, onların döviz kuru sistemlerinin bir sonucu olarak, finansal oynaklık indeksinin hareketlenmesi gerçekleşmektedir. Ülkelerin döviz kuru buna etkindir.

¹⁵⁴ Ricardo F.Davis, Guillermo Larraín, “How Optimal are the Extremes?: Latin American Exchange Rate Policies During the Asian Crisis”, **United Nations University Discussion Paper No. 2002/18**, January 2002, (Çevrimiçi) <http://www.wider.unu.edu/publications/dps/dps2002/dp2002-18.pdf>, 20 Haziran 2004.

- Sabit kur sisteminin, alternatif kur sistemlerine göre, daha nominal bir stabilite sağladığı göze çarpmakta fakat öbür kur sistemlerde reel değişkenler hareketlilik sergilemektedir. Bu durum, ülkelerin gayrisafi yurtiçi hasıllarından anlaşılmaktadır.
- Yüzen kur sistemi uygulayan ülkelerde, gayrisafi milli hasılda oynaklık enazdır. Fakat bu durumdaki finansal oynaklık indeksi, sabit kur sistemi uygulayan ülkelere göre yüksek seyretmektedir.
- Finansal ve reel oynaklık kombinasyonu en kötü olan kur sistemi kontrollü kur ya da yumuşak parite sistemi olarak ifade edilen kur sistemi sergilemektedir.
- Bant sistemi ise, sabit kur ile yüzen kur arasında ortalama bir durum sergilemektedir. Sabit kuruna göre finansal oynaklığı yüksek, yüzen kura göre de reel oynaklığı yüksektir.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşmeye gitmeden önce, enflasyon sorunlarını çözmeleri, bütçe açıklarını kapatmaları ve makro ekonomik istikrarı yakalamaları gerekmektedir. Düşük kur ve yüksek faiz politikası sonucunda, ihracatın kösteklenmesi ve ithalatın artması pahasına, kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye çekilmesi, cari açığı artırmaktadır. Böylece hükümetler daha kolay borçlanabilmekte fakat bütçe açıkları artmaktadır.¹⁵⁵ Kapalı bir ekonominin birden dışa açılarak sermaye hareketlerine hiçbir kısıtlama getirilmemesi sonucunda, makro ekonomik politikaların bağımsız uygulanabilmesi zorlaşmaktadır. Daha önce finansal küreselleşmenin olumsuz etkileri olarak anılan bu gelişme, para ve döviz politikalarında sorunlar yaşanmasına sebep olmaktadır. Özellikle kriz dönemlerinde alınabilecek önlemler de bundan etkilenmektedir. Bütçe açıklarının büyümesi ve cari açıkların, kısa vadeli sermaye ile finanse edilmesi de, bu fonların geri dönüş kabiliyetinin yüksekliği sebebiyle, bir ölçüde kriz biriktirilmektedir.

Finansal piyasaların görevi, uzun dönemdeki risklerin ve kazançlarının yansıdığı doğru aktif değerlerin (fiyatların) belirlenmesi yoluyla, tasarruf ve yatırım kararlarını uyumlu hale getirerek aracılık işlevi yapmak ve bu sayede de kaynak

¹⁵⁵ Meral Varış Tezcanlı, v.d., a.g.e., s.61-62.

dağılımında etkinliği sağlamaktır. Ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi, spekülatif fonların aşırı oynaklığa sebep olmasına, finans piyasalarının söz konusu işlevini yitirmesine ve bu piyasaların bir “oyun alanı” haline gelmesine sebep olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin söz konusu oynaklığı sebebiyle, gittiği ülkede istikrarsızlık kaynağı olduğu ya da istikrarsızlığı derinleştirdiği ve bu yolla da ekonomik kriz potansiyelinin önemli bir kaynağı olduğu yönünde fikirler öne sürülmektedir.¹⁵⁶

1995 Meksika, 1998 Rusya, 1999 Brezilya krizleri, hükümetlerin; 1997 Endonezya, Kore ve Tayland’daki krizler ise özel bankalar ve şirketlerin, ödeme sorunlarına düşmesiyle baş gösteren krizlerdir. Fakat her bir kriz, kısa vadeli ödeme sorumluluklarının yerine getirilememesi, uluslararası ödemeler sorununa sebep olması yönünden aynı nitelikleri sergiler. Doğu Asya’da sermaye hesabının tersine döndüğü zaman, döviz kurlarında ve varlık fiyatlarında çöküş yaşanmıştır. Finansal panik sonucunda, kredidörler ve mevduat sahipleri banka mevduatlarını geri çekmişlerdir. Uluslararası piyasalardan zaten bu döneme kadar yüksek oranda borçlanan bu ülkelerin, ödemeler sorununa sebep olması, tekrar borçlanma olanaklarının zorluğu sebebiyle, krizi daha da derinleştirmiştir. Zira o döneme kadar olan yapı incelendiğinde, 1990’lı yıllar uluslararası borçlanmanın patlama yaptığı bir dönemi işaret etmektedir. 1988-1997 yılları arasında, yükselen piyasa ekonomilerinin (IMF istatistiklerinde bu gruba; Latin Amerika’da 10 ülke, Asya’da 8 ülke, Avrupa’da 8 ülke, Orta Doğu’da 11 ülke ve Kuzey Afrika ülkeleri girmektedir) toplam borç stoku 1 trilyon dolar’dan 2 trilyon dolar’a yükselmiştir.¹⁵⁷ Yükselen piyasa ekonomilerindeki krizlerin ortak bir özelliği olarak görünen, kısa vadeli sermaye akımlarının tersine dönmesi, para krizi olarak da isimlendirilen döviz krizinin başlamasına sebep olmakta, onu da diğer kriz türleri izlemektedir.

Para krizleri sonucunda yerli paranın değerindeki aşırı düşüşler, sıkı makro ekonomik politikaların uygulanmasını (faiz oranlarında güçlü ve sık yükselişler

¹⁵⁶ Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **a.g.e.**, s.34-35.

¹⁵⁷ Dani Rodrik, Andrés Velasco, “Short-Term Capital Flows”, **National Bureau of Economic Research-NBER Working Paper 7364**, September 1999, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w7364.pdf>, 15 Temmuz 2004.

yapılması dahil) gerektirmektedir. Krizin finans piyasalarına yayılmasının en temel sebebi budur. Bir para krizinin tetiklediği diğer kriz türleri şöyle sıralanabilir:¹⁵⁸

- Banka krizi oluşması (sermayenin ani çıkışı, uluslararası finansman olanaklarını zayıflatmakta, bunun da ötesinde, yerli paranın değer kaybının ve faiz oranlarındaki yükselişin sonucu olarak, işletmelerin finansal performanslarında ani bozulmalar olmaktadır),
- Krizin sermaye piyasasına yansımaları,
- Krizin reel piyasaya yansımaları,
- Borç krizi oluşması.

Çalışmanın izleyen bölümlerinde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ekonomik kriz etkilerinin yükselen piyasalardaki ve bu piyasalardan biri olan Türkiye'deki etkileri incelenmektedir.

¹⁵⁸ Witold Małecki, "The Risk of Currency Crisis in Poland", **Transformation, Integration And Globalization Economic Research-TIGER Working Paper Series No. 3**, March 2001, (Çevrimiçi) <http://kolodko.tiger.edu.pl/publikacje/TWPNo3.pdf>, 25 Mart 2004.

İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİK KRİZ ETKİSİ

2.3. Ekonomik Krizin Tanımı, Türleri ve Kriz Modelleri

Dünya ekonomisi, küreselleşmenin de etkisiyle, daha karmaşık bir yapı haline gelmiştir. Özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde uygulanan bir çok devlet politikası bu yüzden işe yaramamıştır. 1982 yılında Nobel ekonomi ödülünü alan Amerikalı iktisatçı George Joseph Stigler, yaptığı araştırmalara dayanarak, ABD yönetiminin yıllarca ekonomiyi denetlemek, yönlendirmek ya da düzenlemek için denediği kuralların işe yaramadığını savunmaktadır. Söz konusu politikalar ya etkisiz kalmışlar ya da amaçlanan sonuçların tam tersi sonuçlar getirmişlerdir. Stigler'in bu durum için bir açıklama yapamamasına karşın, bugün bu etki "Kelebek Etkisi" olarak adlandırılmaktadır. Bu etki, kanat çırpan bir kelebeğin, belli bir süre sonra, farklı bir coğrafyadaki havayı yönlendirdiğini ifade etmektedir.¹⁵⁹ Makro ekonomide, bir değişkenin makro etkilerini anlayabilmek için, diğer değişkenlerin sabit varsayılması yöntemi (Ceteris Paribus) kullanılmaktadır. Ancak bütün değişkenlerin hareketliliği söz konusu olduğunda çelişkiler ortaya çıkmaktadır. Özellikle de açık ekonomilerde çelişkiler daha da artmakta ve "kelebek etkisi" söz konusu olmaktadır. 1990 sonrası ortaya çıkan ekonomik krizlerde, krizlerin diğer ülkelere yayılması bu etkinin bir sonucudur. "Kelebek Etkisi" nin, Malezya krizinden sonra "Tekila Etkisi" ya da Güney Asya krizinden sonra ise "Domino Etkisi" gibi başka adlarla anıldığını görmek mümkündür. Yaşanmış kriz tecrübelerine dayanılarak farklı kriz türü tanımlamaları yapılmasına karşın, ekonomik buhran olarak çok kısa olarak ifade

¹⁵⁹ Peter F.Durucker, **Yeni Gerçekler: Devlet ve Politika Alanında, Ekonomi Bilimi ve İş Dünyasında, Toplumda ve Dünya Görüşünde**, Çev. Birtane Karanakçı, 6. bs., Ankara, T. İş Bankası Kültür Yayınları, 1998, s. 168-169.

edilebilen krizin, etkilediği ya da ortaya çıktığı yapıya göre isimler aldığı görülmektedir.

2.3.1. Ekonomik Krizin Tanımı

İktisat biliminde kriz kavramı, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'ndan sonra değişik isimlerle incelenmiş olup, kavramın kriz şekline dönüşümü sonraki yıllara rastlamaktadır. Yaygın olarak ise, konjunktür daralmasına karşılık gelen “buhran” kelimesi ile eş anlamlıdır. Ekonomik kriz kavramı, konjunktürel dalgalanmalarda gerileme ve daralma dönemleri içerisinde üretimin daralması olarak nitelendirilmektedir.¹⁶⁰ Keynes ise krizi, yükselen konjunktür ortamında ekonomik ajanlar tarafından genellikle öngörülemeyen, çoğu zamansa ani ve şiddetli olarak ortaya çıkan bir olay olarak tanımlamaktadır. Keynes; konjunktürün yükselme aşamasında, istihdam, tüketim, faizler, gerçekleşen ve planlanan yatırım büyüklüklerinin; marjinal tüketim eğilimi, efektif talep, sermayenin marjinal etkenliği gibi makro ekonomik değişkenler ile çarpan ve hızlandıran mekanizmaları sayesinde etkileşim içinde olduklarını savunmaktadır. Bu doğrultuda konjunktürün yükselme aşamasında kendi kendini besleyen bir sürecin geliştiğini, aynı sürecin konjunktürün daralma aşamasında da hızla işlediğini ileri sürmektedir. Bu dönemin sonunda ise, yani daralma devresinin bitip yükselme devresinin başladığı konjunktür evresine geçişin, biraz önceki sürecin tersine yavaş olduğunu belirtir.¹⁶¹ Ekonomilerin kriz ile karşılaşmaları çoğu kez ani olmakta, krizden kurtulma süreci ise uzun sürmektedir. Kriz sonrasında alınan önlemlerin hayata geçirilmesinin zaman alması yanında, krizin halkta yarattığı gelecek kaygısı ve buna bağlı talep korkusu sonucunda politikalar rasyonel beklentileri geç değiştirebilmektedir. Ekonomik birimlerin kararlarını etkilemek, onların, politikalara inanmasına bağlı olmaktadır.

Kriz Yunanca ve Latince köklerinden gelmekte olup, kelime olarak “karar vermek” anlamına gelmektedir. Ekonomik kriz, en küçük ekonomik birimden en büyük ekonomik birime doğru, iç ve dış borçların arttığı, işsizliğin arttığı, fiyatların

¹⁶⁰ Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Isparta, Bilim Kitabevi Yayınları, 2002, s.90-94.

¹⁶¹ Fahriye Öztürk, Kemal Çakman, “Keynes, Krizlerin Dinamiği ve Globalizasyon”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.190, Ocak 2002, s.13.

bazen yükseldiği bazen de düştüğü, üretim seyrinin istikrarsızlaştığı ve halkın genellikle siyasi iktidara olan güveninin sarsıldığı dönemi ifade etmektedir.¹⁶²

Marksizm'de ise ekonomik kriz kavramı, üretim krizi ya da ticari kriz olarak yer almakta ve aşırı üretimi ifade etmektedir. Burada, kapitalizmin kar güdüsü ile aşırı üretim yapması, bunun da alım gücünü aşması söz konusudur. Marksizm, kapitalizmdeki bu krizin, işçi sınıfının toplam gelirden aldıkları payın azalmasından da kaynaklandığını ileri sürmektedir. Krizler var olan sermayenin değer yitirmesi, yok olması sonucunu getirmektedir. Marksizm'e göre, kapitalizmin söz konusu krizleri sonucunda, üretim fazlalıkları, fiyatların düşüp karların azalmaması için, gerekirse imha edilir. Kriz böylelikle, üretim fazlalıklarını yok eder ve zoraki bir denge sağlanmış olur. Kredi sistemi ise, kapitalizmde üretim krizlerini körükleyen bir unsurdur. Üretim fazlalıklarının satılamaması durumunda bir kredi şoku oluşur ve borçlular ödemelerini yapamazlar. Fonlarını kaybeden borç verici kurumların batması, kredilerin sınırlandırılmasını ve yatırım-üretim azalması sonuçlarını beraberinde getirir.¹⁶³ Marksizm'deki üretim krizi daha çok 1929 ekonomik bunalımını bir ölçüde açıklamaktadır. Fakat kredi ile ilgili olarak yapılan söz konusu tespitlerden yola çıkılarak, bir ölçüde para krizlerinin banka krizlere sebep olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca, teorideki üretim krizi; 1990 sonrasında ortaya çıkan, para ve banka krizlerinden sonra, talepteki ani düşüşler sebebiyle ekonominin bir resesyon sürecine girmesi sonucunda üretim fazlalıklarının satılamayarak, üretimin azaltılmasını (iktisadi küçülme) anımsatmaktadır.

1990 sonrasında gelişmekte olan ülke ekonomilerinin geçirdiği tecrübeler incelendiğinde, ekonomik kriz; reel ekonomilerde keskin bir gerileme ile karakterize olan, ekonomik büyüme oranlarının gerilemesi, işsizliğin artması, gıda fiyatlarında enflasyonist baskıların artması ve bunların sonucunda oluşan sosyal huzursuzluklar olarak tanımlanabilir.¹⁶⁴ 1990 sonrası krizler, öncelikle ülkelerde para ve döviz piyasalarında ortaya çıkan büyük ölçekli bir dengesizlik hali olarak başlamaktadır.

¹⁶² Kutlu Tekin Coşkun, **Ekonomik Krizler**, Ankara, Vergi Denetmenleri Derneği Yayınları, 2004, s.7.

¹⁶³ Rıza Yörükoğlu, **Doğu Asya Krizi Nereden Çıktı?**, İstanbul, Alev Yayınları, 1998, s.14-26.

¹⁶⁴ Callum Henderson, **Asya Çöküyor: Asya Krizi ve Sonrası**, Çev. Meral Güneç, İstanbul, Alfa Yayınları, 2000, s.275-276.

Bu nedenle, bu krizler finans krizi olarak da (örneğin Asya finans krizi) adlandırılmaktadır.¹⁶⁵

Krizler, bir ekonomide reel piyasalarda ya da finansal piyasalarda ortaya çıkan, fiyat ve miktarlarda kabul edilebilir bir değişim sınırının üzerinde gerçekleşen dalgalanmalar olarak tanımlanmaktadırlar. 1990'dan sonraki yıllarda ortaya çıkan krizlerin kendilerine has yapıları olsa da, krizler nedeniyle ortaya çıkan çıktı kayıpları ve ülkelerin finansal sistemlerine güven azalması gibi maliyetler, ortak özellikler olarak sıralanabilir. Krizler, gelişmiş ülkelere daha çok gelişmekte olan ülkelerin sorunu olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan bazı kriz türleri, diğer kriz türlerini tetiklemezken, gelişmekte olan ülkelere kriz, hem diğer ülkelere yayılmakta hem de diğer kriz türlerine dönüşmektedir.¹⁶⁶ Ekonomik krizlerin literatürde çeşitli tanımlarının olmasına karşın, keskin bir ayırım yapmak zorlaşmaktadır. Günümüz ekonomilerinde, krizleri hazırlayan bir çok faktör bulunmaktadır. Bu yüzden söz konusu faktörler, kriz türlerinden bir kaçını tetikleyebilmektedir. Nihai olarak ise, ekonomik krizin hissedilmesi reel ekonominin küçülmesine (GSMH) bağlı olmaktadır.

2.3.2. Ekonomik Kriz Türleri

Ekonomik krizler, döviz krizi, bankacılık krizi, ve dış borç krizi şeklinde farklı türlere ayrılabilir. Bu kriz türleri bir ekonomide ayrı ayrı görülebileceği gibi, bir arada da bulunabilmektedirler. Genellikle de döviz krizini bankacılık krizi takip etmekte ve "ikiz kriz" oluşmaktadır.¹⁶⁷ Bunun sebebi de banka ve benzeri kuruluşların, sermayenin küreselleşmenin ve böylelikle alternatif piyasalar oluşmasının etkisiyle (euro-para piyasaları v.b.) döviz pozisyonu tutmaları ve faaliyetlerini böyle yürütmeleridir.

¹⁶⁵ Atilla İmrahor İlyas, **Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul, İTO Yayınları, 1998, s.11.

¹⁶⁶ Muharrem Afşar, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, s.77-79.

¹⁶⁷ Kutlu Tekin Coşkun, **a.g.e.**, s.16-17.

2.3.2.1. Dış Borç Krizleri

Ülke ekonomileri iç tasarrufların yetersizliği durumunda dış tasarruflara başvurarak borçlanma yoluna giderler. İç tasarruf açığı, kamu harcamalarının kamu gelirlerinden fazla olması ya da özel tasarrufların, yatırımları finanse edememesinden kaynaklanmaktadır. Dış borç miktarındaki artışların en önemli sebebi cari işlemler hesabındaki açıklardır. Dünya ekonomisinde dış borç krizi, 1970’li yılların konjonktürü ile ortaya çıkmıştır. O yıllarda gerçekleşen petrol krizi, cari açıkları büyütmüş ve ilk kez 12 Ağustos 1982 tarihinde Meksika’nın vadesi gelen dış borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmesiyle baş göstermiştir. Meksika’yı izleyen diğer Latin Amerika ülkeleri olan Brezilya, Şili ve Arjantin, dış borç sorununun büyümesine sebep olmuşlardır.¹⁶⁸

1970’li yılların sonunda İngiltere ve ABD’de ekonomi politikasının temelini arz yanlı politikalar (supply-side) oluşturmaktaydı. 1980’li yıllara damgasını vuran Neo-liberal politikaların ilk temelini oluşturan arz-yanlı iktisat döneminde ortaya çıkan bir sözcük olan “Deregulation-Deregülasyon” (kuralsızlaştırma-serbestleştirme), gelişmekte olan ülkelerin dış borç krizinde etkili bir faktör olmuştur. Bu kavram sayesinde, 1980’li yıllarda, daha önce görülmemiş boyutta dış borçlanma görülmüştür. Söz konusu mali serbestleşme uygulamasını, faiz oranları, döviz kurları ve ücretler üzerindeki devlet denetiminin kaldırılması ve kredi sözleşmeleri üzerindeki engellerin önüne geçilmesi olarak tanımlamak gereklidir. 1979’daki ikinci petrol şokunun etkisiyle, dünya ekonomilerindeki resesyon derinleşmiş ve hammadde taleplerinde büyük daralmalar meydana gelmiştir. Hammadde ihracatçısı durumunda olan çevre ülkelerinden Latin Amerika ülkeleri, dış borç faizlerini ödeyemez duruma gelmişlerdir. 1982 Ağustosunda ilk hareket Meksika’dan gelmiş ve Meksika dış borçlarını ödeyemeyeceğini (moratoryum) ilan etmiştir.¹⁶⁹

Meksika, borç krizini aşabilmek için ortadoks iktisat teorisi çerçevesinde bir dizi uygulama benimsemiştir. Bu düzenlemeler temelde, ekonominin dışa açılması,

¹⁶⁸ Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul, Beta Yayınları, 1998, s.532.

¹⁶⁹ Mehmet Şişman, **Mali Sermayenin Küreselleşmesi: Tarihselliği ve Problemleri Üzerine Değerlendirmeler**, İstanbul, Set Yayınları, 2003, s.83-89.

dış ticaretin önündeki tüm engellerin kaldırılması, finansal serbestleşme ve özelleştirme uygulamalarını içermektedir.¹⁷⁰ Borç krizini aşmaya dönük söz konusu politikalar içinde, IMF ve Dünya Bankası'nın da öngördüğü şekilde gerçekleştirilen yapısal düzenleme programları, kriz etkilerini gidermek çabası yanında, ülkeyi tamamen dışa açık hale getirerek, finansal liberalizasyon içine çekmiştir. Ülkenin finansal serbesti içine çekilmesi ise, buna hazır olmayan yapısından dolayı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkileriyle karşı karşıya kalmasına (spekülatif saldırılara) ve 1990 sonrasında bir başka ekonomik kriz ile tanışmasına sebep olacaktır.

1970'lerdeki yoğun borçlanmaya yol açan etmenler olarak, petrol fiyatlarının yükselmesi, faiz oranlarının düşüklüğü ve ulusal paraların aşırı değerli tutulması (kısa vadeli sermaye hareketleri girişinin de etkisiyle) sayılabilir. Geri ödemeyi zorlaştırarak borç krizinin ortaya çıkmasına sebep olan etkenleri ise şöyle sıralamak mümkündür:¹⁷¹

- Az gelişmiş ülke ihracatının düşmesi: 1970'lerdeki petrol krizi sonucu hammadde ithalatçısı durumunda olan gelişmiş ülkelerin resesyona girmeleri, az gelişmiş ülkelerin de hammadde ihracatlarının hacminin azalmasına neden olmuştur.
- Mübadele hadlerinin az gelişmiş ülke aleyhine düşmesi: Az gelişmiş ülkelerin ihraç malları fiyatlarının sürekli düşmesi, ithal girdilerinin fiyatlarının ise artması, sonuç olarak da dış ticaret hadlerinin aleyhte bozulması 1982 borç krizinin baş göstermesinde önemli bir etken olmuştur.
- Faiz oranlarının yükselmesi ve yeni kredilerin kesilmesi: Değişken faizli krediler, faiz oranlarının yükselmesinden dolayı kredi maliyetlerinin artmasına sebep olmuştur. Değişken faizli olmayan kredilerde ise, döviz cinsinden borçlanma yapılmasının olumsuz etkisi olan, faiz yükselişine bağlı döviz değer kazanması etkisi yaşanmıştır. Faiz oranlarının yükselmesi daha önce alınan kredilerin maliyetli hale gelmesini sağladığı gibi ayrıca yeni kredilerin alınmasını da dolaylı olarak etkilemiştir. ABD'nin ikiz açıklarını

¹⁷⁰ Sadi Uzunoğlu, Kerem Aklin, Can F.Gürleşel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, Haziran 1995, s.75.

¹⁷¹ Neşecan Balkan, **Kapitalizm ve Borç Krizi**, İstanbul, Bağlam Yayınları, 1994, s.97-117.

(dış ticaret ve bütçe açıkları) kapatmak için 1980'lerin ortasında faiz oranlarını yükseltmesi (finans piyasasındaki fonları ülkeye çekmek amacıyla), ABD'yi net borçlu ülke konumuna (yabancıların ABD'de sahip olduğu varlıklar, ABD'nin yurt dışında sahip olduğu varlıkları geçtiği için) düşürmüştür. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde ise, yeni özel kredilerin azalmasına sebep olmuştur.

- Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları korumacılık: Sanayileşmiş ülkelerin kota v.b. engelleri, borç alan ülkelerin ihracat güçlerini zayıflatmıştır.
- Kredilerin kullanımındaki ve yönetimindeki hatalar: Kullanılan krediler, uygulanan yanlış iktisat politikaları sonucu önceliği olmayan, getirisi yüksek olmayan projelere kullanılmış, askeri harcamalara kanalize edilmiştir. İddialı büyüme modelleri uygulanması uğruna, ithal girdi kullanımı aşırı artmış (petrol, sermaye malları v.b.), bu maliyetleri karşılayabilmek için de yüksek bir ihracat çabası süreci başlamış fakat merkez ülkelerin (sanayileşmiş ülkeler) resesyona girmesi, bu ihracat çabasını boşa çıkarmıştır.
- Az gelişmiş ülkelere sermaye kaçıışı: Ülke ekonomisinden yurt dışına kaçırılan sermaye, ödemeler bilançosu açıklarını büyütürken geri ödemeyi zorlaştırmaktadır. Sermaye kaçışları doğrudan verilerle bilinen bir kalem olmayabilir. Cari işlemler açığı ile brüt sermaye girişinin toplamının resmi rezervlerdeki azalışın farkı alınarak dolaylı olarak hesaplanabilir. (Net hata noksan kalemi sermaye kaçışının bir göstergesidir.)

1970'lerdeki petrol krizinin sonrasında, petrol ihraç eden ülkelerin ellerindeki "petro-dolar" olarak adlandırılan fonların, gelişmekte olan ülkelerin cari açıklarını kapatmaya dönük kullanılmasını sağlayan piyasa "Euro-para" piyasasıdır.¹⁷² Euro-para piyasasında faaliyet gösteren Avrupa bankaları aracılığı ile bu fonlar, petrol fiyatlarından olumsuz etkilenen gelişmekte olan ülkelere aktarılmıştır.

1970'lerin ortalarında petrol karlarındaki aşırı artışların çokuluslu bankalarda birikmesi, bankaların bu fonları kredi kaynağı olarak az gelişmiş ülkelere yönlendirmesini başlatmıştır. Gelişmekte olan ülkelere kolay kredi yolları önerilerek,

¹⁷² Sudi Apak, **Uluslararası bankacılık ve finansal sistemler**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1995, s.61.

hızla yükselmekte olan petrol fiyatlarından dolayı ithal maliyetleri artan ülkeler bu finansman kaynağını kullanmak yoluna itilmişlerdir. Borçlu ülkelerin borçlarını ödeyememe durumuna gelmesi ile de Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası, bu ülkelere yeni finansman ve yapısal uyum programları uygulamışlardır. Bu yolla hem borçlar bir ödeme takvimine bağlanmış (IMF sayesinde) hem de az gelişmiş ülkeler, dışa kapalı yapıları çözülerek bir çeşit liberalleşme, serbestleşme ve özelleştirme yapısına dayalı kapitalist ekonomiler haline getirilmiş (Dünya Bankası'nın yapısal düzenleme programları sayesinde), küresel ekonomik rekabetin içine çekilmiş olmaktadır. Özellikle Afrika ülkelerine yönelik olarak Dünya Bankasının yapısal düzenleme programı sayısı 1982'den günümüze kadar 162 adettir. Bir kıyaslama yapılırsa, dünyanın geri kalanında uygulanan program sayısı 126'dır. Bu düzenlemeler nüfus artışının en fazla olduğu bölge olan Afrika'yı, düşük fiyatlarla hammadde ihraç eden ve basit mal üretimi yapan bir ülke konumuna getirmiştir.¹⁷³

1990'ların ortalarına gelindiğinde, "Üçüncü Dünya" olarak da anılmakta olan az gelişmiş ülkelerin uluslararası banka sistemine yaklaşık 640 milyar dolar tutarında borçları olduğu gözlenmiştir. Bu borçların büyük bir kısmı da 1970'lerdeki petrol krizinden kaynaklanmaktadır. 1990'lı yıllardaki az gelişmiş ülkelere yönelik ihracat verileri incelendiğinde, ABD'nin ihracatının %40'ının, OECD ülkeleri ihracatının ise %24'ünün söz konusu ülkelere yapıldığı görülmektedir.¹⁷⁴ Bu yüzden de dış borçlar, bir alacak sorunu olmasından başka aynı zamanda gelişmiş ülkelerin ihracatlarını etkileyebilecek bir milli gelir sorunudur.

Bir ülkenin borçlanma düzeyi hakkında fikir veren kavram "Sürdürülebilir Borç Oranı" dır. Bu kavram, ülke borcunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı (Borç/GSYİH) olarak ifade edilmektedir. Buna göre bir ülkenin borcu, o ülkenin geliri ile aynı oranda arttığı ölçüde ve oran olarak da belirlenmiş olan sınırları koruduğu sürece (örneğin bu oran kredi verenler için eğer %80 ise, her yıl borç/GSYİH oranının %80'i geçmemesi beklenir), borçların sürdürülebilir olduğu

¹⁷³ Osvaldo De Rivero, **Kalkınma Efsanesi: XXI. Yüzyılın Bağımsız Yaşayamayan Ekonomileri**, Çev. Ömer Karakurt, İstanbul, Çitlembik Yayınları, 2003, s.74-77.

¹⁷⁴ Vural Savaş, **Politik İktisat**, İstanbul, Beta Yayınları, 1994, s.324-325.

sonucuna varılır. Dolayısıyla önemli olan ölçü, bir ülkenin borçlarının nümerik olarak artması değil, milli gelire oranla borçlardaki artış yüzdesidir.¹⁷⁵

2.3.2.2. Döviz Krizleri (Para Krizleri)

Bir ülke ekonomisinin sağlıklı işleyip işlemediği, ödemeler bilançosuna bakılarak anlaşılabilir. Sabit kur sistemlerinde ödemeler bilançosu açıklarını kapatmak için devalüasyon yöntemi kullanılmaktadır. Değeri düşürülen milli para, ihracat artışını ve ithalat daralmasını sağlamaktadır. Piyasayı yönlendirici yönde yapılan devalüasyonlar, açıkları kapatici etki yapabilme özelliğine sahipken, piyasalarda belirsizliğin ve aşırı güvensizliğin hakim olduğu durumlarda yapılan yüksek oranlı devalüasyonlar, milli paradan kaçışı başlatarak döviz krizine sebep olmaktadır. Rezervlerin döviz talebini karşılayamaması (sabit kur sistemi gereği, kuru sabit tutabilmek rezervlere bağlıdır) ve faiz oranlarının yükseltilmesi yeni devalüasyon beklentisine girilmesine sebep olarak, paradan kaçışı hızlandırmakta, bunun üzerine de mecburen yeni devalüasyon yapılmakta, adeta kendi kendini besleyen bir kriz süreci başlamaktadır.¹⁷⁶ Bu durumdaki bir ekonomide, devalüasyon beklentisine giren ekonomik birimler içinde; spekülasyon amaçlı döviz alımı yapanların, bir önceki dönemde faiz avantajlarının doğurduğu arbitraj olanakları motivasyonu ile ülkeye getirdikleri dövizin milli paraya çeviren yabancı fon sahiplerinin (-ki devalüasyon beklentisi sonucu fon sahibinde, arbitrajdan kazandıklarının ve ana paralarının erimesine korkusu hakimdir), ithalatın daha pahalı hal gelmesi beklentisine giren ithalatçıların (ki ithalatı artırıp, düşük kurdan döviz alımı yaparlar) davranışları kur üzerinde artış baskısı yaratır ve kendi kendini besleyen bir kriz ortaya çıkar. Bu davranışlar sonucunda ödemeler dengesi açıkları daha da büyür ve devalüasyon kaçınılmaz olur. Döviz yönlen para reel piyasaların da tıkanmasına sebep olmaktadır.

Para krizlerinin gelişiminde kısa vadeli sermaye akımları anahtar bir rol oynamaktadır. İlk olarak, yerli enstrümanlara yatırım yapıldığında (bu varlıklar banka mevduatları, kısa vadeli teminatlar ve türev ürünleri kapsadığından likiditeleri

¹⁷⁵ Ted Walther, **Dünya Ekonomisi**, Çev.Ünal Çağlar, İstanbul, Alfa Yayınları, 2002, s.483-484.

¹⁷⁶ Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **a.g.e.**, s.99-100.

yüksektir), yabancı sermayenin ülke dışına çıkışını garanti altına almak mümkün olabilmektedir. Burada belirtmek gerekir ki, portföy yatırımları olan yerli tahvil ve hisselerin satın alınması, uzun dönemli yatırımlar olarak görülse de pratikte bu yatırımlar kısa vadeli sermaye gibi kolaylıkla geri çekilebilmektedir. İkinci olarak ise, ülkedeki yerleşiklerin yerli paraya yönelik spekülasyon atakları oluşmakta ve bu da kısa vadeli sermayenin çıkışı gibi bir etki yapmaktadır. Kriz öncesinde kısa vadeli sermaye akımlarının ülke içine hareketi, para krizine hassas ekonomilerde önemli bir rol oynamaktadır.¹⁷⁷

Genellikle ödemeler dengesi ve döviz krizleri, para krizi olarak adlandırılmaktadır. Ekonomi otoritesinin uluslararası rezerv hacmini arttırarak, faiz oranlarını yükseltmek yoluyla ülke parasını savunmaya zorladıkları durumda para (Currency) krizinin oluşum süreci başlamaktadır. Çoğunlukla, sabit ya da yarı sabit döviz kuru sistemlerinde (Crawling Peg-sürünen parite uygulaması altında) ülke parasından kaçış şeklinde bir para krizi meydana gelmektedir.¹⁷⁸

Literatürde para krizi olarak isimlendirilmekte olan döviz krizi, önemli ölçüde bir nominal para devalüasyonu olarak tanımlanmaktadır.¹⁷⁹ Döviz krizi bir spekülasyon etki sonucunda ülke parasının devalüe edilerek değer kaybetmesiyle sonuçlanan ya da spekülasyon saldırıları sonucunda para otoritesinin uluslararası rezervleri harcayarak ve faiz oranlarını yükselterek ülke parasını savunmaya zorlamasıyla oluşur. Döviz krizinin önemli bir göstergesi, döviz kurunda ani hareketler ve sermaye akımlarındaki ani ve keskin yön değiştirmelerdir. Para krizinin başlangıcı olan milli paranın değer kaybetmesinin sebeplerini şöyle sıralamak mümkündür:¹⁸⁰

- Milli paranın değer kaybı; uluslararası rezervlerin tükenmesinden, baskı altındaki döviz sisteminin çökmesinden kaynaklı ödemeler bilançosu krizlerinden ve Merkez Bankalarının iç kredi genişlemelerinin (bütçe açıklarını finanse etmek için para basımı) sabit kur sistemi ile tutarlı olmamasından kaynaklanabilir.

¹⁷⁷ Witold Małecki, "The Risk of Currency Crisis in Poland", **TIGER-Working Paper Series No:3**, Mart, 2001, (Çevrimiçi) <http://kolodko.tiger.edu.pl/publikacje/TWPNo3.pdf>, 23 Mart 2005.

¹⁷⁸ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001, s.21.

¹⁷⁹ Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.89-92.

¹⁸⁰ Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.29-32.

- Dış ticaret açıklarının artmasına neden olacak düzeyde sabitlenmiş döviz kuru, ülke parasına yönelik spekülasyonların artmasına yol açmakta ve döviz rezervleri eriyerek kur sistemi çökmektedir.
- Değer kaybının bir başka nedeni, ülkenin cari hesabı fazla verse bile, kısa vadeli borçlar (özel ve kamu), rezervler tarafından karşılanamayacak düzeyde olmasıdır.
- Bankacılık sistemine ve bankaların bankası olan Merkez Bankası'na güvenin azalması da, mevduatların çekilerek dövize çevrilmesine (yurt dışındaki bankalara yatırılmak üzere) sebep olur ki bu da milli paranın değer kaybetmesi sürecinin bir banka krizinden sonra başlayabileceğini göstermektedir.
- Ülke parasını dalgalandıran bir önemli etki de psikolojik faktörlerdir.
- Milli paranın değer kaybına sebep olan önemli bir faktör, sıcak paranın vade sonunda ülkeyi ter ederken dövize çevrilmesidir. Bütçe açıklarının kapatılması ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması için hükümetlerin yüksek faiz oranı önererek iç borçlanmaya gitmesi, sıcak para olarak adlandırılan spekülasyon paralarının ekonomiye girişine sebep olmaktadır.¹⁸¹ Sıcak para fonları da vade sonunda ve güvensizlik ortamında ülkeyi terk etme eğilimindedir. Her iki durumda da milli paranın değer kaybı kaçınılmaz olmaktadır.

2.3.2.3. Bankacılık Krizleri ve Finansal Krizler

Bankacılık sistemi ve finansal sistem birlikte, bir ekonomideki fon arz edenlerle fon talep edenler arasında köprü işlevi görmektedirler. Ayrıca reel ekonominin sağlıklı işlemesi de banka ve finans sistemine bağlıdır. Finansal kriz, finansal piyasaların ekonomide kendinden beklenen fonksiyonları yerine getirememesi olarak tanımlanmaktadır. Tasarrufların reel ekonomiye kazandırılmasında aracı olan bankacılık sisteminin yükümlülüklerini yerine getirememesi, menkul kıymet borsalarında hisse senedi fiyatlarının çok hızlı

¹⁸¹ Kutlu Tekin Coşkun, a.g.e., s.18-19.

düşmesine, Merkez Bankaları'nın mali piyasaları yönlendirici fonksiyonunun elindeki para politikası araçlarının yetersizliği ya da etkinsizliği sebebiyle azalmasına sebep olarak finansal kaynaklı bir ekonomik kriz ortaya çıkmaktadır.¹⁸² Finansal krizler, banka ya da banka dışı finansal kesimdeki şirketlerin borç problemlerini ifade eden, reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratabilen, piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasalardaki çöküşler olarak ifade edilmektedirler. Bankacılık krizinden etkilenebilen bir yapısı olduğu gibi bazen de bir bankacılık krizini tetikleyebilmekte olan kriz, çoğunlukla aktif fiyatlarında bir çöküşle belirginleşmektedir.¹⁸³

Finansal kriz, “Ters Seçim” ve “Ahlaki Çöküntü” nün en olumsuz biçimde yaşandığı, buna bağlı olarak da piyasaların tasarrufları en etkin şekilde yatırıma kanalize etme fonksiyonunun etkisiz kaldığı durum olarak tanımlanmaktadır. Buradaki “Ters Seçim” kavramı, finansal işlem öncesinde ortaya çıkan bir durumu ifade etmekte olup, yatırımcının fon sağlayan taraf olarak, kredi sağladığı yatırımın risk ve getiri olasılıklarını önceden hesaplamasını ifade etmektedir. Fon sahibinin, yapılacak yatırımdaki risklilik konusunda doğru tahminler yapamaması ters seçim etkisini tanımlamaktadır. “Ahlaki Çöküntü” ise, finansal işlem sonrasında ortaya çıkan bir durumu ifade etmekte olup, fon kullanan kesimin yapılan yatırım sonrasındaki getiriye kazanan taraf olmasını, yatırımın başarısız olmasında ise yükün fon kullandıranaya yüklenmesi sürecini ifade etmektedir. Finansal kriz, piyasaların verimsiz çalışmasını ve sonuçta ekonomik resesyonun gerçekleşmesini (üretim daralması) anlatan bir kavramdır.¹⁸⁴ Ekonomik krizin bu süreç sonunda ortaya çıkması kaçınılmazdır. Bilindiği gibi “İktisadi Akım Tablosu” içinde hareketin devam etmesi, ekonomik birimlerin arasındaki mal akışının tersi yönde (reel akım tersine), parasal akım bulunmalıdır. Aksi takdirde üretim sürecinde tıkanmalar görülecek, resesyon ortaya çıkacaktır.

Mali piyasalar ve kurumlar, fon fazlası veren birimlerden, verimli yatırım projesi olan birimlere aktarılması işlevini yerine getirmektedirler. Dolayısıyla

¹⁸² Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **a.g.e.**, s.98.

¹⁸³ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.21.

¹⁸⁴ Frederic S. Mishkin, “Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper Series 8087**, January, 2001, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w8087.pdf>, 7 Ağustos 2001.

bankacılık krizleri, yatırımların da finansmanını engellemek yoluyla, firmaların iflasına, finansal kurumlara olan güvenin sarsılmasına ve bundan dolayı da tasarrufların azalarak, dışarıya sermaye kaçışına sebep olmaktadır. 1980 sonrasında dünya bankacılık sisteminde 67 adet kriz olduğu, bunun 52'sinin gelişmekte olan ülkelerde, 15'inin ise gelişmiş ülkelerde gerçekleştiği gözlenmiştir.¹⁸⁵ Ekonomideki etkin kaynak dağılımının sağlanmasında bankacılık ve finans sektörünün rolü, sermayenin etkin kullanımını sağlamak adına, sermayenin çok bulunduğu birimden az bulunduğu birime aktarılması ya da yatırım-tasarruf eşitliğini sağlamaya dönük olarak, tasarrufları yatırıma yönlendirmek olmaktadır.

Banka krizleri, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyerek, bunları ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları; mevduatların kendilerine ödenemeyeceğinden endişe eden mudilerin panik halinde banka mevduatlarını çekmeleri; hükümetlerin söz konusu olumsuzluklara müdahale etme amaçlı olarak kurtarma ve kamulaştırma operasyonları ve de geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı hallerinde ortaya çıkabilmektedir.¹⁸⁶

Banka krizleri genellikle banka bilançolarının kötüleşmesinden kaynaklanmaktadır. Geri dönmeyen kredilerin varlığı, menkul kıymet piyasalarındaki dalgalanmalar ve reel sektörün küçülmesi nedeniyle bankaların aktif yapılarının bozulması bankacılık krizlerinin temel nedenleri olmaktadır. Krizin derinlik kazanması ise, mevduat sahiplerinin panik halinde paralarını çekmesiyle yaşanır. Ekonomik birimlerde oluşan, finansal kurumların bazılarında bir ödeme gücü kaybı yönündeki korku, banka paniklerini tetikleyerek, finansal kurumların ellerindeki reel varlıkları nakde çevirmeye zorlar ve varlık fiyatları aşırı düşerek, bankacılık krizi borsaya da yansır.¹⁸⁷ Gelişmiş ülkelerde bankacılık krizlerine bağlı olmadan ortaya çıkan az sayıda borsa krizi bulunsa da, bu krizlerin sebebinin söz konusu ülkenin kendine has borsa yapısından kaynaklandığı öne sürülmektedir. Örneğin 1987'de ABD'de, varlık fiyatlarında bir günlük aşırı düşüşler yaşandığı borsa krizinin, vadeli işlemler piyasasının karışık yapısı sebebiyle ortaya çıkmış olduğu ileri

¹⁸⁵ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İstanbul, İMKB yayınları, 2002, s.153-155.

¹⁸⁶ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.21.

¹⁸⁷ Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.92-93.

sürülmektedir.¹⁸⁸ Dolayısıyla her ekonominin piyasa yapısına göre, krizin çıkması ve etkileri farklı olmaktadır. Bu yüzden her ülke ekonomisi için geçerli bir kriz yönetimi ya da öncesinde kriz önlemleri yoktur.

Bankacılık krizlerinin ve banka iflaslarının nedenlerini şu maddelerde özetlemek mümkündür:¹⁸⁹

- Makro ekonomik şoklar: Ekonomik resesyonlar, faiz oranlarındaki ani yükselişler, şirketlerin finansal sorunları (ödeme güçlüğü), gayrimenkul piyasasındaki olumsuzluklar, kısa vadeli kaynakları uzun vadeli krediye çeviren bankaları zora sokmaktadır.
- Riskli faaliyetler: Türev ürünlerin gelişmesi, yüksek faiz riskinin alınması, döviz kuru riskleri ve buna bağlı olarak da açık pozisyonlar, riskli faaliyetlerdir.
- Yoğun rekabet: Mevduat faizleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılmış olması bankaları rekabet eden, türev araçlarını çeşitlendiren ve açık pozisyon alan bir yapı haline getirmiştir.
- Kötü yönetim: Az karlı ve çok riskli faaliyetlere girişilmesini sağlayan bir yönetim ve yükümlülüklerini aşan açık pozisyon bankaları zora sokmuş, bankaların kontrolün de yapılmaması bir başka kötü yönetim sorununu gündeme getirmiştir.
- Bankacılık yapısı: Muhabir bankaların varlığı, işlem miktarlarının artmasına ve türev araçların çeşitlenmesine sebep olmuştur. Ayrıca çok sayıda küçük bankanın varlığı da bankacılık yapısının denetlenmesini engelleyen bir unsurdur.
- Finansal liberalizasyon: Liberalizasyon sayesinde hassas yapısı olan bankacılık sektöründe, krizlerin yayılma etkisi hemen hissedilmektedir.
- Kısa süreli yabancı kaynaklara bağımlılık: En ciddi bankacılık sorunları, mevduatlarının önemli kısmının yabancılara ait olduğu ülkelerde yaşanmaktadır. Olumsuz finansal gelişmelere aşırı duyarlı olan yabancılara

¹⁸⁸ Yakup Engincan, **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1996, s.87.

¹⁸⁹ Metin Coşkun, **Finansal Piyasalar: Kurumlar, Araçlar, Analiz**, Eskişehir, Birlik Ofset Yayıncılık, 2002, s.93-94.

ait bu fonlar, ulusal ekonomiyi ani terk etme eğilimindedirler. Yabancıların, bankalardaki döviz hesaplarını kapatma yönündeki panik saldırısı, bankacılık sektörüne zarar vermekten başka, rezervlerinde yitirilmesine sebep olarak bir para krizi oluşturur.

Bankacılık krizleri genellikle para krizlerini takiben oluşmakta olup, bir arada görülmeleri durumunda da “ikiz kriz” yapısı halini almaktadırlar. Gelişmiş ülkelerin ve gelişmekte olan ülkelerin söz konusu krizlerden etkilenmeleri hem süre yönünden hem de çıktı kayıpları yönünden farklı olmaktadır. Bu durum Tablo-12 yardımıyla sunulmaktadır.

Tablo 12: Döviz Krizi ve Bankacılık Krizinin Milli Gelir Cinsinden Maliyeti

KRİZ TÜRÜ	Kriz sayısı	Ortalama krizden kurtulma süresi (yıl)	Kriz başına kümülatif çıktı kaybı (%)
Para Krizleri	158	1,6	4,3
-Sanayileşmiş ülkeler	42	1,9	3,1
-Gelişmekte olan ülkeler	116	1,5	4,8
Bankacılık Krizleri	54	3,1	11,6
-Sanayileşmiş Ülkeler	12	4,1	10,2
-Gelişmekte olan ülkeler	42	2,8	12,1
Para ve Banka Krizleri	32	3,2	14,4
-Sanayileşmiş Ülkeler	6	5,8	17,6
-Gelişmekte olan ülkeler	26	2,6	13,6

Kaynak: Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.43’den derlenmiştir.

Tablo-12, bankacılık krizlerinin para krizlerinden daha uzun sürdüğünü ve bundan dolayı da daha maliyetli olduğunu göstermektedir. Milli gelirin bir yüzdesi olarak bu maliyet %11.6 dır. Gelişmekte olan ülkelerin krizden kurtulma sürelerine bakıldığında ise, sanayileşmiş ülkelere kıyasla, daha az sürede kurtuldukları fakat krizlerin daha maliyetli olduğu görülmektedir.

2.3.3. Ekonomik Kriz Modelleri

Ekonomik kriz modelleri, ortaya çıkan krizlerin nedenlerine göre sınıflandırılması yöntemine dayanmaktadır. Bahsedildiği üzere, her kriz yeni teorileri beraberinde getirmekte olup, dünya konjonktürünün etkisiyle yeni açıklamalar yapılmaktadır. Buna rağmen literatürde krizlerin, oluşumuna göre, “Kanonik Kriz Modelleri” ve “İkinci Nesil Kriz Modelleri” olarak sınıflandırıldığı görülmektedir.

2.3.3.1. Birinci Nesil Modeller (Kanonik Kriz Modeli)

Birinci nesil kriz modelleri, 1970’li yıllardan itibaren karşılaşılan krizleri açıklamaya yönelik olarak, ABD Merkez Bankası’nın uluslararası finans bölümünde görev alan Stephan Salant tarafından geliştirilen “Kanonik Kriz Modeli” olarak da anılan modelden oluşmaktadır. O yıllardaki, ülkelerin kriz tecrübelerinin incelenmesine dayalı model, finansal krizlerin de reel piyasadaki krizlerle aynı mantıkta ortaya çıktığını öne sürmektedir. Buna göre, piyasadaki spekülörler, fiyatının yükselmesini bekledikleri varlığı satın almak yoluyla, o varlığın fiyatını yükseltmekte ve piyasaya müdahaleyi zorunlu kılmaktadırlar. Piyasaya yapılabilecek müdahaleler de spekülörleri yeni karlara götürmektedir. Döviz piyasasında da durum bu şekilde gerçekleşmekte, dövizde fiyat yükselişi beklentisine giren spekülörler, döviz satın almakta, fiyatını da bu yolla yükseltmektedirler. Merkez Bankaları’nın piyasaya yaptığı müdahaleler, rezervlerin tüketilmesine sebep olmaktadır. Rezervlerin erimesi, kurun yükseleceği beklentisine yol açarak ikinci bir spekülasyon dalgası oluşturmaktadır. Kanonik kriz modeli, ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi) ile döviz kurlarını sabit tutma arasındaki uyumsuzluğun, krizlerin temel nedeni olduğunu ileri sürmektedir. Bu modelde, pek çok para krizi, ekonomi politikası ile döviz kuru arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır.¹⁹⁰

Kanonik kriz modelinde, makro ekonomik temellerdeki bozukluklar (bütçe açıkları, yüksek emisyon, yüksek enflasyon, aşırı değerli kur, yüksek cari açıklar,

¹⁹⁰ Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.339-341.

uluslararası rezervlerdeki düşüşler, yükselen iç faiz oranları v.b.), bir krizin göstergeleri olmaktadır. Birinci nesil kriz modellerinde, sabit döviz kurunun yaşayabilirliğinin ekonomik birimlerin davranışlarından bağımsız olduğu, bunların dışsal oldukları varsayılmaktadır.¹⁹¹

Paul Krugman, kanonik kriz modelini geliştirerek, para talebinden daha fazla iç kredi hacmi artışının, yavaş ancak sürekli uluslararası rezerv azalışına ve spekülasyon saldırılarına sebep olacağını ileri sürmüştür. Bu etkiler krizin hem kaçınılmaz hem de tahmin edilebilir olmasını ifade etmektedir. Krugman'ın kanonik kriz modelinden; krizlerin ödemeler bilançosu ve döviz kuru gibi temel ekonomik etkileri esas aldığı, ülkenin resmi rezervlerinin bitmesiyle krizin patladığı, krizin bitirilebilmesi için Merkez Bankası'nın uygun uluslararası rezervlere sahip olması ve böylelikle sabit kur sistemini devam ettirmek suretiyle krizin önlenebileceği sonuçları çıkarılabilmektedir.¹⁹² Fakat sabit döviz kur sisteminin varlığı durumunda da spekülasyon saldırılarının olması engellenememekte ve Merkez Bankası rezervleri de kur politikasını devam ettirmekte yetersiz kalmaktadır. Yabancı fon sahiplerinin ellerindeki yüksek hacimli fonlar, politikaları etkisiz bırakmakta, hatta bu fonlara yine spekülasyon sebebiyle, diğer fon hareketleri ek destek yapmaktadır. Çoğu zaman ellerinde yüksek fon bulunan spekülatörler, piyasanın işleyişini etkileyen ve panik yaratan açıklamalarıyla, istedikleri spekülasyon kazançlarını sağlamaktadırlar.

George Soros'un İngiliz Paund'u üzerinde 1992'de yaptığı "oyun" sonucunda şaşırtıcı bir spekülasyon başarısı göstererek, neredeyse 1 milyar dolar'lık servet edindiği bir örnek mevcuttur. Bu bir tesadüf olmayıp, Soros'un yakaladığı fırsatın bir eseridir. Bu tür spekülatörler de ülke paralarının hassas olduğu dönemleri kollamaktadırlar. Bu doğrultuda söylenmiş bir söz olan "eğer para ile ilgili bir şey yanlış gidiyorsa sonucu da ileri de yanlış olacaktır" sözü spekülatörlere ilham kaynağı olmaktadır.¹⁹³ Kriz, sadece fiyat istikrarsız hale geldiğinde, artık o parayı elde tutmanın rasyonel olmayacağı mantığından kaynaklanmakta ve sermayenin

¹⁹¹ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.23-24.

¹⁹² Mustafa Özer, **a.g.e.**, s.56-58.

¹⁹³ Paul Krugman, "Bahtulism Who Poisoned Asia's Currency Markets?", **The Dismal Science**, August 14, 1997, (Çevrimiçi)

http://www.econ.upenn.edu/Courses/2001/spring/econ2_jknowles/Readings/Krugman%20Malaysia.pdf, <http://web.mit.edu/krugman/www/baht.html>, 11 ağustos 2005.

spekülatif kaçışı sonucunda, fiyat istikrar programının kendiliğinden sona ermesi gerçekleşmektedir.¹⁹⁴

2.3.3.2. İkinci Nesil Modeller

İkinci nesil kriz modelleri de kanonik kriz modellerinin bir tespiti olan; finansal krizlerin sebebinin, ekonomi politikaları ile döviz kuru politikalarının birbiriyle uyumlu olmaması sonucuna varmaktadırlar. Fakat ikinci nesil modeller, hükümetlerin kur sistemini benimsemelerinde bir takım önceliklerin olduğunu savunmaktadırlar. Her ekonomiye iyi gelecek bir kur sisteminin bulunmadığını, dolayısıyla hükümetlerin hedefledikleri ekonomi politikası amaçları ile sabit kur sistemini koruma maliyetlerini karşılaştırdıklarını savunur. Hükümetlerin işsizlik oranını düşürmek gibi bir amacı, genişletici para politikası uygulamasını gerektirmekte, sabit kur sistemini ise buna engel olmaktadır. İkinci nesil kriz modelleri, birinci nesil modeller gibi keskin ifadeler içermeyerek (rezervlerin tamamen kullanılması, bütçe açıklarının para basımı ile finanse edilmesi v.b.), hükümetlerin kur sistemi ile ekonomi politikaları arasında optimum bir durum sağlama çabasını ifade etmekle birlikte sabit kur sisteminin uzun dönemde sürdürülemez olduğunu (spekülasyonun varlığı v.b. nedenlerle) işaret etmektedir. Her iki modelde de finansal krizlerin çıkış sebebi ekonomi politikası ile kur politikası arasındaki tutarsızlıklardır.¹⁹⁵ 1990'lı yıllarda yaşanan krizler, "ikinci nesil krizler" olarak adlandırılmakta olup, buna göre ekonomideki dengelerin bozulmasının, dövizle yönelik spekülatif atakların ve ekonomi otoritesinin döviz ile ilgili önlemleri almamasının bir sonucu olduğunu ileri sürmektedir.¹⁹⁶

İkinci nesil kriz modellerine göre, ekonomik birimlerin beklentileri sonucunda bir kriz ortamı doğabilmektedir. Beklentiler kendi kendini besleyen bir kriz süreci başlatmaktadır. Devalüasyon beklentileri, sabit kuru korumaya dönük fırsat maliyetini artıran faaliyetlere (risk priminin yükselmesi gibi) yol açmaktadır. Bu modellere göre, ekonomide makro politikalar ile sabit kur sistemini koruma arasında

¹⁹⁴ Vedat Akman, **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz: Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri**, İstanbul, Rota Yayınları, 1998, s.45.

¹⁹⁵ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.341-342.

¹⁹⁶ Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.81.

“çoklu dengeler” in varlığı olasılık dahilindedir.¹⁹⁷ Birinci nesil kriz modellerine göre, makro ekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğu yani sürdürülemezliği kriz nedeni olarak görülürken, ikinci nesil kriz modellerine göre ise, makro ekonomi politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili beklentilerde ortaya çıkan ani değişimler kriz sebebi olarak gösterilmektedir.¹⁹⁸

Hükümetlerin, iç borçlanma, katı ücret yapısının da bir etkisi olan işsizlik ile mücadelesi, sabit kur sisteminin uygulanmasından dolayı güçleşmektedir. Ayrıca kamu oyunda oluşan güvensizlik ortamı da devalüasyon beklentisine sebep olacağından, kur sistemini tehlikeye sokmaktadır.¹⁹⁹

Literatürde İkinci nesil kriz modelleri arasında anılmakta olan, krizin nedenlerini para ve banka sisteminin yapısal sorunlarından kaynaklandığını savunan bir çok görüş bulunmaktadır. Söz konusu modeller özellikle Asya kriz sonrasında ileri sürülmüş, birbirine oldukça benzeyen fikirlerden oluşmaktadır. Krizleri açıklamaya dönük olarak geliştirilen çeşitli modeller olsa da, ortaya çıkan her kriz kendine has farklılıklar sergilemekte, bu yüzden de her kriz yeni modellerle ifade edilmektedir. Bu da krizler için bir erken uyarı sistemi geliştirilmesine engel olan bir faktör oluşturmaktadır.

İki tip kriz modeli, bazı krizleri açıklasalar da, 1990 sonrasında ortaya çıkan Asya krizini tam olarak açıklayamamışlar ve bu konuda farklı kriz teorileri sürekli oluşturulmuştur. Bu modellerin ortak yanı, para ve banka krizlerinde (ya da ikiz krizlerin) problemin kaynağı olarak banka ve finans sektörünün olduğunu savunmalarıdır. Bu modeller içinde; hızlı bir finansal liberalizasyondan sonra, denetimi ve düzenlemeleri zayıf bankacılığın varlığı durumunda, yoğun sermaye girişleri olduğunda, risk yönetimi düşük bankalar aracılığıyla aşırı borç verme ve tüketim patlaması yaşandığını ileri süren ve bu durumda varlık fiyatlarında aşırı yükselişlerin olduğunu savunan modeller mevcuttur. Ekonomi resesyona girdiğinde ise, kredilerin geri dönmemesi, bankaları kırılgan ve krize duyarlı hale getirmektedir. Bir başka model, yatırımcıların kötümser davranışlarının banka paniklerine sebep

¹⁹⁷ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.24.

¹⁹⁸ Sayım Işık, Selahattin Togay, “Para Krizi Modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.191, Şubat 2002, s.32.

¹⁹⁹ Vedat Akman, **a.g.e.**, s.45-46.

olduğu, finansal kırılganlık yarattığı, böylece kendi kendini besleyen bir krize sebep olduğunu savunan görüşlerden oluşmaktadır. Bir diğer model ise, krizlerin temelinde bankacılık ve finans kesiminin sorunlarının, özellikle de bilanço sorunlarının yattığını ileri süren modeldir. Modele göre krizler, özel ve kamu bilançolarının kredi verilebilirliğine ya da döviz kurlarına duyulan kuşkulara ek olarak bu iki sorunu sermaye akımlarının birbiriyle ilişkilendirmesi sonucunda oluşmaktadır. Son olarak yayılma etkisi modelinde ise, aralarında ticari bağlar olan ve rakip olan ülkelerde politikaların (devalüasyon v.b.) birbirini takip etmekte olduğu ve bu ülkelerin aynı kreditorlerden borçlandıkları durumda yayılma etkisinden bahsedilmektedir.²⁰⁰ Yayılma etkisi, dünya ekonomilerinin bölgesel ekonomik krizlerden ne yönde etkilendiklerini de açıklamaktadır.

1990'lı yıllarda ABD ve IMF'in zorlamalarıyla dünyada yaygınlaşan finansal liberalizasyon sonrası, 1990 öncesi krizlerden farklı yapıda yeni krizler yaşanmıştır. Yeni krizler, sıcak para girişlerinin risklerini de dünyaya tanıtmış olmaktadır. Bu krizler sonucunda, spekülative para saldırılarına karşı izlenecek savunma politikaları, döviz kuru esnekliği gibi sorular tartışılır olmuştur. Tecrübeler göstermiştir ki, içteki finansal sistem oturmadan, sermaye hareketleri serbestleşirse ciddi ekonomik sorunlar baş göstermektedir.²⁰¹

2.4. 1990 Sonrası Ortaya Çıkan Ekonomik Krizlerin Gelişimi

1990'larda, para krizlerinin ilk etkilediği yer, yükselen piyasa ekonomileri olarak da isimlendirilen ekonomiler olmuştur. Krizlerden etkilenen ekonomiler, 1994'de Meksika, 1997'de Tayland, Çek Cumhuriyetleri, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Güney Kore, 1998'de Rusya, 1998-1999'da Brezilya oluşturmaktadır. Bu krizlerin içinden sadece Rusya krizi, 1981'de yaşanan Arjantin krizi ile benzerlik göstermektedir. 1981'deki bu kriz, birinci nesil kriz modelleri olarak isimlendirilerek

²⁰⁰ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.25-27.

²⁰¹ Kutlu Tekin Coşkun, **a.g.e.**, s.34.

açıklanmış ve Rusya krizi de bu bağlamda incelenmiştir. Bu ülkelerde göze çarpan ortak yanlar şunlardır:²⁰²

- Söz konusu ülkelerdeki krizlerin oluşumunu, piyasalarının alışık olmadığı ölçüde sert liberalizasyona geçişleri etkilemiştir. Serbestleşme ticari yönden değil de sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yönünden sağlanmıştır.
- Ülkelerin yukarıdaki bahsedilen durumuna ek olarak, farklı türde sabit döviz kuru rejimleri kullandıkları görülmektedir. Ülkelerin sabit döviz kurunu kullanmaktaki amaçları, yüksek enflasyon oranını baskı altına alabilmek ve ihracata dayalı kalkınma stratejisi yürütebilmektir.
- Ülkelerin ekonomi politikaları, yabancı yatırımcıların dikkatini çeken başarılarla sahiptir. Bu başarılardan öne çıkanları; bazı ülkelerdeki (Çek Cum.) liberalizasyon gelişmeleri, Güney Doğu Asya ekonomilerinin ekonomik büyüme başarıları, enflasyon düşüşleri (ki bu konuda en büyük gelişme Latin Amerika ülkelerinde, ilk olarak da Brezilya'da sağlanmıştır), kamu finansman dengelerinin sağlanması (Güney Doğu Asya, Meksika), olarak sıralanabilir. Bu sonuçlar, yabancı yatırımcıların ilgilerini, söz konusu ülkelere çekmiştir.
- Sayılan gelişmelerin yanında, bu ekonomilerin önemli yapısal ve kurumsal eksiklikleri bulunmaktaydı. Bu eksiklikleri şu başlıklarla özetlemek mümkündür: Bazı ülkelerin mikro ekonomik düzeyde yapılanma sorunları bulunması; banka sektöründeki verimsiz ve eksik denetleme (özellikle Güney Doğu Asya ekonomileri ve Meksika'da); yüksek enflasyonla mücadeledeki başarıya rağmen, gelinen noktadaki enflasyon oranlarının, sanayileşmiş ülkelerin oranlarına göre yüksek olması ve enflasyonla savaşım politikaları ile sabit kur sistemi uygulamasının yabancı portföy yatırımlarını ve kısa vadeli sermayeyi çekmesi yoluyla aşırı dış kaynak girişini teşvik etmesi; sayılanlara ek olarak, söz konusu ekonomilerin (Güney Doğu Asya ekonomilerinden bir tanesi haricindekilerin) yerli tasarruf oranlarının düşük olması (Meksika'da çok düşük); ülkelerdeki yayınlanan istatistiklerin eksik ve tutarsız bilgiler içermesi; ülkelerdeki yapısal reform adımlarına rağmen,

²⁰² Witold Małeckı, a.g.e.

önemli konuların (vergi sistemi, sosyal güvenlik sistemi, finansal pazarların düzenlenmesi v.b.) reform kapsamı dışında tutulması.

Geçiş ekonomilerinde krizin ortaya çıkışının iki aşaması bulunmaktadır. Bu aşamalar, hazırlık aşaması ve uygulama ya da infaz aşamasıdır. **Hazırlık aşamasında**, devlet eliyle yapılmakta olan ve etkin olmayan üretim tarzının, dış aleme açılma sonucundaki rekabetle ve özel teşebbüsle rekabet ile baş edememesi; bu tip iktisadi örgütlenmelerin (KİT yoğunluklu) yarattığı kamu açıklarının, önce emisyonla daha sonra da borçlanmayla finanse edilmeye çalışılması, yatırım için gerekli kaynakları tüketerek, büyümenin durması, gibi oluşumlar gözlenmektedir. Dolayısıyla iç ve dış açık ortaya çıkarak, enflasyon ve kamu borçları nedeniyle kur makası üzerindeki baskı artarak, devalüasyona zorlanılır, milli gelirden önemli kayıplar yaşanır. **Uygulama ya da infaz aşamasında** ise; hazırlık aşamasına ek olarak üç aşama gerçekleşmektedir. Bunlar sırasıyla; mali sektörün çöküşü ve işlevini yitirmesi (enflasyon ve devalüasyon sarmalından dolayı), borçların döndürülememesi (yüksek faiz yükü nedeniyle) ve hiper enflasyon ya da moratoryum (borçların ödenememesi nedeniyle) dönemleridir.²⁰³ Krizin ortaya çıkmasında bahsedilen bu iki aşama, yapılan bu çalışmada ilham kaynağı olarak kullanılmıştır. Bu doğrultuda, ekonomik krizlerin hazırlık aşaması olarak krizi hazırlayan sebepler, infaz aşaması olarak ise ekonomik krizin canlanması ve genişlemesi şeklinde üç süreç bulunduğu varsayılmıştır. 1990 sonrası ekonomik krizlerin incelenmesinde, bu üç süreç çoklukla kullanılmıştır.

2.4.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Kısa Vadeli Sermaye Gereksinimleri

Sermaye sahipleri, ülkelere getirdikleri dövizlerini garanti altına almak amacıyla; ulusal paranın aşırı değerli tutulduğu için devalüasyon beklentisine girildiği, reel faiz oranının düşük olduğu, enflasyonun yarattığı belirsizlik ortamı,

²⁰³ Güneri Akalın, **Türkiye’de Ekonomi-Politik Kriz ve Piyasa Ekonomisine Geçiş**, Ankara, Akçağ Yayınları, 2002, s.26, 374.

vergi politikalarının yükümlülük getirdiği gibi dönemlerde, sermaye kaçışlarını hızlandırmaktadır. Bu koşullara, gelişmiş ülkelerdeki bankalarının sermayeyi çekme amaçlı uyguladıkları politikalar da eklenince sermayenin kaçışı kolaylaşmaktadır. Sermaye kaçış miktarı da direkt olarak ödemeler bilançosundan görülememektedir. Bu miktar, cari işlemler açığı ve brüt sermaye girişlerinin toplamı ile resmi rezervlerdeki azalışın farkı biçiminde dolaylı olarak hesaplanabilmektedir.²⁰⁴ Gelişmekte olan ülkelerin daha önce bahsedilmiş olan sermayeye olan ihtiyaçları (tasarruf açığı, ödemeler bilançosu dengesizliğini giderici etkiler) yönünden düşünüldüğünde, sermaye kaçışları, para ve banka krizlerine sebep olmaktadır. Sermayenin küreselleşmesinin hızlandığı, sermayenin hareketinin önündeki engellerin kalktığı 1990 sonrasında, kısa vadeli sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere girişleri hız ve hacim kazanmış, bunun sonucunda kısa vadeli sermayeye bağımlı hale gelen ekonomilerde, sermaye akımlarının yönünün değişmesi, ekonomik bunalımlara ya da başka bir ifadeyle ekonomik krizlere sebep olmuştur.

Para kurunun değişmesi ya da hammadde fiyatları üzerindeki bir spekülasyon çok büyük kazançlara neden olduğu gibi sermayenin kaçmasına, borsalarda büyük zararlara, şirketlerin iflasa sürüklenmesine ve işten çıkarmalara neden olmaktadır. Bu yönüyle kısa vadeli hareketler piyasaları adeta “kumarhane” haline getirmekte ve bu piyasada olmayanları da, sonuçları ile etkilemektedir.²⁰⁵ Ülkeden sermaye kaçışına etken bir faktör olan “Egemenlik Riski”, fon sahiplerinin davranışlarını etkilemektedir. Bu kavram, bir hükümeti ödeme gücü olmasına rağmen, dış borç yükümlülüklerini ödemeye niyetli olmamasını ifade etmektedir. İç borçlar açısından düşünüldüğünde ise, bu kavram önemsiz hale gelmektedir. Bunun sebebi, mahkemelerin ya da resmi makamların yaptırım gücünün, geri ödemeyi sağlayabilir olmasıdır. Egemenlik riski, ülkeler arasındaki iktisadi güven açısından önemli bir gösterge olması sebebiyle, fon sahipleri bu gösterge ile yakından ilgilenmektedirler. Bu kavram, sermayenin yoğun bulunduğu ülkelere, kıt bulunduğu dolayısıyla da getirisinin yüksek olduğu ülkelere akmasını sağlamaktadır. Oysa ülkelerin egemenlik riskini azaltamamasının bir sonucu olarak, sermaye, gelişmekte olan ülkelere doğru

²⁰⁴ Neşecan Balkan, **a.g.e.**, s.114.

²⁰⁵ Osvaldo De Rivero, **a.g.e.**, s.70.

yönelmek yerine, banka hesaplarına garanti güvencesini veren gelişmiş ülkelere (ABD, İsviçre v.b.) yönelmektedir.²⁰⁶

Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) ekonomik krizlerin yaşandığı ülkelerdeki çabası Joseph E.Stiglitz gibi bazı iktisatçılarca, eleştiri konusu olmuştur. IMF'in 1990 sonrası krizlerdeki amacının, işsizliği engellemek ya da yoksulluğu minimuma indirmek yerine, 1990 sonrasında bu ülkelere fon getiren kreditorlerin fonlarını geri almalarını sağlamak olduğu ileri sürülmektedir.²⁰⁷ Bu görüşü savunanlarca, IMF ve Dünya Bankası, 1990 sonrası gerçekleşen Latin Amerika, Asya ülkeleri ve Rusya krizlerini sezmede başarı gösterememiştir.²⁰⁸ Aksine bu ülkeleri, geçiş süreci olmadan, serbest piyasa işlerliğini sağlamaları yolundaki önerilerle, spekülasyon sermayeye açık hale getirmiştir.

Az gelişmişlik, zorunlu olarak devletçi ve müdahaleci bir düzeni ortaya çıkarmaktadır. Yine az gelişmiş ülkelerde rastlanan bir başka olgu da, çok uluslu şirketlerin genellikle fon sahipleri ile yoğun işbirliği içinde olduklarıdır.²⁰⁹ Bu yüzden kısa vadeli sermaye akımlarının hareketi ve doğrudan yatırımlar paralellikler gösterebilmektedir. Daha önce de "Yurt İçi Fisher Etkisi" olarak ifade edildiği üzere, çok uluslu şirketler, reel yatırımların karlılıklarının mali yatırımlara göre az olduğu dönemlerde reel yatırımlardan çıkarak mali varlıklara yatırım yapmaktadırlar.

Gelişmekte olan ülkeler, ödemeler dengesi açıkları, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi sorunlarına çözüm getirebilmek adına portföy yatırımlarını özendirme amaçlı çalışmalar yapmaktadırlar. Bu amaçla, gelişmekte olan ülkelere sermaye piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması yoluyla, özel sektörün finansman amacıyla dış borçlanmaya ve devlet sübvansiyonlarına gitmeden, hisse senetlerinin yabancılar tarafından satılarak karşılanabilmesi yönünde düzenlemeler yapılmaktadır. Sermayenin küreselleşmesinin en hızlı olduğu 1990 sonrasında, gelişmekte olan ülkelere yönelik fon hareketleri de ivme kazanmıştır.²¹⁰

²⁰⁶ Dani Rodrik, "Arjantin Çok Çalışmalı", Çev. ç.y., **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.191, Şubat 2002, s.15-16.

²⁰⁷ Joseph E.Stiglitz, "Hasta Eden Hastane: IMF'nin Başarısızlığı", Çev. Gözde Işık, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.219, Haziran 2004, s.19.

²⁰⁸ Osvaldo De Rivero, **a.g.e.**, s.94.

²⁰⁹ Erol Manisalı, **Dünya'da ve Türkiye'de Büyük Sermaye**, Güncelleştirilmiş 4. Basım, Derin Yayınları, İstanbul, 2003, s.111.

²¹⁰ Meral Varış Tezcanlı, v.d., **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994, s.20-21.

Gelişmekte olan ülkeler açısından, kısa vadeli sermaye türündeki yatırımlar bir takım yararlar sağlamaktadır. Bu faydaları ana başlıklar altında şöyle özetlemek mümkündür.²¹¹

- Sermaye, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duyduğu önemli bir üretim faktörü olarak büyümeyi sağlamaktadır.
- Sermayeyi çekebilmek için, ulusal piyasada yapılan serbest piyasa mekanizmasının temini yönündeki çalışmalar, tekellerle mücadeleyi de sağlamaktadır.
- Sermayenin finansal sektörlerde kullanımı, bu sektörde eğitimli bir işgücünün oluşmasına ve istihdamın artmasına etki yapmaktadır. Gelir düzeyi de bundan olumlu etkilenmektedir.
- Yabancı sermaye sayesinde, bilgi birikiminin yönetici ve çalışanlar düzeyinde artırılması zorunluluğu doğmaktadır.
- Gerek şirketlerin gerekse bireylerin finansman taleplerinin karşılanmasına katkı sağlanmaktadır.
- Mali piyasaların gelişmesi, derinliğinin artması ve kullanılan finansal türevlerin çeşitlenmesi sağlanmaktadır.

Yükselen piyasalar olarak isimlendirilmekte olan ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu bazı ülkelerde 1990 sonrasında yaşanan döviz ve banka krizlerinin, söz konusu ülkelerin GSYİH'larındaki etkileri Tablo-13'de sunulmaktadır.

Tablo 13: 1990 Sonrası Bazı Ülkelerdeki Krizlerin GSYİH'daki Etkileri

ÜLKELER	Kriz Yılları	Kriz Öncesi GSYİH (%)	Kriz Yılı GSYİH (%)	Krizi İzleyen Yılda GSYİH (%)	Kriz Sonrası Üç Yıl Ort. GSYİH (%)
Tayland	1997	5,9	-1,8	-10,1	-0,5
Malezya	1997	10	7,5	-7,5	2,3
Güney Kore	1997	6,7	5	-6,7	4,3
Meksika	1994	2	4,5	-6,2	1,9
Arjantin	1994	5,7	5,8	-2,8	3,6
Türkiye	1994	8	-5,5	7,2	7,2

Kaynak: Mustafa Sönmez, **100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2002, s.19.

²¹¹ Ali Alp, a.g.e., s.144-146.

Tablo-13 incelendiğinde, kriz yılında bazı ülkelerde negatif büyüme yaşandığı bazılarında ise bir önceki yıla göre mutlak bir düşüş olduğu görülmektedir. İncelenen ülkelerdeki kriz etkileri, ülkenin içinde bulunduğu kendine has yapıdan dolayı farklı olmaktadır. Genellikle krizin yarattığı tahribatların üç yılın sonunda yerini iyileşmeye bıraktığı gözlenmektedir. Kriz ve krizi izleyen yıldaki negatif büyüme ya da mutlak düşüşler, yapılan yeniden yapılanma programlarıyla ancak belli bir süre (genellikle 2,6 yıl) içinde²¹² iyileşme etkilerine sebep olmaktadır.

1990 sonrasında, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelişinin hızlanması üzerine, bazı derecelendirme kuruluşları ülkeleri risklilik düzeyine göre sınıflandırma gereğini duymuşlardır. Yapılan sınıflamalar, sermayeye, doğru ülke adresleri göstermek amacıyla yapılmıştır. Yabancı yatırımcılar da, yatırımlara karar verirken, getiriler yanında (faiz, döviz arbitrajı v.b.), tanımadıkları bu ülkeler hakkında fikir verici nitelikte olan ve yönlendirdikleri fonların getirileriyle birlikte, yaptıkları yatırım sonunda geri dönme gücünü ifade eden bu notlandırmalara önem vermektedirler.

Tablo-14'de, seçilmiş 60 adet ülkenin, risklilik durumuna göre sınıflandırılması gösterilmektedir.

²¹² Mustafa Sönmez, **100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2002, s.19.

Tablo 14: Riskli Ülkeler Sıralaması (60 Ülkenin, Risklilik Durumuna Göre)

ÜLKELER	Derece 2002	Derece 2001	Not 2002	Not 2001	ÜLKELER	Derece 2002	Derece 2001	Not 2002	Not 2001	ÜLKELER	Derece 2002	Derece 2001	Not 2002	Not 2001
Nijerya	D	D	69	69	Hindistan	C	C	53	54	Bulgaristan	B	B	36	37
Kenya	D	D	67	67	Uruguay	C	C	52	52	Katar	B	B	35	35
İran	D	D	67	71	Brezilya	C	C	52	51	İsrail	B	B	35	32
Arjantin	D	D	67	67	Çin	C	C	51	51	Umman	B	B	34	35
Ukrayna	D	D	66	63	Filipinler	C	C	50	50	Kosta Rika	B	B	34	34
Pakistan	D	D	66	66	Mısır	C	C	50	50	G. Kore	B	B	31	31
Venezuela	D	D	65	65	Fas	C	C	9	51	Bahreyn	B	B	31	32
Endonezya	D	D	65	66	Sri Lanka	C	C	48	49	Japonya	B	B	30	30
Ekvator	D	D	65	65	S.Arabistan	C	C	47	47	Çek. Cum.	B	B	30	29
Kazakistan	D	D	64	64	El Salvador	C	C	47	47	BAE	B	B	29	29
Honduras	D	D	64	63	G. Afrika	C	C	46	46	Yunanistan	B	B	28	28
Guatemala	C	C	60	60	Peru	C	C	46	49	Macaristan	B	B	25	25
Rusya	C	C	59	59	Tayland	C	C	45	44	Tayvan	B	B	24	27
Cezayir	C	C	59	59	Kuveyt	C	C	45	43	Slovenya	B	B	24	25
Kolombiya	C	C	58	56	Meksika	C	C	43	43	Estonya	B	B	24	24
Azerbaycan	C	C	57	59	Hırvatistan	B	C	39	39	Şili	B	B	22	22
Vietnam	C	C	56	56	Slovakya	B	C	38	41	Hong Kong	A	A	20	20
Türkiye	C	C	56	56	Panama	B	B	38	38	ABD	A	A	19	18
Nikaragua	C	C	56	56	Malezya	B	C	38	42	Almanya	A	A	18	18
Romanya	C	C	4	54	Polonya	B	B	36	36	Singapur	A	A	9	11

Kaynak: Mustafa Sönmez, **100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2002, s.20.
(“Derece” sütununda E: en riskli, “Not” sütununda 100: en riskli olarak baz alınmıştır.)

2.4.2. Ekonomik Krizlerin Gelişiminde Ülke Örnekleri

1990 sonrasında, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle birlikte, söz konusu ülkelerin ekonomileri, alışık olmadıkları, ekonomilerini ısıtan “Sıcak Para” ile tanışmışlar ve bu fonlardan dolayı sıkıntılarla karşılaşmışlardır. 1990 sonrasında bazı ekonomilerde yaşanan krizlerin birbirine etkileri de olmakla birlikte, söz konusu krizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileri gözlenmektedir. Seçilen ülkelerdeki ekonomik krizler; krizi hazırlayan sebepler, krizin etkisinin görüldüğü krizin canlanması ve etkilerinin reel ekonomide hissedilmesini açıklayan krizin genişlemesi aşamaları olarak incelenmiştir.

2.4.2.1. Meksika Krizi-1994

2.4.2.1.1. Krizi Hazırlayan Sebepler

Meksika'daki 1994 krizinin öncesindeki sorunların temelinde, euro piyasalardan borçlanma sonrasında 1982 yılında oluşan borç krizinin etkileri ve 1982 sonrasında bir istikrar paketi niteliğinde olan “Brady Planı”nın sermaye hareketlerini ülkeye çekmesinin etkileri görülmektedir.

Meksika'nın 1982'deki borç krizinin giderilmesi için borçların uzun vadeye yayılmasını içeren “Brady Planı” sonrasında 1980'de bir dizi ekonomik reform uygulamaya konmuştur. Bu reformları şöyle özetlemek mümkündür.²¹³

- Ekonomik reformların temelinde mali disiplin, açık ekonomi ve kamu kesiminin yeniden yapılandırılması amaçlanmaktadır.
- Reformlar öncesinde, siyasi istikrar ve toplumun diğer kesimlerinin (işçi ve işveren) uzlaşması sağlanmıştır.
- Vergi tabanı yaygınlaştırılmış, kamu kesimi harcamalarında ciddi kısıntıya gidilmiş ve bütçe fazlası sağlanmıştır.
- Ciddi miktarda özelleştirme yapılmıştır.
- Dış ticaret serbestisi için gümrük vergileri %100'lerden %10'lara çekilmiştir.

²¹³ Sadi Uzunoğlu, **Bankacılık**, Ankara, Kültür Bakanlığı Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, 1996, s.75-76.

- Finansal serbesti için radikal değişiklikler yapılmıştır. Faizlerin bankalarca serbest belirlenmesi yöntemi benimsenmiş, bankaların yabancı paralı işlemlerine ve açık pozisyonlarına ise sınırlama getirilmiştir.
- Sermaye hareketlerine serbesti getirilmiştir. Sermaye girişleri gibi sermaye çıkışları da tam olarak 1991 yılında serbest hale getirilmiştir.
- Borsa yabancı yatırımcılara açılarak, bazı sektörlerdeki şirketlerin yabancı payı %100 olabilir hale gelmiştir.
- Sıkı para politikası uygulanmaya başlamıştır. Sterilizasyon politikası uygulanarak sermaye akımlarının genişletici etkisi önlenmeye çalışılmıştır.
- Sermaye akımının başladığı ilk yılda sabit kura yakın bir döviz politikası uygulanmıştır. 1990 yılında ise, milli para %15 oranında devalüe edilerek, belli bir bant içinde dalgalanmaya izin verilmiştir.
- Meksika borçlarının yeniden yapılandırılması bir rahatlama sağlamıştır.
- Meksika, ABD ve Kanada ile anlaşma imzalayarak bir entegrasyona (NAFTA) dahil olmuştur.

Meksika, 1980'lerin ilk yarısı yaşadığı borç krizinden sonra, 1980'lerin ortalarından itibaren çok sayıda yapısal, ekonomik ve finansal reformlar yapmış, dışa açılma, özelleştirme gibi reformları hızlandırmış, GATT'a katılıp OECD'nin üyesi olması yanında ayrıca Kanada ve ABD ile Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nı (NAFTA) şekillendirmiş bir ülkedir. Bu olumlu etkiler Meksika'yı uluslararası piyasaya hem önemli hacimde tahvil ihraç eden hem de portföy yatırımlarını en çok çeken ülkelerden birisi durumuna getirmiştir.²¹⁴ 1986 yılında Meksika hükümeti, siyaset uzmanlarınca "Washington Mutabakatı" olarak bilinmekte olan, küçük devlet iktisadi modelini benimsemeyi tercih etmiştir. Bu doğrultuda, Meksika'da daha önceki iktidarlarca 1930'lardan beri geliştirilen ve uygulanmaya çalışılan merkezi sosyalist devlet modelinden radikal bir kopuş başlamış oldu. Yeni model, özelleştirmeleri, mali piyasaların kuralılaşmasını, hükümetin sübvansiyonları ve ticaret üzerindeki denetimleri azaltmasını, yerli üreticiyi koruyan çeşitli ticari engellerin gevşetilmesini ve küresel sisteme uyum

²¹⁴ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.32.

anlamına gelen GATT anlaşmasının imzalanmasını öngörmekteydi. Bu gelişmelere ek olarak, 1993’de Meksika’nın NAFTA üyeliğinin onaylanmasından sonra liberalizasyon süreci hızlandı.²¹⁵ Uzun süre rekabete karşı korunan yerli üretim, birden rekabete açılınca, korunmaya bağımlı hale gelmiş sektörlerde hızlı bir yok olma süreci başlamaktadır. Meksika’da özellikle geleneksel üretim düzeni bu şekilde bir koruma ile yürütülüyorken, ara dönem olmaksızın gerçekleştirilmeye çalışılan serbestleşme, söz konusu sektörleri pazara giren büyük şirketler sebebiyle savunmasız bırakmıştır. Meksika’nın 1990’lara geldiğindeki bu durumu bir kriz sinyali vermektedir. Ayrıca 1989 yılı, söz konusu gelişmelerin etkisiyle yabancı sermayenin ülkeye yönelişinin başladığı bir yıl olmuştur.

Tablo 15: Meksika Temel Ekonomik Göstergeleri (1986-1993)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Cari açık (Milyon \$)	-1374	4239	-2376	-5821	-7451	-14893	-24804	-23393
Sermaye hareketleri	2716	-1189	-1163	3126	8163	24940	26542	30882
Bütçe açığı (Milyon Peso)	-10341	-27467	-37843	-25589	-19435	-19990	15959	4156
Ul. Rezervler (Milyon Peso)	6791	13715	6588	6859	10274	18095	19257	25340
GSYİH (Milyon \$)	78757	193162	393727	512603	694872	877941	1034733	1140011
GSYİH (Milyon Peso)	85313	87415	172612	194094	235918	285881	332135	367047
TÜFE	86,2	131,8	114,2	20,1	26,7	22,7	15,5	9,8
Döviz kuru	0,9235	2,2097	2,2810	2,6410	2,9454	3,0710	3,1154	3,1059

Kaynak: Banco de Mexico, Mexico National Institute of Statistics, IMF International Financial Statistics.

Alıntı: Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003, s.239.

Tablo-15 incelendiğinde Meksika ekonomisindeki cari açık problemlerinin 1990’lara geldiğinde arttığı görülmektedir. Özellikle 1991 ve 1992 yıllarında cari açık bir önceki yıla göre ikiye katlanmıştır. Meksika için 1991 yılı, ülkeye yönelik sermaye akımlarının sıçrama gösterdiği yıldır. Cari açıkların artışında, sermaye

²¹⁵ William Greider, **Tek Dünya: Küresel Kapitalizmin Manik Mantığı**, Çev. Yavuz Alogan, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003, s.362.

hareketlerinin peso'yu değerlendirmesinin etkisi vardır. Bütçe açıkları incelendiğinde ise, kriz öncesi yıllarda bütçe açıklarının yok denecek kadar az olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu durumda cari açık üzerinde, sadece sermaye girişlerinin etkisi söz konusudur. Tablo'da bütçe açığının negatif olması, bütçenin fazla verdiği anlamına gelmektedir. 1990 sonrasında döviz kurunun fazla değerlenmediği, dolayısıyla peso'nun aşırı değerli tutulduğu görülmektedir. Yine sermaye girişlerinin kuru düşük tutulmasının ve bunun da enflasyon üzerinde aşığı yönlü baskı uygulamasının etkisiyle 1993 yılında enflasyon tek rakamlı seviyelere getirilebilmiştir. Buraya kadar, sermaye girişlerinin hacmi ve milli paranın aşırı değerlenmesi dışında fazlaca bir olumsuzluk yokken, akım yönünün ters dönmesi ile kriz sürecine girilmiştir.

1990'lı yılların başından itibaren başlayan ve giderek artan dış ticaret açıkları, daha fazla yabancı sermaye çekilerek aşılmaya çalışılmış ve yabancı sermaye içinde kısa vadeli sermaye fonları önemli yer tutmuştur.²¹⁶ Meksika'nın NAFTA üyeliğini imzalaması, uluslararası sermaye piyasalarında güven sağlayarak kriz öncesinde kısa vadeli sermaye akımlarının ve doğrudan yatırımların ülkeye girişini hızlandırmıştır. Bunun öncesinde 1987 yılı istikrar programı başlangıçta iyi sonuçlar vererek reel GSYİH 1985-1988 arasında %0.5-%1 iken, 1989-1992 döneminde ortalama olarak %3.5'e yükselmiştir. Yine diğer bir olumlu gelişme de enflasyonda yaşanarak, 1992'de %12 olan enflasyon oranı 1993 başlarında tek haneli orana gerilemişti. Portföy yatırımlarının ve doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi ile birlikte artan iç yatırım harcamaları, iç tüketimin patlamasına sebep oldu. Olumlu gelişmelerin aksine yaşanan bu gelişme ithalatın artması, dış ticaret dengenin sert bir şekilde bozulmasına sebep olmaktaydı. Bunlara, paranın değerlenmesi de eklenince cari açık problemleri büyüdü. 1987 yılında 2.9 milyar dolar olan açık, 1993'de 23.4 milyar dolar, 1994'de ise 29.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki özel tasarrufların da düşmesi sonucunda, cari işlemler açığını tek finanse eden kaynak yabancı sermaye olmuştur.²¹⁷

²¹⁶ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.239.

²¹⁷ Callum Henderson, **a.g.e.**, s.63-65.

Meksika için krizden önceki yıllarda yapılan “mucize gerçekleştiren ülke” gibi tanımlamalara rağmen, gerçekçi bir değerlendirmelerden biri olan Newsweek dergisi araştırmasında, Meksika için şu tespitler yapılmıştır.²¹⁸

- Özelleştirme, kamu gelirlerinin artmasına neden olmuş fakat rekabetçi yapıyı getirmemiştir. Dünyanın bu bölgesinde kapitalizm ile rekabetçi yapı hiçbir zaman özdeşleşmemiştir.
- Rekabetçi yapı yerine ülkenin ticaret hayatını, büyük birkaç şirket yönlendirmekte ve yönetmektedir. Bunun yanında hayatın her kademesinde, emek yoğun bir yapı hakim olup (sanayi toplumu), ileri teknoloji kullanan bir toplum yapısı (bilgi toplumu) yoktur.
- Yanlışlarla dolu bir ekonomik geçmiş, modernliği giden yolda ülke vatandaşlarının güvensizliğine sebep olarak, bir engel oluşturmaktadır.

Meksika’da Aralık 1988’de sabit kur politikasına dayalı ve IMF destekli bir istikrar (dezenflasyon) programı devreye sokulmuştu. Ocak 1989-Kasım 1991 arasındaki üç yıl, önceden belirlenen oranlarda devalüasyonlar yapılmış ve bu oranlar da enflasyon oranı altında tutularak, dezenflasyon politikası çerçevesinde enflasyon beklentilerini kırılması hedeflenmiştir. Kasım 1991’den sonra ise kur sistemi tavan ve tabanı belli bir bant içinde biraz esnek hale getirilmiştir. Ekim 1993’e kadar döviz kuru istikrarlı gitse de, kurdaki yükselişler enflasyon oranının altında kalmış ve reel olarak milli para (peso) değer kazanmıştır.²¹⁹ Daha önce döviz krizlerinin tipik bir özelliği olarak ifade edildiği üzere, reel olarak milli paranın değer kazanması, cari açıkları hızlandırması yanında spekülasyon hareketlerin de hızlanmasına ve devalüasyon beklentilerine girilmesine sebep olmaktadır. Meksika daha önce cari açıklarını kur istikrarına dayalı sermaye girişleri (daha çok, kısa vadeli sermaye niteliğinde olan) ile dengeleyebilirken, sermaye hareketlerinin tersine dönmesi sonucunda cari açıklarla yüzleşmek zorunda kalmıştır. Bu etkiye ek olarak ülkenin o dönemde seçim atmosferine girmesinin, popülist genişletici harcamaları artırması gibi iç etkilerin yanında, dünya konjonktürü de Meksika’nın aleyhine işleyerek, o

²¹⁸ Kenan Mortan, *Uluslararası Kaos mu? Türkiye’de Kriz mi?*, İstanbul, Dünya Yayınları, 2001, s.108.

²¹⁹ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, *a.g.e.*, s.32-33.

dönemdeki ABD'nin sıkı para politikası çerçevesinde faiz oranlarını yükseltmesi, kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkışını hızlandırmış ve bir para krizini kaçınılmaz hale getirmiştir.

Latin Amerika ekonomilerine yönelik önemli sermaye girişleri için şu tespitleri yapmak mümkündür.²²⁰

- Uzun dönem net akımlar içinde özel sermayenin payı önemli ölçüde artmıştır. Bölgede 1991 ve 1995 yılları arasındaki net sermaye girişlerinin %84'ünü özel sermaye oluşturmaktadır.
- Direkt sermaye yatırımları ve portföy hisse yatırımları, toplam yatırımların neredeyse %60'ını temsil etmekte olup, bu yatırımlar uzun dönemli sermaye girişlerinin bir parçasıdır. 1993'de zirveye ulaşan portföy hisse yatırımları, Meksika krizinden sonra önemli ölçüde düşmesine karşın direkt sermaye yatırımları 1995'de yüksek bir seviyede tutunmuştur. Bu dönemdeki özelleştirmeler ile söz konusu yatırım miktarları ilişkilidir.
- Portföy hisse yatırımları, 1990'lardaki sermaye girişlerinin bir başka dalgasını oluşturmaktadır. Devlet kağıdı şeklinde çıkarılan bu araçlar özellikle Brezilya, Meksika ve Arjantin'de yoğunlaşmıştır.
- Net kısa vadeli sermaye girişleri, 1990-1995 yılları arasında yıllık ortalama 11 milyar dolar olup, sonraki iki yıldaki giriş 3 milyar doları aşmıştır. Bu rakamlar uluslararası ticaretteki hızlı büyümeyi de göstermektedir.
- Merkez Bankası rezervlerine, büyük miktarda ülkeye giren sermaye eklenmiştir. 1991'de rezerv birikmesi yaşansa da, zamanla GSYİH'nın yüzdesi olarak rezervler azalma göstermiştir. 1993'de sermaye girişinin neredeyse %30'u rezerv birikimi için, diğer %70'i ise bölgenin büyüyen cari açıklarını finanse etmek için kullanıldı.

²²⁰ Sayuri Kuwabara, "Capital Flows to Latin America and Asia in the 1990s and the Role of Japan", (Çevrimiçi) <http://orpheus.ucsd.edu/las/studies/pdfs/sayuri.pdf>, 18 Ocak 2005.

2.4.2.1.2. Krizin Canlanması

1994 yılının aralık ayında bir finansal panik şeklinde başlayan Meksika krizi; Meksika hükümetinin ihraç ettiği kağıtlar üzerindeki faiz oranının çok yüksek olmasına, gerçek değerinin altında Meksika Peso'suna ve Meksika'nın uzun dönem borçlarını geri ödeyebileceğine dair tüm işaretlere rağmen, yabancı yatırımcıların bir anda Meksika'da yatırımlarını durdurmasıyla gerçekleşmiştir. Yabancıların, ülkede uzun dönemde, enflasyon düşüşünün sürdürülemez olduğunu düşünmeleri, bu yüzden de ülkenin borçlarını ödeyememesinden çekinmeleri krizi başlatmıştır. Krizin o dönemdeki başkanlık seçimleri ile birleşmesi ve birikmiş dış açıklar, krizi derinleştirmiştir. Ülkede kriz öncesinde yaşanan, kamu sektörü dengesinin GSYH'nın %1'i kadar fazla vermesi, enflasyonun tek haneli rakamlara inmesi, rezerv düzeyinin rekor düzeye ulaşması gibi olumlu gelişmelere rağmen ekonomik istikrar üç nedenle sağlanamamıştır. Bunlar, büyümenin işgücüne oranla düşük kalması, enflasyonun düşük de olsa devam etmesi, yerli para biriminin artan bir hızla değer kazanmasıdır.²²¹ Meksika'da yerli para birimine değer kazandıran olgu, artan sermaye girişleriydi. Daha önce belirtildiği gibi, dövizin içeride bollaşması etkisi yaratan yabancı sermaye girişleri, yerli para birimini aşırı değerli hale getirmekte ve ileride devalüasyon olması beklentilerini artırarak spekülasyon ataklarına sebep olmaktadır. Söz konusu etkinin oluşması da konvertibilitenin uygulanmasını takiben güçlenmektedir.

1994 yılında Meksika'da hızla artan talep, kredilerde patlama, sürekli artan bir cari işlemler açığı ve bankacılık sektöründe değişen oranda sorunlar mevcuttu.²²² Meksika ekonomisi 1990 yılına gelene kadar dış ticaret fazlası veren bir ekonomiyken, 1990 yılından itibaren uygulamaya konulan konvertibilite yasasının etkisiyle dış ticaret açıkları oluşmaya başlamıştır. Oysa Arjantin aynı tarihte henüz erken olduğu gerekçeyle konvertibilite yasasını çıkarmamıştır. Konvertibilite yasasının yürürlüğe girmesi, uluslararası sermaye akımlarının Meksika'ya hareketinin yoğunlaşması ve aşırı değerlendirilmiş milli para etkileriyle, cari açıklar ivme kazanmıştır. 1994 yılındaki cari açık miktarı 28.784 milyar dolar olarak yüksek bir

²²¹ Mustafa Özer, **a.g.e.**, s.92-94.

²²² Vedat Akman, **a.g.e.**, s.70.

düzeyde gerçekleşmiştir. 1994 yılında NAFTA üyesi olan Meksika, NAFTA ortağı ABD'nin faiz yükseltmesinin ve Meksika'daki aşırı değerlenmiş milli paranın devalüasyon beklentileri yaratarak kurun yükselmesi sonucu, sermaye akımları yön değiştirerek Meksika'yı terk etmeye başlamıştır.²²³ 1994'de sermaye kaçıışı Meksika'yı ödeme aczine düşürmüştür.²²⁴ Meksika'nın 1994 yılından itibaren cari açıklarını sermaye akımları girişi ile finanse edememesi, 1995 Ocak ayında krizin patlak vermesine sebep olmuştur.

Meksika krizinin temel nedenini, 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında gerçekleşen olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen kısa vadeli sermaye akımlarının; kurun değerlenmesi, yüksek cari açık, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıklar sonucunda ülkeden kaçmaya başlaması olarak açıklanmaktadır.²²⁵

Meksika hükümeti Aralık 1994 öncesinde, dövize peg edilmiş döviz kurunu temel bir strateji olarak benimsemişti. Bu strateji ile hükümet, Meksika pesosunun dolar değerini korumaya kendini adanmış, içeride bu uygulamayı yürütürken, dışarıyla yapılan işlemlere de müdahaleler yapmaktaydı. Bu doğrultuda finansal varlıkların alınıp satılmasında, dolarla ya da diğer konvertibl dövizlerle ödenebilir finansal varlıklarda bir müdahale, denetim söz konusuydu. Peg edilmiş döviz kuru stratejisi, döviz kurunun yükselmesi yönündeki piyasa baskısı sebebiyle bir problem haline gelerek, döviz rezervleri üzerinde sürekli azalma baskısı yapıyordu. Bu durum 1994'ün son iki ayında üst düzeye çıkmış ve 1994 Aralık ayı ortasında rezervler 11 milyar dolar seviyesine gerilemişti. Sonuçta 20 Aralık 1994'de Meksika pesosu %15 devalüe edildi. Bu hareketin de rezervlerdeki erimeyi durdurulmaması üzerine hükümet, ertesi gün, sabit kur sistemi rejimini terk ederek, milli parayı dolar ve diğer dövizlere karşı bir dalgalanmaya bırakan yüzen kur sistemine bıraktı. Bu tarihten sonra peso, hızlı bir aşınmaya uğrayarak, Ocak 1995'de Aralık 1994 ortasıyla kıyaslandığında, dolar karşısında neredeyse %40 aşındı (Depreciation). Bunların sonucu olarak, Meksika'da 1995 sonunda reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla %7 düştü ve işsizlik de kriz öncesindeki %4 seviyesinden %7'ye yükseldi. Özel sektör borçlarının

²²³ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.117-119.

²²⁴ Osvaldo De Rivero, **a.g.e.**, s.70.

²²⁵ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.325.

ödenemez duruma gelmesi üzerine de; IMF, ABD ve Kanada'dan alınan önemli miktardaki yardımlarla borç sorumluluğu üstlenildi.²²⁶

2.4.2.1.3. Krizin Genişlemesi

Meksika hükümeti kriz beklentileri üzerine aralık 1994'de peso'yu devalüe etmiştir. Bundan sonra ise, ulusal faiz oranları katlanarak artmış ekonomik faaliyetler de para krizini etkileyen gelişmeler sebebiyle daralmıştır. Kamu otoritesinin piyasaya para enjekte etmesi ve bazı banka yönetimlerini değiştirmesi de krizi önleyememiştir. 1995'e gelindiğinde banka aktiflerinin yaklaşık %80'ine varan destekler yapılmış olup bu desteklerin kamu hesaplamalarına göre tutarı, GSMH'nın %7.5'i kadar (-ki özel hesaplamalara göre daha fazladır) gerçekleşmiştir. Bütün bu gelişmelere rağmen kriz tırmanmış ve döviz rezervleri hızla erimiştir.²²⁷

Meksika'da dış ticaret dengesizliklerinin portföy yatırımı ve kısa vadeli sermaye ile finanse edilmesi, Meksika'da peso'nun 1994-1995 yıllarındaki düşüşünü gerektirmiştir. Meksika'nın giderek artan cari işlemler açıklarına göz atıldığında, 1990'da 7.4 milyar dolar, 1993'de 23 milyar dolar, 1994 yılının ilk yarısında ise 14 milyar dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu açıkları finanse eden sermaye girişlerinin %80'ini kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları oluşturmaktadır.²²⁸ Yüksek boyutlara ulaşan cari işlemler açığının Latin Amerika çevre ülkelerinde yarattığı krize örnek Meksika krizi, çevre ülkeleri etkilemesinden dolayı "Tekila Krizi" ismi ile anılmıştır.²²⁹

Ekonomik kriz sonrasında Meksika'ya özgü, ekonomik ve sosyo-ekonomik şu dersleri çıkarmak mümkündür:²³⁰

- 1- Meksika; düşük verimlilik (ABD'nin 1/7'si), yüksek dış borç (110 milyar dolar), aşırı fiyat artışı (%150) şartlarında "iktisadi iklimi" değiştirmeyi ve bunalımdan çıkmayı başarsa da sosyal dengelerin kurulamayıp, fakirleştiren

²²⁶ Marco Espinosa, Steven Russell, "The Mexican Economic Crisis: Alternative Views", **Federal Reserve Bank of Atlanta-Economic Review**, January-February 1996, <http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/Espin811.pdf>, 22 Eylül 2005.

²²⁷ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.324.

²²⁸ Ted Walther, **a.g.e.**, s.117-118.

²²⁹ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.116.

²³⁰ Kenan Mortan, **a.g.e.**, s.121-126.

büyüme sürecinin devam ettiği bir örnek ülkedir. Bunun yanı sıra, ülkede ücret-fiyat dondurulması şeklinde uygulanan “şok” ekonomik programın, dikta rejimlerinde ya da yarı dikta rejimi şeklinde işleyen Başkanlık sistemlerinde uygulanabilir olduğu, bu örnekle ortaya çıkmıştır.

2- “Şok” ekonomik program uygulayıp da kalkışa geçemeyen bazı dünya ülkelerine rağmen, sermaye girişi sağlanarak, ülke yılda 30-40 milyar dolar dış kaynak kapasitesi yaratır duruma gelmiştir. Bunu sağlayan etkenler şunlardır:

- Hızlı ve eşzamanlı yapılan Anayasal garantiler ve hukuki düzenlemeler.
- Ülke başkanının yetkilerinin uluslararası mali çevrelerce iyi bilinmesi ve bu yetkilerin yargı kararlarıyla değiştirilemez oluşu.
- Uygulamanın kesintisiz oluşu.
- Şok programın toplumun çeşitli kesimleriyle varılan anlaşmaya da dayalı olması ve anlaşmanın hiçbir koşul altında bozulmayacak düzeyde devletin sosyal kesimleri sürekli denetim altında tutması.
- Meksika'nın ABD ve Kanada ile yaptığı, dünyanın en büyük bölgesel entegrasyon anlaşması NAFTA'yı imzalamasının psikolojik etkisi.
- ABD ile NAFTA öncesi ilişkilerin olumlu etkisi ve uluslararası mali çevrelerin ülkeye yönelik olumlu notları.

3- Hukuki alt yapının çok iyi olması dışında, bu etki, ekonomik kararların birbirini destekler şekilde yapılandırılması ile birleşerek büyük avantaj sağlamıştır. Ülkede mevduatları cazip kılmak için yüksek faiz önerilmiş, mevduatların getirisi ise devletçe oluşturulan bir havuzdan karşılanmıştır. Faiz hesaplanmasında da değişik bir yöntem olarak, cari faizlere “ülke riski” eklenmesiyle yüksek bir oran belirlenmiştir. O yüzden önerilenin de faiz değil, “net verim” olduğu uluslararası mali çevrelere anlatılmıştır. Ülkeye gelen fonların çoğunluğu, Meksika iş çevrelerinin yurt dışındaki mevduatları olmuştur. Sabit kur sisteminden dolayı, sermaye hareketleri dengesi, cari dengeye (ve ihracat artışına) tercih edilmiş olmaktadır. Buna rağmen, bu sistemin dövizin değerlenmemesinden dolayı ithalatı pahalılaştırmaması ve “ithal edilen enflasyon” olgusunun oluşmaması gibi bir yararı vardır.

- 4- Menkul sermaye borsasının uluslararası piyasalarla entegrasyonunun sağlanmış olması.
- 5- Özelleştirmede Anayasal garantinin, özel bir yöntem olarak kullanılması.
- 6- Altyapı projelerinde ülke dışına kaynak ihracının (euro-bond) sağlanması.
- 7- Tarımda toprak düzeninin değiştirilerek %49 oranında yabancı sermayeye izin verilmesine dönük Anayasal düzenlemeler yapılması, NAFTA gereğince bazı tarımsal mallara 10-15 yıl süreyle özel korumalar verilmesi gibi, gelişmekte olan ülkede ilk kez denenen yöntemler kullanılmıştır.
- 8- Çevre ve bölge kalkınma alanında bir takım uygulamalar yapılmıştır. Ülkede bazı bölgelerde “arabasız bir gün” gibi programlar kararlılıkla uygulanmıştır. Bazı bölgelere has, vergi ertelemeleri düzenlemesine gidilmiştir. Teşvik edilecek bölge ABD sınırına yakın yerlerdeki bölge ise, fason üretim yapan endüstriler, iç kesimde ise ev ekonomileri teşvik edilmektedir.
- 9- Asgari ücretin (400 peso/ay) iki katına kadar olan gelirler gelir vergisinden muaf tutulmuş, asgari ücretin dört katına kadar olan gelirlerde ise basamaklı vergi alınması yöntemi benimsenerek, bu uygulamalarla 1,3 milyon insanın vergi yükü hafifletilmiştir.
- 10- Sağlanan tüm gelişmelere rağmen 88 milyon nüfuslu ülkede yer altı ekonomisi (kayıt dışı ekonomi) ülkede oldukça yaygındır. Enformal sektörün omurgasını seyyar satıcılık teşkil etmekte olup, 32 milyon olan faal nüfusun yarısının kayıt dışı sektörde yer aldığı varsayılmaktadır. Resmi kayıtlara göre ülkede açlık sınırı altında 13.6 milyon insan vardır. Bin kişiye düşen hırsızlık olayı açısından yapılan istatistiklere göre de Meksika, dünya rekorunu elinde bulundurmaktadır. Bunun yanında ülkede uyuşturucu yapımı da milli gelirin en büyük kısmını oluşturmaktadır.
- 11- Emekleme dönemindeki sanayi dallarının korunması, başlangıç için olumlu etkiler yaratsa da, daha sonraları amaca ters düşer hale gelerek, ülke ekonomisine bağımlı, yardıma devamlı ihtiyaç duyan sektörler haline getirmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerden Meksika ve Brezilya’daki ekonomik krizlerin temel nedeni olarak bu etken gösterilmektedir.²³¹

²³¹ Peter F.Durucker, a.g.e., s. 110.

Bağımlılığın bütçeye getirdiği yükten dolayı hükümetler tarafından, kısa vadeli sermaye akımlarını çekmek ve böylelikle ucuz finansman kaynağı sağlamak yoluna başvurulmaktadır.

1994 yılında Meksika’da yaşanan krizin temel nedeni olarak, 1980’lerin sonunda ve 1990’ların oluşan olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye giren sıcak paranın; sonraki dönemde oluşan yüksek cari işlemler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek, ani bir hareketle ülkeden çıkması (kaçış) olduğu görülmektedir.²³² Latin Amerika’daki krizlerin yapısı incelendiğinde, cari işlemler açığı ve buna bağlı olarak döviz kuru yükselmesinin, dış kreditorlerce bir kriz sinyali olarak değerlendirilmesinin etkisi gözlenmektedir. Bölgedeki finansal varlık fiyatları kötü haberlere karşı duyarlı olduğu için, kreditorler de bu etkileri önceden sezmektedirler. Özellikle Meksika’da Aralık 1994’de gözlenen ödemeler bilançosu krizi bu türden bir etki ile başlamıştır. 1990 sonrası yıllarda da olumsuz türden bu etkilere duyarlı akımlar olan kısa vadeli sermaye akımlarının (-ki bu akımlar yüksek volatiliteye sahiptir) faaliyeti hızlanmıştır. Meksika krizinde de (1994) sıcak para fonlarının etkileri gözlenmektedir. Bu fonlar, cari hesap açıklarına ve yüksek döviz kuruna oldukça duyarlı fonlardır.²³³

1990-1994 yılları arasında Meksika’ya 104 milyar dolar girmiştir. Bu rakam o dönemde gelişmekte olan ülkelere giren toplam sermayenin %20’sini oluşturmaktadır. Sermaye girişlerinin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisinden ve paranın değerlenmesinin etkisinden dolayı döviz çapasını tutabilmek zorlaşmıştır. Bu dönemdeki artan uluslararası faizlerin de etkisiyle sermaye ülkeyi terk etmeye başladı. Sonuçta oluşan para krizi, Meksika ekonomisini tam bir iflasa götürmese de ekonomi de iki yıl süren durgunluk yaşanmıştır.²³⁴ Meksika deneyimi, ortodoks (para ve maliye politikası önlemleri) ve heterodoks (ücret-fiyat sabitlemeleri v.b.) özellikler sergileyen istikrar önlemleri ve yapısal reform önlemlerinin eş zamanlı

²³² Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.115.

²³³ Ricardo Davis, “Policy Implications of The Tequila Effect”, **Challenge**, Vol.41, March-April 1998, ss.15-43.

²³⁴ Hakan Ercan, **Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye**, Ankara, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, 2000, s.36.

uygulanmasının başarılı sonucunu göstermektedir.²³⁵ Meksika ekonomisinde 1995 yılında ihracat bir önceki yıla göre %23 artarken, Meksika'nın toplam çıktısının %7 azaldığı gözlemlenmektedir.²³⁶ Bu veriler doğrultusunda, Meksika'da refah artışı olmadığı söylenebilir. Ülkedeki geleneksel üretim sektörünün, birden serbestleşmenin getirdiği rekabete uyum sağlayamaması sonucunda toplam çıktı azalmıştır. İhracattaki artış ise, korunmaya bağımlı hale gelmiş bu sektörlerin yok olmasına sebep olan çok uluslu şirketler aracılığıyla yapılan ihracatı göstermektedir.

2.4.2.2. Güney Doğu Asya Krizi-1997

Güney Doğu Asya krizi, özellikle Tayland'da baş gösteren ve daha sonra diğer Doğu Asya ülkelerine yayılan krizi kapsamaktadır. Bu yüzden krizi hazırlayan sebepler, krizin canlanması ve krizin genişlemesi süreçleri, öncelikle Tayland ekonomisi yönünden incelenecek ve ardından diğer Doğu Asya ekonomilerinin yapılarına aynı başlık altında yer verilecektir.

2.4.2.2.1. Krizi Hazırlayan Sebepler

1970-1980 döneminde Asya ülkelerinin izledikleri ihracata dayalı büyüme politikaları sonucunda gösterdikleri ekonomik performans, gelişmekte olan ülkelere örnek olarak sunulmaktayken, 1990 sonrasında bu ülkelere yönelik yoğun bir sermaye akımı süreci yaşanmıştır. Tayland, Endonezya, Filipinler, Malezya ve Güney Kore'nin içinde bulunduğu bu ülkelere yönelik spekülasyon nitelikli olan kısa vadeli sermaye hareketleri, bu ülkelerdeki finansal varlıkların fiyatlarını yükseltmiş ve finans piyasalarında suni bir şişkinliğe sebep olmuştur.²³⁷ Meksika krizine rağmen, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları 1995'in ikinci yarısından itibaren daha güçlü hale gelmiştir. Bunun sebebi, belli başlı sanayileşmiş ülkelerdeki faiz oranlarındaki düşüş, ayrıca da gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının,

²³⁵ Nuray Altuğ, **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, İstanbul, Türkmen Kitabevi Yayınları, 2001, s.121-122.

²³⁶ William Greider, **a.g.e.**, s.366.

²³⁷ Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.110-111.

gelişmelere uygun tepkiler vermesidir. Tekila krizi olarak isimlendirilen kriz etkileri, bölgelere göre farklılık göstermiştir. Bazı Latin Amerika ülkeleri, özellikle de Arjantin, Tekila etkisinden güçlü etkilenirken, gelişmekte olan Asya ülkeleri, bu bulaşıcı etkileri sadece kısa dönem için yaşamıştır. Orta Doğu, Avrupa ve Afrika ülkeleri ise, Meksika krizinden şiddetli bir şekilde etkilenmemiştir.²³⁸ Ülkelerin krizlerden etkilenmesi, uluslararası ticaret ya da sermaye hareketlerinin yön değiştirmesi yoluyla gerçekleşmektedir.

Doğu Asya krizinin kökeninde Japon ekonomisinin 1990 sonrası geçirdiği durgunluk yatmaktadır. Merkez iktisadi bir güç olan Japonya, Doğu Asya ülkelerinde çok uluslu şirketleri aracılığıyla yatırımlar yapmasının yanında, bu ülkelerin patlayan ihracatlarında da önemli bir paya sahiptir.²³⁹

Tablo 16: Doğu Asya Ülkelerinde GSYİH Oranları (Büyüme Oranları)

	1980-1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Çin	9,5	3,8	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,7	8,8
Endonezya	5,3	9,0	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	8,0	5,0
Filipinler	1,9	3,0	-0,6	0,3	2,1	4,4	4,8	5,7	5,1
Güney Kore	7,8	9,5	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5
Hong Kong	7,3	3,4	5,1	6,3	6,1	5,4	3,9	4,9	5,3
Japonya	3,8	5,1	3,8	1,0	0,3	0,6	1,5	3,9	0,9
Malezya	5,8	9,6	8,6	7,8	8,3	9,2	9,5	8,6	7,8
Singapur	7,3	9,0	7,3	6,2	10,4	10,5	8,7	6,9	7,8
Tayland	7,3	11,6	8,1	8,2	8,5	8,6	8,8	5,5	-0,4
Tayvan	8,1	5,4	7,6	6,8	6,3	6,5	6,0	5,7	6,9

Kaynak: Pablo Bustelo, “The Asian Financial Crises: An Analytical Survey”, Madrid, ICEI Working Paper, Complutense University of Madrid, 1998, p.6.

Alıntı: Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.105.

Tablo-16 incelendiğinde, Japonya ve Filipinler haricindeki Doğu Asya ülkelerinde yüksek yıllık büyüme hızları göze çarpmaktadır. Özellikle 1995 yılına

²³⁸ Sayuri Kuwabara, **a.g.e.**

²³⁹ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.123.

kadar olan yıllardaki GSYİH'daki büyüme aynı zamanda kişi başına gelirlerin yüksek olduğu yıllardır.

1990 öncesi dönemde “Asya Kaplanları” olarak anılan ekonomilerin gösterdiği performans, aynı dönemde, Paul Krugman gibi bazı iktisatçılar tarafından sürdürülemez olarak görülmüştür. Söz konusu ekonomilerin başarısının arkasında yatan faktörler şunlardır:²⁴⁰

- Başlıca dünya teknolojilerinin bölgeye kayması ve batının bu konudaki avantajını kaybetmesi.
- Dünyanın ekonomik çekim merkezlerinin Asya ülkelerine doğru yer değiştirmesi.
- Batıda kabul edilenden daha az sivil özgürlük ve daha fazla merkezi planlı bir model benimsenmiş olması.

Kriz Öncesi Tayland Ekonomisi

Tayland ekonomisi 1997 öncesindeki on yılda ortalama %10 büyüyerek dünyanın en hızlı büyüyen ekonomileri arasına girmişti. 25 baht=1 Amerikan doları paritesi yıllardan beri korunmaktaydı. İhracat artışı büyüme yüzünden de Tayland, düşük riskli ülke grubunda bulunuyordu. Ekonominin dış kredi ihtiyacı da bu yüzden rahatlıkla karşılanabiliyordu. Ülkeye giren yabancı sermaye çok yüksek düzeydeydi. Kredi ve öz kaynak bolluğunun yarattığı yatırım patlaması ekonominin kaldıramayacağı seviyelere gelmeye başladı. Baht'ın aşırı değerlenmesinin etkisiyle ihracat azalmaya başlarken, bir yandan da yavaş da olsa artan maliyetler dış ticaret hadlerinin aleyhte işlemesine (ihracat malları fiyatının düşmesine) sebep oluyordu. İhracattaki karlılık azalışları, sermayenin, daha yüksek getiri olanaklarının olduğu emlak ve borsaya akmasına neden oldu. Emlak ve borsada aşırı şişkinlik, varlık fiyatlarının aşırı değerlenmesine yol açtı. Bu gelişmelerin etkisiyle ve kuru sabit tutma çabasıyla Merkez Bankası rezervlerinin erimesi ile, nakit sıkıntısına düşen bankalara “Mali Kuruluşları Geliştirme Fonu”ndan 8 milyar dolar kaynak verildi. Devlet bütçesince, önceki dönemde (7 yıl) birikmiş bütçe fazlalıklarının kullanılması

²⁴⁰ Muhammet Akdiş, a.g.e., s.326.

da yetmeyince para basılması yoluna gidildi. Bu gelişmeler kamuoyundan gizleniyor, “Doğu Asya Mucizesi” havası da buna yardım ediyordu.²⁴¹

Sermaye kontrol düzenlemelerinin etkisiyle 1995-1996 yıllarında sermaye girişlerinde kontrol uygulandı. Bunun sonucu olarak;²⁴²

- Tayland ekonomisine giren net sermaye akımı azaldı.
- Kısa vadeli sermaye girişlerinde keskin bir düşüş yaşanarak, toplam sermaye girişlerinin 1995’de %62’si kısa vadeli sermaye iken, 1996’da %32’si kısa vadeli giriş olarak gerçekleşti.
- Uzun vadeli sorumlulukların vade yapısı daha da uzatıldı. (Ayrıca bu sorumlulukların hacminde de artış gözlenerek, 1995’de %14 olan payları, 1996’da %34.3 seviyesine yükseldi).
- Toplam borçlar içinde kısa vadeli borçlarda keskin bir düşüş (%50’lerden %43’lere) yaşandı.
- Yerleşik olmayanların milli para (baht) cinsinden hesaplarında azalma gözlemlendi.

Tayland’da 1990’dan sonraki dönemde döviz kuru düzenlemeleri ve ekonomik büyüme çabaları gözlenmektedir. Mayıs 1997’de Tayland baht’ı şiddetli bir spekülatif baskı altına girdi. bu tarihler arasında ise, 1993’den beri ekonomide enflasyon ve cari işlem açıkları görülmektedir. Cari işlemlerdeki açıklar 1994-1995 yılları arasında sermaye girişleri ile finanse edilmiş olup, bu girişler içinde kısa vadeli sermaye girişleri önemli bir paya sahiptir. Kısa vadeli sermaye yoğunluğunun fazla olması, ani değişimlerin, piyasaların saldırıya açık olma riskliliğini artırmaktadır. Bunu destekleyen olgular ise, sermaye girişlerinin faiz oranları farklılığı ile teşvik edilmesi ve peg edilmiş döviz kurunun fon sahiplerine belli bir döviz kuru garantisi vermesinin teşvik edici etkisidir. Yerli ve dışsal dengesizliklerin büyümesinin yanında, 1996’dan sonra yükselen banka problemleri, peg edilmiş döviz kurunun devamı sorunlarını artırması, Tayland baht’ını spekülatif saldırılara açık

²⁴¹ Attila Sönmez, **Doğu Asya “Mucize”si ve Bunalımı: Türkiye İçin Dersler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2001, s.386-387.

²⁴² IMF, **Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization**, Washington DC, 2000, s.52.

hale getirmiştir. 1997’de bu baskıların artması ile ekonomi yönetimi ve banka sistemi, yüksek faiz politikası denese de, baht’ı devalüe etmek zorunda kalmıştır. Ekonomi otoritesi Mayıs 1997’de ise, sermaye kontrollerine başvurarak, döviz piyasasını düzenledi ve baht’a yönelik spekülasyon saldırılar yavaşlatıldı. Bu önlemler, ani düşen döviz rezervlerinin de bir sonucuydu.²⁴³

Kriz Öncesi Diğer Doğu Asya Ekonomileri

1997 Doğu Asya krizi öncesinde Malezya’da sermaye hesabı yönetiminin özelliklerini şöyle özetlemek mümkündür:²⁴⁴

- Yerleşik olmayanların portföy girişlerine büyük ölçüde izin verilmekteydi. Burada kullanılan finansal enstrümanlar olarak ise, tahviller, hisse senetleri, banka mevduatları ve para piyasasındaki diğer türev araçlar sayılabilir. Yerleşik olmayanların yapacakları işlemler öncesinde sadece onay almaları ön şartı gerekiyordu.
- Bireysel yerleşikler tarafından yapılacak olan portföy sermaye akımı çıkışları izne bağlı olmazken, kurumsal akım çıkışları için yerleşik olmayan ve yerli kurumsal yapılar arasında farklı uygulama benimsenmişti. Yabancı kurumsal yapıların (yerleşik olmayanların oluşturduğu) çıkışları izne bağlı olmazken, yerli kurumsal yapıların, Malezya milli parası cinsinden 10 milyon Ringgit’in üzeri çıkışlar (yıllık) izne bağlıydı.
- Doğrudan sermaye akımı girişleri ise tam olarak serbest olmayıp, özellikle bazı sektörler için kısıtlama söz konusuydu. Doğrudan sermaye akımı çıkışlarında ise bir kısıtlama bulunmamaktaydı.

²⁴³ IMF, *Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization*, s.56.

²⁴⁴ UNCTAD, *Management of Capital Flows: Comparative Experiences and Implications For Africa*, New York, United Nations Publication, 2003, s.145-146.

Tablo 17.: Bazı Doğu Asya Ülkelerinin Yabancı Bankalardan Aldıkları Kısa Vadeli Borç (1996-1997 Yıllarında % Olarak)

ÜLKELER	1996 (%)*	1997 (%)*
Tayland	65,2	65,9
Malezya	50,3	53,1
Kore	67,5	63,1
Endonezya	61,7	60,6

Kaynak: Attila Sönmez, **Doğu Asya “Mucize” si ve Bunalımı: Türkiye İçin Dersler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2001, s.415.

* Bir yıl ya da daha az süreli borç, bankalardan alınan borcun yüzdesi olarak.

Tablo-17 incelendiğinde söz konusu Doğu Asya ülkelerinde başvuru dış tasarrufların önemli bir bölümünün kısa vadeli borç şeklinde olduğu görülmektedir. Ekonomilerin karşılaştığı sıkıntılara karşı duyarlı olan kısa vadeli dış tasarruflar her an yurt dışına çıkma eğilimindedir. Tabloda incelenen ülkelerin toplam dış tasarrufları içindeki kısa vadeli borç ortalaması %60 seviyesinde olması, karşılaşılabilecek bir risk durumunda bu miktarların yurt dışına dönmelerinin ilk kriz dalgasını oluşturması yönünden önem arz etmektedir.

Kriz öncesi 1996 yılında Tayland’da gerçekleşen cari işlemler açığının GSMH’ya oranı %7.9’a ulaşırken, diğer Güney Doğu Asya ülkelerinde bu oran; Kore’de %4.9, Endonezya’da %3.3, Filipinler’de %4.7, Malezya’da %4.9 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu ülkelerde cari işlemler açıklarındaki bu artışlar, kriz öncesi yıllarda milli para birimlerinin değerlenmiş olmasındandır. 1990’dan sonraki kısa vadeli sermaye girişleri, para birimlerinin değerlenmesine sebeptir.²⁴⁵

²⁴⁵ DPT, **Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu: Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, 2000, s.38.

Tablo 18: Bazı Doğu Asya ülkelerinde yabancı sermaye girişleri (%*)

	1983-1988**	1991	1992	1993	1994	1995	1989-1995**
Malezya							
-Özel Sermaye Transferi	3,1	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	8,8
-Resmi Sermaye Transferi	0,3	0,4	-0,1	-0,6	0,2	-0,1	-
Endonezya							
-Özel Sermaye Transferi	1,5	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	4,2
-Resmi Sermaye Transferi	2,4	1,11	1,1	0,9	0,1	-0,2	0,8
Tayland							
-Özel Sermaye Transferi	3,1	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	10,2
-Resmi Sermaye Transferi	0,7	1,1	0,1	2,0	0,1	0,7	-
Güney Kore							
-Özel Sermaye Transferi	-1,1	2,2	2,4	1,6	3,1	3,9	2,1
-Resmi Sermaye Transferi	-	0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,3

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Interim Assesment, December 1997.

Alıntı: Atilla İmrahor İlyas, **Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul, İTO Yayınları, 1998, s.21'den derlenmiştir.

* GSYİH'nin yüzdesi olarak hesaplanmıştır. ** Dönem içi ortalama yıllık oran.

Tablo-18 incelendiğinde, Tayland ve Malezya ekonomisine dahil olan sermaye akımlarının 1990 sonrasında arttığı ve özellikle de krize çok yakın bir yıl olan 1995'de, Malezya'da GSYİH'nin %8.8'ine Tayland'da ise GSYİH'nin %12.7'sine ulaşan özel sermaye akımlarının varlığı görülmektedir. Sermaye akımlarındaki artış ile cari işlemler açıkları arasında söz konusu dönemlerde de pozitif yönlü ilişkinin varlığı, aralarında bir korelasyon olduğunu göstermekte ya da başka bir ifadeyle cari işlemler açıklarının sermaye girişleri ile finanse edildiğini ifade etmektedir. Böylelikle ödemeler bilançosu dengesi sağlanabilmektedir.

Asya'daki kriz, hızlı liberalleşme çabalarından doğmuştur. Doğu Asya ülkeleri ele alındığında hızlı liberalleşmenin etkileri gözlenmektedir. Kore'nin OECD'ye üye olması ve sermaye hesabını açması ile çokuluslu Kore şirketlerinin yabancı piyasalarda genişleme çabası; Tayland'da, Bangkok'un bölgenin para merkezi yapılmak istenmesi yönündeki güçlü istek, Malezya'da ise offshore ringitt piyasasının ayakta tutulma çabaları, sayılan ekonomilerin yüksek faiz politikaları ve

belli bir süre çok iyi performans göstermeleri ile birleşerek, bölgeye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının yüksek hacimler kazanmasına sebep olmuştur.²⁴⁶ Anılan ülkelerden Kore’de 1990’lı yıllar, politik çevrenin değişmesinin de verdiği imkanlardan dolayı, hükümetin sermaye hesabında liberalizasyona başladığı yıllar olmuştur. Bu doğrultuda 1991 yılında yerli firmaların, yabancı paralar cinsinden borçlanma kağıtları çıkarmasındaki kontrol kaldırılmıştır. 1992’de de tahvillerin alım satımına imkan tanıyan bir piyasa kurulmuştur. Kore’ye net sermaye girişleri 1990’da başlamış olup, bundan sonraki ilk dört yılda küçük girişler yaşanmış ve bu yılların ortalaması, GSYİH’nın %1.2’sine karşılık gelmektedir. Fakat bundan sonra, 1994’den 1996’ya kadar olan üç yıllık dönemde sermaye girişlerinin hacmi artarak GSYİH’nın %3.5’ine (üç yılın ortalaması olarak) çıkmıştır.²⁴⁷ 1990’lı yıllarda yükselen piyasalara yönelik olarak artan kısa vadeli sermaye hareketleri, bu ülkelerde liberalleşme yönündeki çabalar sonucunda kontrol uygulanmadan ülke ekonomilerine dahil olmuş, ülkelerin büyüme performanslarını olumlu etkiler yapsa da, ekonomi politikalarını etkisizleştirerek, adeta ekonomiyi yönetir hale gelmiştir.

1988-1990 arasında Asya bölgesine uzun dönemli net sermaye girişleri, yıllık ortalama 32 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1991’den itibaren hızlı artış devam ederek, 1995’de en üst seviyeye ulaşmış ve yaklaşık 121 milyar dolar olmuştur. Bu rakam, bütün gelişmekte olan ülkelere giden toplamın %52’sini oluşturmaktadır. Bölge GSMH’sı ifadesiyle sermaye girişleri, 1988-1990 arasında ortalama %2.7’nin üzerinde, 1990 sonrası beş yılın ortalaması ise %5’in üzerinde gerçekleşmiştir. Asya ekonomilerine yönelik önemli sermaye girişleri için şu tespitleri yapmak mümkündür.²⁴⁸

- Uzun dönemli özel sermaye girişleri 1988’de 12 milyar dolar seviyesinden 1995’de 104 milyar dolar seviyesine keskin ve hızlı bir çıkış yapmıştır. Bu zaman süresince bölgedeki mevcut özel sermaye akımlarının miktarı

²⁴⁶ Yılmaz Akyüz, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Para ve Kur Politikaları: Türkiye Deneyimi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.224, Kasım 2004, s.13-14.

²⁴⁷ Michael P. Doley, Inseok Shin, “**Private Inflows When Crises Are Anticipated: A Case Study of Korea**”, **Financial Crises in Emerging Market**, Ed. by. Reuven Glick, Ramon Moreno, Mark M. Spiegel, Cambridge, 2001, Cambridge University Press, s.243.

²⁴⁸ Sayuri Kuwabara, **a.g.e.**

neredeşye iki katına çıkararak, bölge net sermayesi %46'dan %86'ya ulaşmıştır.

- Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları (lke fonları, yabancı mevduat, yabancıların hisse senedi alımı) ile borçluluk doğurmıyan araçlar (devlet yardımları, hibeler) lkeye artarak girmiş olup, bunların 1993-1995 yılları arasındaki ortalaması toplam sermaye miktarının %64'den fazlası olarak hesaplanmıştır. 1990-1995 arasında direkt sermaye yatırımları beş kat artış kaydetmiştir. Portföy hisse yatırımları ise, 1989'da 0.8 milyar dolar seviyesinden, 1993'de 20 milyar dolar'a çıkmıştır. Bu rakam 1994-1995 Meksika krizinin bulaşıcı etkilerine rağmen, 1995 yılına gelindiğinde 14 milyar gibi sağlıklı bir düzeyde kalmıştır.
- Bölgeye yönelik kısa vadeli sermaye akımı (zellikle banka sorumluluğu şeklinde), 1990'larda yıllık ortalama 10 milyar dolar'ın çok az üzerinde gerçekleşmiştir. Bu fonlar, ticari açıklar ile yerel bankaların yabancı borçlarını finanse etmede (dış borç faiz ödemeleri) kullanılmıştır.
- Asya lkelerinin döviz rezervleri hızlı bir artış göstererek, 1973-1982 arasında yıllık ortalama 7 milyar dolar olan seviyesinden, 1994-1995 arasında yıllık ortalama 52 milyar dolar seviyesine yükselmiştir.

Tablo 19: Doğu Asya lkelerinde Ekonomik Büyüme

	1970-1996 Dönemi Ortalamasında Yıllık % Artış	1996 yılında Kişi Başına Düşen Milli Gelir* (dolar)
Malezya	7,4	9 703
Endonezya	6,8	4 280
Tayland	7,5	8 370
Güney Kore	8,4	12 410
Filipinler	3,6	3 060
Singapur	8,2	25 650
Tayvan	8,3	17 720
Çin	9,1	3 120
Hong Kong	7,5	25 400
G.. Ortalaması	2,7	22 700

Kaynak: Dünya Bankası, OECD, 1998.

Alıntı: Atilla İmrahor İlyas, **Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi zerindeki Etkileri**, İstanbul, İTO Yayınları, 1998, s.15.

* GSYİH ve satın alma gücü paritesi dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Tablo-19 incelendiğinde, Doğu Asya ülkelerinde, 1970-1996 döneminde ortalama büyüme oranlarının yıllık %7-%8 seviyelerinde gerçekleştiği göze çarpmaktadır. Bu büyüme oranları, söz konusu ülkelerin “Asya Kaplanları” olarak anılmasına sebep olmuştur. Kişi başına düşen milli gelir ortalamasının gelişmiş ülkelerde 22 700 dolar olduğu ölçü alındığında, Doğu Asya ülkelerinin bu miktara yaklaştığı görülmektedir. Ekonomik krizden en çok etkilenen ülkelerin, kişi başına düşen milli gelirleri en düşük olan ülkeler olduğu; krizden en az etkilenen ülkelerin ise kişi başına milli gelirleri en fazla olan ülkeler olduğu tespitini yapmak mümkündür.

Tablo 20: Doğu Asya Ülkelerinin Cari İşlemler Bilançoları (GSYİH'nin %'si)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Kore	-1,14	-3,16	-1,70	-0,16	-1,45	-1,91	-4,89
Endonezya	-4,40	-4,40	-2,46	-0,82	-1,54	-4,25	-3,41
Malezya	-2,27	-9,08	-4,06	-10,11	-11,51	-13,45	-5,99
Filipinler	-6,30	-2,46	-3,17	-6,69	-3,74	-5,06	-5,86
Singapur	9,45	12,36	12,38	8,48	18,72	17,93	16,26
Tayland	-8,74	-8,61	-6,28	-6,50	-7,16	-9,00	-9,18
Hong Kong	8,40	6,58	5,26	8,14	1,98	-2,21	0,58
Çin	3,02	3,07	1,09	-2,17	1,17	1,02	-0,34

Kaynak: Rıza Yörükoğlu, **Doğu Asya Krizi Nereden Çıktı?**, İstanbul, Alev Yayınları, 1998, s.52.

Tablo-20 incelendiğinde, cari hesap açıklarının en yüksek olduğu ülkeler sıralamasında Tayland ve Malezya'nın başı çektiği, daha sonra ise Filipinler, Endonezya ve Kore'nin geldiği göze çarpmaktadır. Bu ülkelerdeki cari hesap açıkları esas olarak ticaret dengesinden kaynaklanan açıklardır. 1997 krizinden en çok etkilenen ülkeler de söz konusu beş ülke olmuştur. Bunun nedeni, bu beş ülkede, cari hesap açıklarının 1997'ye kadar, ülkeye giren kısa vadeli sermaye ile finanse edilmesi ve 1997'deki panik havası sonucunda kısa vadeli sermaye akımının yön değiştirerek, ülke dışına kaçmasının olumsuz etkisidir.

Meksika'daki krizin yıl dönümüne rastlayan günlerde Amerikan hazine sorumlusunun bir ekonomi dergisine verdiği açıklama, cari işlemler açıklarının GSYİH'nin %5'ini geçmesi durumunda, ekonomide çeşitli tehlikeler oluşturacağı

yönündedir. Asya ülkelerindeki (Kore, Endonezya, Malezya, Filipinler, Şili, Tayland, Hong Kong, Çin, Tayvan), 1990’larda gerçekleşen cari hesap açıkları (%5 üzerinde), 1997’de söz konusu ülkelerin para çöküşleriyle karşılaşmalarına yol açmıştır. Cari işlemler açıklarının ölçülmesinde, milli gelir ve ödemeler bilançosu kullanılmaktadır. Asya ekonomileri içinde, Tayland ve Malezya ekonomilerinde, son on yıldan fazla süredir, cari işlem açıkları ve bunların sürekliliği gözlenmektedir. Milli gelir rakamlarıyla, Tayland’da 1990’dan sonraki her yıl, bu açıklar %6’yı aşmakta, 1995-1996 arasında ise %9’a yaklaşmaktadır. Buna benzer olarak Malezya’da büyük sayılar gözlenerek, cari açıklar 1993’de GSYİH’nın %10’unun üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak 1996’da bu oran %3.7’ye gerilemiştir. Filipinler’de ise, uzun dönem de ortalama olarak %5 seviyesinde seyretmiştir. Endonezya’da son on yıl seyrine bakıldığında cari açıklar dengesizlikleri görülmektedir. 1990-1991 arasında GSYİH’nın %4’üne ulaşan açıklar 1992-1993’de azalmış, 1995-1996’da tekrar artarak %3-4’ler seviyesine gelmiştir.²⁴⁹

Yüksek ekonomik büyüme oranları, ekonomileri krize karşı daha hassas hale getirebilmektedir. İyimser inanışları artıran yüksek büyüme oranları, tüketim ve yatırım patlamasına sebep olarak cari işlemler açıklarını büyütücü etki yapar ve bu açıkların sermaye girişleri ile finanse edilmesi yöntemi tercih edilmeye başlanır. Böyle bir durumdayken bir dışsal şok, beklentilerin değişerek sermaye akımlarının tersine dönmesine ve para akımlarının yön değiştirmesini (bir önceki akımın tersi) tetikler. Bu anlatılanlar, “Asya Kaplanları” olarak anılan ülkelerin, “mucize büyümesi”nin ardında yatan gerçekleri de açıklamaktadır. Asya’daki mucize büyüme, toplam faktör verimliliğinin büyümesi, yatırım oranlarındaki yükseliş ve bölgedeki işgücü artışının bir yansımasıdır.²⁵⁰

1990’lı yıllar, uluslararası borçlanmanın patlama yaptığı yıllar olmuştur. 1988-1998 döneminde yükselen piyasa ekonomilerinin birikmiş borcu, kabaca ikiye katlanarak, 1 trilyon dolar’dan 2 trilyon dolar’a yükselmiştir. Bu dönemde orta ve uzun vadeli borç sorumlulukları arttığı gibi, özellikle kısa vadeli sorumluluklarda artışlar görülmüştür. Latin Amerika ve Asya’nın borçlanma vadeleri paralellik

²⁴⁹ Giancarlo Corsetti, Paola Pesenti, Nouriel Roubini, “What caused the asian currency and financial crisis?”, **World Bank Conference on “Financial Crises: Contagion and Market Volatility”**, January, 1998, (Çevrimiçi) <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>, 19 Mart 2004.

²⁵⁰ A.e.

göstermekteyken, Latin Amerika'daki "Tekila Krizi"nin etkilerinin bir sonucu olarak 1994'den sonra, borçlanma vade yapısı değişiklik göstermeye başlamıştır. Latin Amerika'da bu tarihteki kısa vadeli borçlanma, ülkeye yönelik sermaye hareketlerinin gerilemesiyle durma noktasına gelirken, Asya ekonomilerine yönelen sermayeden dolayı, Asya ülkelerinin kısa vadeli borçlanmaları artarak devam etmiştir.²⁵¹ 1995 yılına gelindiğinde Tayland GSYİH'sının %34'ü kadar bir ulusal tasarruf oranı ve bunla bağlantılı olarak da hızlı parasal büyümenin getirdiği aktif fiyatlarının artması olgusu yaşanmaktaydı. Ülkede ek kaynak girişinin harcamaları aşırı artırması dönemi yaşanıyordu.²⁵²

Tayland, Endonezya ve Kore'de kriz öncesi dönemde, dış şoklara karşı duyarlılığa sebep olan dört etken bulunmaktaydı. Bunların ilki, küresel özel sermaye akımı ve özellikle bu akım içinde anılan, geri dönüş yeteneği yüksek olan kısa vadeli sermaye akımı; ikincisi, kısa vadeli sermaye akımları girişine izin veren ve buna bağlı olarak da sermaye önündeki engellemelerin kaldırılmasına sebep olarak iç kredi patlamasına yol açan makro ekonomik politikalar; üçüncüsü, küreselleşmeye uyum sağlamak adına, yerli finansal piyasanın düzenlenmesinde yetersizlik ve şirketlerin yetersiz düzenleme içinde global piyasaların rekabetine açılması; dördüncüsü ise, politik belirsizliklerin varlığıdır.²⁵³ 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası özel sermaye akımlarını bu ülkelere çeken en önemli etken, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz oranlarıdır. Gelişmiş ülkelerdeki daralma ve düşük faiz oranları ise, sermaye akımlarını itici etkenlerdir. Sermaye bileşeni içinde ise, portföy yatırımları ya da kısa vadeli sermaye yoğunluğu fazladır. Asya ülkelerine yönelik 1983-1989 arası yıllarda net portföy yatırımı 10 milyar dolar iken, 1990-1994 arasında 63 milyar dolar'a yükselmiştir.²⁵⁴

²⁵¹ Dani Rodrik, Andrés Velasco, "Short-Term Capital Flows", **National Bureau of Economic Research-NBER Working Paper 7364**, September 1999, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w7364.pdf>, 15 Temmuz 2004.

²⁵² Callum Henderson, **a.g.e.**, s.89.

²⁵³ Masahiro Kawai, Richard Newfarmer, Sergio Schmukler, "Crisis And Contagion in East Asia: Nine Lessons", **Seminar on ASEAN Macroeconomic Outlook and Economic Recovery**, February 27, 2001, (Çevrimiçi) http://econ.worldbank.org/files/2202_wps2610.pdf, 25 Kasım 2005.

²⁵⁴ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003 , s.229-230.

Doğu Asya ekonomileri, dış şoklara açıklığa sebep olan çeşitli riskleri barındırmaktaydı. Bunlar;²⁵⁵

- Cari hesap açıklarındaki genişleme, kısa vadeli girişler ile finanse edildi, sermaye akımları önündeki engellemeler kaldırıldı ve söz konusu ekonomiler de sermaye akımlarının ani tersine dönüşüne açık bir hale getirildi.
- Finansal sektörün düzenlenmesi altında yatan zayıflıklar, borçların genişlemesine ve kullanılan kaynakların da riskli, gelir getirme vadesi uzun yatırımlarda kullanılmasına izin verir durumdaydı. Böylelikle dışarıya olan sorumlulukları ifade eden kredi kullanımı ile iç kredi kullandırımının uyumsuzluğu sorunu doğdu. Bu sorun, bankalarda, banka dışı finansal sektörlerde ve döviz kuru riski üstlenen şirketlerde olumsuz etkilere sebep olmaktaydı.
- Sıklıkla görülmekte olan, şirketler ile bankaların yakın ilişkisi, sermayenin verimli kullanılmasını engelleyen bir zayıflıktı. Ayrıca bu sorun, yurt dışından ek kaynak sağlanmasını da zorlaştırmaktaydı. Ortaya çıkan bu durumdan dolayı, faiz ve döviz kuru şokları görülmekteydi.
- Özellikle Endonezya'da politik kararsızlıklar artmıştı.

Buraya kadar yapılan açıklamalarda, Doğu Asya ekonomilerinin, kriz öncesindeki, kısa vadeli borç yapıları, yabancı sermaye miktarları, büyüme oranları, cari işlemler açıkları incelenmiştir. Söz konusu ülkelerin, Doğu Asya ve Asya genelindeki diğer ülkelerle karşılaştırmalı incelenmesini ise, Tablo-21 yardımıyla görmek mümkün olmaktadır.

²⁵⁵ Masahiro Kawai, Richard Newfarmer, Sergio Schmukler, **a.g.e.**

Tablo 21: Doğu Asya Ekonomilerinde Net Sermaye Hareketleri (Milyar dolar)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Asya Ülkeleri Toplamı</i>										
Özel Sermaye Akımları	112,6	172,1	136,3	226,9	215,9	147,6	75,1	80,5	70,9	127,8
-Direkt yatırımlar	35,4	59,4	84,0	92,6	113,2	138,6	143,3	149,8	153,0	144,6
-Portföy yatırımları	56,1	84,4	109,6	36,9	77,8	52,9	8,5	23,3	30,4	33,5
-Diğer Yatırımlar	21,0	28,3	-57,3	97,4	24,9	-43,9	-76,7	-92,5	-112,5	-50,3
Resmi Akımlar	21,2	17,2	3,4	11,7	0,4	23,5	44,7	3,0	14,4	6,6
Rezervlerdeki Değişim	-56,9	-63,7	-63,6	-117,9	-114,2	-73,1	-37,8	-78,5	-102,2	-100,7
<i>Asya'daki Beş Ülke</i>										
Özel Sermaye Akımları	29,0	31,8	36,1	74,2	65,8	-20,4	-25,6	-24,6	-40,6	-18,1
-Direkt yatırımlar	7,3	7,6	8,8	7,5	8,4	10,3	8,5	10,2	12,0	7,2
-Portföy yatırımları	6,4	17,2	9,9	17,4	20,3	12,9	-6,0	6,3	6,6	3,0
-Diğer Yatırımlar	15,3	7,0	17,4	49,2	37,1	-43,6	-28,2	-41,1	-59,2	-28,3
Resmi Akımlar	2,0	0,6	0,3	0,7	-0,4	17,9	19,7	-4,7	5,0	-1,9
Rezervlerdeki Değişim	-18,1	-20,6	-6,1	-18,5	-5,4	30,5	-52,1	-44,5	-17,2	-20,3
<i>Doğu Asya'daki Diğer Ülkeler</i>										
Özel Sermaye Akımları	-8,3	25,6	27,5	30,8	38,3	19,0	-17,0	-2,5	10,6	10,3
-Direkt yatırımlar	8,4	26,3	38,3	39,1	44,6	45,1	49,7	39,6	41,3	39,3
-Portföy yatırımları	2,6	4,6	1,8	-3,2	-7,4	-9,4	-11,9	-11,9	-0,4	-3,5
-Diğer Yatırımlar	-19,3	-5,3	-12,7	5,1	1,1	-16,7	-54,7	-30,2	-30,4	-25,6
Resmi Akımlar	8,3	7,9	10,4	5,8	4,1	3,7	7,9	3,8	5,1	8,6
Rezervlerdeki Değişim	-6,6	-16,6	-47,3	-27,6	-44,8	-46,7	-18,2	-15,9	-32,9	-40,2

Kaynak: S. Rajan Ramkishan, "International Financial Liberalisation in Developing Countries: Lessons from Recent Experiences", **Centre For International Economic Studies Discussion Paper No. 0220**, July, 2002, <http://www.adelaide.edu.au/cies/0220.pdf>, 15 Haziran 2005.

Tablo-21'deki 1997 değerleri incelendiğinde (koyu renkle verilen değerler), özel sermaye akımlarında, kısa vadeli sermaye çıkışlarının bir sonucu olarak düşüşler görölmektedir. Oysa kriz yılı olan 1997'den önceki yıllara göz atıldığında tablo değerleri, sürekli artış yönündedir. Özellikle krize yakın iki yıl incelenirse, diğer yatırımlar içinde yer alan kısa vadeli sermaye akımlarının büyük sıçrama gösterdiği (krizin etkili olduğu beş ülke ekonomisinin verileri itibarıyla) görölmektedir.

Asya krizinin ardında, 1990'ların ilk yarısında gerçekleşen, büyük hacimlere ulaşan sermaye girişlerinin rolü bulunmaktadır. Sermaye girişleri içinde ise, doğrudan yabancı yatırımlar değil, banka ödünçleri ve portföy yatırımları etkili olmuştur. Kriz beklentileri 1997'de söz konusu akımların ani tersine dönüşüne sebep olduğu gibi, akımların tersine dönmesi; yerli paranın aşınması, faiz oranlarının yükselmesi, toplam çıktının (üretim) düşmesi ve finansal stres gibi makroekonomik baskılarla sonuçlanmıştır. Oysa ki 1997 yılına geldiğinde söz konusu ekonomilerde ciddi büyüme oranları görölmekteydi.²⁵⁶ Büyüme oranlarının artışı, aynı zamanda ithalatı da artırmakta ve cari işlemler açıkları üzerinde baskı yapmaktadır. Doğu Asya ekonomilerinden bazılarında, cari işlemler açığı kökenli ödemeler bilançosu dengesizlikleri mevcut olmakla birlikte, bu ülkelerdeki yüksek yatırım oranlarının varlığı ve cari hesap açıklarının, mali açıklardan kaynaklı olmadığı görölmekteydi. Buradaki asıl sorununun, yerli finansal sistemin zayıflıkları ve yönetim zafiyeti olduğu ileri sürölmektedir. Krizdeki etken bir diğer önemli faktör, uluslararası sermaye akımlarının güdüsü olarak belirlenebilir.²⁵⁷ 1990'larda başlayan yükselen piyasa ekonomilerine yönelik özel sermaye akımlarında, 1997'deki Asya krizinin etkisiyle bir gerileme başlamıştır. 1990'lardaki sermaye akımlarındaki yükselen piyasalara yönelişi önleyen ilk unsur 1994'de gerçekleşen "Meksika Peso Krizi"

²⁵⁶ Rudi Dornbusch, "Was It Different?", **Preventing Currency Crises in Emerging Markets**, Ed.by. Sebastian Edwards, Jeffrey A. Frankel, Chicago, The University of Chicago Press, 2002, p.445-446.

²⁵⁷ Stephany Griffith Jones, "Stabilizing Capital Flows to Developing Countries", **Paper Prepared For Conference on The East Asian Crisis, Held at The Institute of Development Studies**, 13-14 July, 1998, (evrimii) <http://www.ids.ac.uk/ids/global/conf/pdfs/sgj3.pdf>, 22 Mart 2005.

olmuştur. Yatırımcılar, hızla portföy yatırımlarını Latin Amerika ülkelerinden çekerek, Asya ve Doğu Avrupa ülkelerine doğru kaydırmışlardır.²⁵⁸

2.4.2.2.2. Krizin Canlanması

Tayland'da yeni maliye bakanının göreve başladığı 25 Haziran 1997 günü, daha önce 30 milyar dolar olduğu sanılan Merkez Bankası rezervlerinin gerçekte 1.1 milyar dolar olduğu, bunun ise ancak ülkenin iki günlük ithalatını karşılayacak düzeyde olduğu ortaya çıktı. Haberin piyasaya sızması, Tayland bankalarının dış kredilerinin donmasına, borsadaki yabancı fon yöneticilerinin ellerindeki ülke milli parası olan baht'tan ve baht'a dönüştürülebilir likit kaynaklardan kurtulma yarışına başlamasına neden oldu.²⁵⁹ Tayland deneyimi, Asya ülkelerindeki mali sektörün zayıflığını, denetim ve gözetim yoksunluğunu göstermesi yanında, Asya ülkelerindeki mali sektörde (diğer sektörlerde de görülmekle birlikte), çok önemli olan, şeffaflığın bulunmadığını da göz önüne sermiştir. Asya tecrübesi sonunda; bir takım rakamların, başka rakamlar arkasına gizlendiği ve ilk görüşte, ilk bilançolara ya da çeşitli göstergelere bakıldığı zaman algılananların gerçek olmadığı ortaya çıkmış oldu.²⁶⁰

1997 Asya krizinde Tayland ve Endonezya krizi en ağır etkileriyle yaşayan ülkeler olmuşlar, bu ülkeleri ise, Malezya ve Güney Kore izlemiştir. Tayland'da başlayan kriz etkileri incelendiğinde, ihracat performansı zayıflayan ve yabancı para cinsinden aldığı borçları biriken ekonomide, hükümetin nominal döviz kurunu sabit tutamayacağı beklentisi güçlendiği görülmektedir. Sermaye kaçışını başlatan bu etki, Tayland para birimi baht'a aşırı değer kaybettirmeye başladı. Krizden etkilenen Endonezya, Malezya ve Filipinler'in ortak bazı özellikleri bulunmaktaydı. Söz konusu ülkelerde 1990 sonrasında artan cari açıklar, dış borç yükü gibi unsurlar, ekonomilerinin yavaşlamakta olduğunu göstermekteydi. Ülkelerde emlak

²⁵⁸ IMF, "The Asian Crisis: Capital Markets Dynamics and Spillover", (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>, 10 Ağustos 2005.

²⁵⁹ Attila Sönmez, **a.g.e.**, s.386.

²⁶⁰ A. Mahfi Eğilmez, "Finansal Kriz ve Türkiye'ye Etkileri: İleriye Dönük Beklentiler", **Ekonomik Kriz: Etkileri, Önlemleri ve Yönetimi**, Haz. MESS Araştırma, İstanbul, Türkiye Metal Sanayicileri Sendikası (MESS) Yayınları, 1999, s.11-12.

piyasasında şişkinlik ve aşırı yatırımlar vardı. Sonuçta Tayland, spekülasyona Temmuz 1997'ye kadar dayanabildi ve baht'ı dalgalanmaya bırakmak zorunda kaldı.²⁶¹ Asya krizi öncesinde, Doğu Asya ülkelerinde iç kredi hacmi genişlemesinin diğer ucunda, kredilerin verimli reel yatırımlarda kullanılmak yerine spekülasyon alanlarına yönlendiği gözlenmektedir. Bu dönemde gayri menkul ve hisse senetleri piyasası çok fazla genişlemiş, hatta emlak piyasasında oluşan yüksek fiyatlar, yeni kredilerin temininde de teminat olarak gösterilerek, kredi genişlemesi en yüksek noktaya çıkmıştır. Ülkeye giren hızlı sermaye akımı, bir yandan bankaların bu fonları üretken yatırımlara yönlendirmesini güçleştirirken, diğer yandan da sermaye hareketlerinin düzenlenmesi ve denetimi konularında Merkez Bankaları'nın yükünü artırmaktadır.²⁶²

1996'da beş Asya ekonomisine (Tayland, Malezya, Güney Kore, Endonezya, Filipinler) giren net özel sermaye akışı 9.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bir yıl sonra tahmini olarak 12.1 milyar dolarlık bir çıkış yaşanmıştır. Yıl sonuna kadar bu ülkelerden çıkan miktar 105 milyar dolar seviyesindedir. Bu rakam söz konusu ekonomilerin GSYİH'sının yaklaşık %10'dan fazlasına denk düşmekteydi. Bu süreç Asya ekonomilerinin tahmin edilemeyen bir ekonomik kriz yaşamalarına sebep olmuştur. Asya ülkelerindeki kriz, likit kısa vadeli sermayeye bağımlılığın, tehlikeli bir strateji olduğu dersini dünya ekonomilerine göstermektedir.²⁶³

Tayland, Endonezya ve Kore'de krizin patlamasında en önemli sebeplerden biri, sermaye akımlarının tersine dönmesidir. Uzun bir dönemi takip eden ekonomik büyüme esnasında Doğu Asya ekonomileri, 1990'larda sermaye akımlarını kendilerine çekti. Bu akımlar içinde kısa vadeli sermaye akımları önemli bir yer tutuyordu. Tayland'da 1994-1996 yıllarında, sadece kısa vadeli sermaye akımı girişi, ortalama olarak GSYİH'nin %5'i olarak hesaplanmıştır. Söz konusu ülkelerin ekonomilerindeki yükselişin diğer bir sebebi de 1990'larda Avrupa ve Japonya'daki zayıf ekonomik büyümedir. 1995 Meksika finansal krizinden sonra, Asya ekonomilerinin portföy çeşitliliğine gitmesi, uluslararası yatırımcılar tarafından da

²⁶¹ Hakan Ercan, **a.g.e.**, s.36-37.

²⁶² Gülten Demir, "IMF modeli ve Krizler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.213, Aralık 2003, s.71.

²⁶³ Dani Rodrik, **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Dışa Açılma Nasıl Gerçekleştirilmeli?**, Çev. Sultan Gül, İstanbul, Sabah Kitapları, 2000, s.82-83.

istenmekteydi. Yerli finansal kuruluşlar buna rağmen, yeterli çeşitleme gücüne ve kaynakları verimli kaynaklara dönüştürme gücüne sahip değillerdi. Bankalar, gayrimenkul ve hisse senetlerine yatırım yapmışlar ve varlık fiyatlarında artışa sebep olmuşlardır. Endonezya’da kısa vadeli dış borçların gerçek sahipleri, ülkedeki borçlu özel şirketlerdir. Kore’de, borç alan şirketlerin faaliyet alanı çeşitli limitlerle sınırlandırılmış olup, ülkedeki asıl borçlular bankalar ve onların yurt dışındaki muhabirleriydi. Borçluların ödeme güçlerinin şüpheye düşmesi üzerine, yabancı yatırımcılar fonlarını çekmeye başladılar. Bunun üzerine gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarında tahmin edilemeyen seviyede düşüşler görüldü. Krizin bölgeselleşmesi ve küreselleşmesiyle problemler büyümüştür. 1995 ortalarında dolardaki güçleniş, ülke paralarını dolara endeksleyen (dolara peg edilmiş) ülkelerde rekabet zayıflığına sebep oldu. Bu, esas olarak, kısa vadeli sermaye akımlarının yüksek getiri gücünün (spekülatif niteliğinin) bir etkisiydi. Endonezya ve Tayland’da ihracat büyümesi azaldı ve cari işlemler açıkları yükseldi. Ekonomi otoriteleri bu durumdan dolayı, geç kalmış bir hareket olarak, peg edilmiş kur sistemini terk etti ve yüzen kur sistemine geçti. Bahsedilenlerin yanında bölgede diğer bazı yapısal problemler vardı. Bunlardan bazıları, ticari kısıtlamalar anlamına gelen ticari monopollerin varlığı, ticarete miktar kısıtlamaları ve diğer ticari engeller, olarak sıralanabilir.²⁶⁴ Tayland, Malezya ve Kore’deki 1997 krizi, sermaye akımlarının etkilerinin bir sonucudur. Kriz öncesi dönemde biriken kısa vadeli sermaye girişleri, ülkeyi terk ederek kriz etkilerine sebep olmuştur. Çünkü bu akımların, ülkedeki düzensizlik durumuna vereceği tepki, yüksek volatiliteye sahip olmalarından dolayı, hızla geri dönmek şeklinde olmaktadır.

2.4.2.2.3. Krizin Genişlemesi

Asya’da 1997’deki kriz, ilk olarak Tayland’da milli para birimi baht’ın değerindeki düşüş ile başlayıp hızla yayılarak, bu etki, diğer Doğu Asya ekonomilerinin paralarındaki zayıflama şeklinde genişledi. 1997’nin ikinci yarısında

²⁶⁴ Ashir Mehta, “East Asian Crisis and Recovery: The Role of International Capital Flows”, **International Conference on Asian Crisis V: New Challenges and Opportunities for Post-Crisis Asia**, June 26-27, 2003, (Çevrimiçi) <http://faculty.washington.edu/karyiu/confer/kangwon03/papers/mehta.pdf>, 3 Haziran 2004.

Endonezya, Tayland, Kore, Filipinler ve Malezyya’da, milli paralar üzerinde %40’lara varan değer kaybı görüldü. Temmuz 1997-Nisan 1998 arasında Hong Kong’da, gayri menkul ve varlık fiyatlarında, yaklaşık %30 ile %40 arasında gerileme tecrübesi yaşanarak, bu ülkede son iki yıllık GSYİH’deki artış kadar bir gerileme görülmüş oldu. 1997’deki Asya’daki para krizinin belirtileri ve krizlerin gerçek sebepleri daha çok yapısal nedenlere dayandırılmaktadır. Asya ülkelerindeki 1980 sonrası cari işlemler hesabında görülen pozitif değerler, 1990’lardan sonra negatif değerler şekline dönüşmüş olup, bunun sebebi olarak da dünya ekonomilerindeki endüstrileşme ve ihracat sektörlerindeki gelişme gösterilmektedir. Asya ülkelerine yönelik yabancı sermaye akımı girişi 1996’da 100 milyar dolar olarak gerçekleşirken, 1997’nin ikinci yarısında, bu rakam ile aynı miktarda bir sermaye çıkışı yaşanmıştır.²⁶⁵ Öncelikle Tayland ekonomisinde başlayan sermaye kaçıışı, diğer ülkelerin de paralarını devalüe etmelerine sebep olmuş, o ülkelere de hızlı bir sermaye kaçıışı süreci başlatmıştır.

1989 yılında dar bir bantta dolar’a bağlanan Tayland parası baht; 1996’nın sonunda ihracatta düşme, cari açıklardaki artmanın etkileriyle kurdaki yükselişleri tutma için yapılan müdahaleler, yeni devalüasyon beklentilerini artırarak, sermayenin kaçmasına sebep olmuştur. Temmuz 1997’de sabit kur kaldırılıp baht devalüe edilmiştir. Tayland’daki bu gelişme Güney Doğu Asya bölgesinde finansal panik (Domino etkisini başlatmış oldu) yaratmıştır. Baht’ın devalüasyonundan sonra aynı yıl içinde Filipinler 11 Temmuz’da peso’nun, Malezyya 14 Temmuz’da ringgit’in, Endonezya 14 Ağustos’ta rupiah’ın, Tayvan 17 Ekim’de yeni Tayvan doları’nın dalgalanmasına izin vermiştir.²⁶⁶

Büyük krizler Asya kaplanları olarak anılan ülkeleri adeta “vejetaryen” haline getirmiştir. 1990’lardan önceki dönemde uzun yıllar fabrika yaratmaya yönelik ve ihraç mallarını teknoloji yoğun hale getirmek için ülkeye yönelen yabancı sermaye, 1990’da bir anda spekülasyon işlemlere kaymıştır.²⁶⁷ Asya ülkelerindeki yükseliş trendine rağmen ve bu yüzden de Asya kaplanları olarak anılan ülkelerin, yükselen

²⁶⁵ Raj Aggarwal, “Restoring Growth in Asia After the Late 1990s Economic Crisis: Need For Domestic and International Economic Reforms”, **Multinational Business Review**, Vol.7, Fall 1999, s.22-31.

²⁶⁶ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.35-36.

²⁶⁷ Osvaldo De Rivero, **a.g.e.**, s.70.

piyasalar olarak lanse edilmeleri sermayeye adres göstermiş, ekonomik krizin hazırlayıcısı olmuştur.

Güney Doğu Asya krizinden şu sonuçları çıkarmak mümkündür.²⁶⁸

- Bankacılık sisteminin önemi ortaya çıkmıştır. Kriz ülkelerindeki bankacılık sistemi zaafı, krizlerin derinleşmesinde önemli rol oynamıştır.
- Ekonomilerinde yüksek cari açıkları ve bütçe açıkları bulunan ülkeler krizden en çok etkilenen ülkeler olmuşlardır.
- Makro ekonomik dengelerle kur politikalarının uyumlu olmaması, spekülasyon ataklara hedef olarak, krizin yayılmasına katkıda bulunmuştur.
- Son olarak ise; ekonomilerinde dengesizlik, kur politikalarında uyumsuzluk bulunmayan ülkelerin bile krizlere karşı tamamen güvence altında olmadıkları anlaşılmıştır. Zira yatırımcıların beklentileri ve davranışları yayılmaya etken olabilmektedir.

Krizden en az etkilenen Doğu Asya ülkelerinin (Çin, Tayvan, Singapur, Hong Kong) özellikleri şunlardır.²⁶⁹

- 1990 sonrasında söz konusu ülkelerde ticaret fazlası ve cari hesap fazlası görülmektedir.
- Bu ülkelerin, ticaret fazlalıkları sebebi ile de düşük düzeyde dış borçları vardır. Hatta Tayvan net dış kreditedir.

Krizden en çok etkilenen Asya ülkelerinin (beş ülkenin), kısa dönemli banka borcuna miktar olarak bakıldığında ise, 1993'de 93 milyar dolar olan miktarın, 1996'da 152 milyar dolar'a çıktığı²⁷⁰, görülmektedir.

- Çin dışındaki ülkelerin, güçlü bir mali sistem ve bankacılık sistemi bulunmaktadır.
- Döviz rezervleri yüksektir. Singapur gibi küçük bir ülkenin 125 milyar dolarlık rezervi bulunması oldukça çarpıcıdır.

²⁶⁸ DPT, Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu: Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, s.40.

²⁶⁹ Rıza Yörükoğlu, a.g.e., s.55.

²⁷⁰ A.e., s.52.

- Özellikle Tayvan ve Hong Kong, diğer ülkelerin hastalığı olan “Kronik Kapitalizmi”ni büyük ölçüde aşmışlardır. Söz konusu deyim, mali kurumların, güvenlik birimlerinin, siyasi grupların, şirket yöneticilerinin iç içe geçerek, ortak çıkarlara sahip bir klüp, karanlık bir oligarşi haline gelmesini ifade etmektedir. (Kore, Malezya ve Endonezya’da bu olumsuz etkiler ileri düzeyde görülmektedir.)

Krizle uğrayan ülkelerin buna ortam hazırlayan politikaları esas olarak, politik yozlaşma, pazar ekonomisine hükümet müdahalesi gibi ana sorunların alt sorunları olmaktadır. Hükümetlerin kendilerine yakın kesimlere sağladıkları krediler, yüksek faizler, mevduat ve kredi faizleri arasındaki dar açıklık, aşırı değerlenen döviz kuru, yetersiz finansal alt yapı gibi bir çok alt sorun bulunmaktadır. Bu sorunları gören kısa vadeli sermayenin ülkeye terk etmesi de krizin patlak vermesine sebep olmaktadır. Tecrübeler göstermektedir ki, sıcak para ile büyüme finanse edilememektedir.²⁷¹

Güney Doğu Asya krizinin nedenlerini şu ana başlıklarla açıklamak mümkündür:²⁷²

- Kriz ülkelerinin performanslarına güven duyulması ve ekonomik mucizenin krize dönüşmesi: Söz Konusu ülkelerin finansal piyasalarının gelişmelere uygun gerekli düzenlemeler yapılmadan, hızlı bir liberalleşmeye girmeleri ve diğer yandan bu ülkelerdeki mevcut sağlıklı büyümenin sürdürülebilir olduğu yönündeki beklentiler, uluslararası sermayenin girişine hacim ve hız kazandırmıştı. Kriz öncesinde büyüme rakamlarının ve dış ticaret performansları iyi olsa da; yanlış yönetilen döviz politikaları, finans piyasalarındaki sağlıksız yapılanma, cari işlemler açığı ve idari işbirliği zafiyetleri söz konusu ekonomilerin krize açık yapı sergilemelerine sebep olmuştur. Meksika’da, büyümenin düşük, paranın aşırı değerli olduğu bir durum kriz göstergesiyken; Asya’da sabit kurdan dolayı aşırı değerli bir milli para yine bir gösterge olarak kendini açıkça belli etse de yüksek büyümeden dolayı dikkate alınmamıştır.

²⁷¹ Hakan Ercan, **a.g.e.**, s.38.

²⁷² Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **a.g.e.**, s.111-120.

Cari işlemler açıkları ile bütçe açıklarının kapanmasına dış borçlanmayı kolaylaştırmak yoluyla yardımcı olmak ve enflasyonla mücadele amacıyla sabit kur sisteminin bir çözümlenmesinin yarattığı olumsuzluklar, yükselen piyasa ekonomilerinin krizlerle karşılaşmasında önemli bir etkidir.²⁷³ Tayland ve Endonezya’da yanlış “Peg Uygulamaları” yapılması ile de krizin etkisi artmış oldu. *Peg Uygulaması*, iç paranın herhangi bir dış paraya bağlanması, onu takip eder hale gelmesi ve otomatik olarak ona bağlı hareket etmesi olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu ülkelerde paranın Amerikan dolar’ına bağlanması etkiyi derinleştirmiştir. Bu ülkelerin dış ilişkileri Japonya ile olduğu için, yen’e “Peg” edilmeyen para uygulaması sonucunda, dolar-yen paritesindeki oynamanın da olumsuz etkileri yaşanmıştır.²⁷⁴

- Yabancı sermaye girişleri: Gelişmekte olan ülkelerdeki, uluslararası faiz oranlarına göre daha yüksek faiz oranı önerisi, kısa vadeli sermaye fonlarını bu ülkelere çekmiş ayrıca, belli başlı risklere karşı da güvence verilmesi bu girişi hızlandırmıştır. 1990’lı yıllarda döviz piyasalarının serbestleştirilmesi, çeşitli borç alma/verme faizleri ve yabancı doğrudan yatırımlar üzerinde sınırlamaların hafifletilmesi ya da kaldırılmasına dönük sermaye hesaplarının liberalleşmesi (deregülasyon) kriz riskini artırmıştır. Kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişlerindeki serbestinin artmasıyla, söz konusu ülkelerin para politikası araçlarının etkisiz hale gelmesi de hızlanmıştır.

Dışarıdan giren kısa vadeli fonların kullanılmasında da bir dizi hata yapılmıştır. “Miss Matching-Vade Uyumsuzluğu” adı verilmekte olan, fonlama vadesi ile kredi vadesi arasındaki uyumsuzluk, ödeme vadelerinin geldiği zamanda, sorumluluğun yerine getirilememesine neden olmuştur. Kriz öncesi dönemde Asya ülkelerinde gerçekleşen, kısa vadeli fonların uzun vadeli krediler olarak kullanılması bir hatadır. Yine bu bağlamda, yatırımların doyma noktasına gelmesi sonucunda, bu sefer de uzun vadeli

²⁷³ Yılmaz Akyüz, “Finansal İstikrarsızlığın ve Şokların Yönetimi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.221, Ağustos 2004, s.9.

²⁷⁴ A. Mahfi Eğilmez, **a.g.e.**, s.12.

getiriler sağlayabilecek “marjinal alanlara” sektörlere yatırım yapılması (gayri menkul sektörünün şişmesi) da bir başka ekonomi zafiyetidir.²⁷⁵

- Çin Cumhuriyetinde gelişmeler: Çin Halk Cumhuriyeti’nin 1994 yılında milli parasını devalüe etmesi, rakip mallar üreten Güney Doğu Asya ülkeleri için önemli bir sorun oluşturuyordu. Bölgedeki geleneksel ihracat pazarlarına hakim olmaya başlamasına imkan veren bu gelişme ile birlikte Çin’e giren yabancı yatırımlarda (doğrudan yatırım) artışlar başlamıştır. Çin aynı zamanda Doğu Asya ülkeleri için önemli bir pazar olduğundan, bölgedeki diğer ülkeler kendilerini Çin’e göre ayarlamak zorundadırlar.
- Japonya’daki gelişmeler: Doğu Asya kriz ile Japonya’nın üretim problemleri arasında bir bağlantı bulunmaktadır. 1995 yılında Japonya’nın milli para birimi yen’in değerindeki düşüş, Güney Doğu Asya bölgesinde bir ihracat avantajı sağlamasını ve doğrudan yatırımların diğer Güney Doğu Asya ülkeleri aleyhine azalmasına sebep oluştur. Bu aşamadan önce ise, Japonya’da 1980’li yıllarda firma karlarının yükselişe geçmesi, hisse senedi fiyatlarını da yükseltti. Bu yıldan itibaren Japonya ekonomisi spekülative bir sürece girmiş oldu. 1997 yılında Japon hükümetinin krize çözüm yolu olarak, yen’in zayıflatılması yönündeki politikalar, Asya krizinin bir etkeni olmuştur. Japonya’nın İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra izlediği kalkınma stratejisi olan tasarruf oranlarının yüksek tutularak bankalarda biriken fonların sanayiye yönlendirilmesi, 1980’lere kadar başarılı bir politika olarak uygulandı. Bu tarihlerde iç piyasanın söz konusu fonlara doygun hale gelmesi, biriken fonların Asya ülkelerine koşulsuz krediler şeklinde yansımaları yoluyla kullanıldı. Japonya’da emlak fiyatlarında ve borsada şişkinliğe sebep olan bu fonlar, aynı etkiyi “Asya Kaplanları”nda da yaparak global krizi tetiklemiştir.²⁷⁶

Ekonomik krizler sebebiyle yükselen piyasa ekonomilerinin iflası sonrasında IMF’in, serbest pazar ilkelerini ihlal ederek Asya ekonomilerine mali paketler hazırlaması, batılı fon sahiplerinin fonlarını kurtarma çabası olarak

²⁷⁵ A. Mahfi Eğilmez, **a.g.e.**, s.12-13.

²⁷⁶ Vedat Akman, **a.g.e.**, s.20-21.

nitelendirilmektedir. Serbest ekonomilerin dikkatsiz yatırımcıları cezalandıran “iflas” mekanizması böylelikle etkinsiz kalmakta ve IMF tarafından savunulan serbest piyasa ilkesi yine kendisi tarafından bozulmaktadır.²⁷⁷ Bu şekilde, ekonomik krizden kurtulma reçetesi olarak önerilen paketler, ekonomiyi daraltıcı önlemler içermekte ve toplumun krizden etkilenen kesimine ağır yükler getirmektedir. Daraltıcı politikalar, işsizliği daha da artırmaktadır. Söz konusu krizlerin reel ekonomiyi etkilemesinin bir sonucu olarak negatif büyüme ve işsizlik oranları artışı görülmektedir.

Tablo 22: Güney Doğu Asya’daki Kriz ülkelerinde İşsizlik Oranları (1996-1998)

ÜLKELER	1996	1997	1998	% Değişim 1997-1998
Endonezya	4,9	4,7	5,4	14,9
Kore	2,0	2,6	6,8	161,5
Malezya	2,6	2,6	4,0	53,8
Filipinler	8,6	8,7	10,1	16,1
Tayland	2,0	2,2	5,2	136,4

Kaynak: Gordon Betcherman, Rizwanul Islam, “East Asian Labor Markets: And The Economic Crisis”, **World Bank Publications**, (Çevrimiçi) [Http://Wdsbeta.Worldbank.Org/External/Default/Wdscontentserver/Iw3p/Ib/2001/03/30/000094946_01032006582817/Rendered/Pdf/Multi0page.Pdf](http://Wdsbeta.Worldbank.Org/External/Default/Wdscontentserver/Iw3p/Ib/2001/03/30/000094946_01032006582817/Rendered/Pdf/Multi0page.Pdf), 23 Temmuz 2005.

Tablo-22 incelendiğinde, krizden etkilenen beş ülkenin işsizlik oranlarının 1997-1998 değişimine bakıldığında yüksek artışlar görülmektedir. Özellikle Tayland, Kore ve Malezya’da işsizlik oranları çok fazla artmıştır.

Asya krizinin dünya ekonomilerine yayılma etkisi göstermesi iki şekilde olabilmektedir. Birincisi; yatırımcılar, riskli buldukları gelişmekte olan ülkelere fonlarını çekerek, daha az kazançlı fakat sağlam gördükleri ülkelere fonlarını yönlendirmişler, bu da krizin olmadığı gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayenin çekilmesiyle finansman olanaklarını kaybetmelerine ve yabancı sermayenin çıkışından zarar görmelerine sebep olmuştur. İkincisi; krizden etkilenen Asya ülkelerinin iç taleplerini kısımları ve gerçekleştirdikleri devalüasyonlar, kriz

²⁷⁷ Osvaldo De Rivero, a.g.e., s.51

ülkelerine rekabet avantajı sağlamış (ihracatları artmış), diğer ülkelerin ihracat gelirlerini ise olumsuz etkilemiştir.²⁷⁸ 1980'lerden sonra Asya'da fabrikalar kuran, büyük ihracat merkezleri oluşturan yabancı sermaye, artık spekülatif bir nitelik kazanarak yükselen ekonomileri iflasa sürükleyebilmektedir.²⁷⁹

2.4.2.3. Brezilya Krizi-1998

2.4.2.3.1. Krizi Hazırlayan Sebepler

Brezilya ve diğer Latin Amerika ülkeleri'nden Kolombiya, Meksika, Ekvator gibi ülkeler, Doğu Asya ve ardından da Rusya krizlerinin "Domino" etkilerini üzerlerinde hissetmişlerdir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Latin Amerika ülkelerine yönelişi 1996 yılı ile birlikte hacim kazanmışken, bu fonların Brezilya'nın faiz yapısını bozması 1997 ekim ayında gerçekleşmiştir. 23 Ekim 1997'de başlayan süreçte, Asya krizinin de etkisiyle, Brezilya'da bulunan fonların daha güvenli görülen Hong Kong'a kayması Brezilya borsasına üç hafta içinde %40 değer kaybettirmiştir. Ardından yoğun sermaye kaçışının 1997-1998'de sürmesi, Kolombiya, Meksika ve Ekvator'un da ABD dolarına karşı devalüasyonu ile sonuçlandı. Bu ülkeleri, daha önce önemli miktarda sermaye çeken Arjantin'in, 2001 yılında Moratoryum ilan etmesi izlemiştir.²⁸⁰

Brezilya, günümüzde hızla sanayileşme çabası gösteren bir Latin Amerika ülkesi olsa da, 1950'de tarıma dayalı, kahve ve kakao ihracatçısı olan, dünyanın sanayi haritasında yer almayan bir ülkeydi. Oysa yakın tarihte Brezilya, savaş gereçleri ve imalat makineleri alanında önemli bir sanayi ihracatçısıdır.²⁸¹

Brezilya'nın enflasyon geçmişine bakıldığında yıllık enflasyon 1979'da %100 olan oran, 1983'de %200'e yükseldiği ve 1986'ya kadar da bu seviyede kaldığı, 1987'de %400'e, 1988'de %1000'e, 1990'da %2000'in üstüne çıktığı görülmektedir. Her başarısız istikrar çabası, enflasyonu önceki dönemlerin de üzerine çıkarmıştır. 1994'de adımları Brezilya'nın yeni para biriminden alan "Real Planı" ile fiyatlarda

²⁷⁸ DPT, **Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu: Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, s.39.

²⁷⁹ Osvaldo De Rivero, **a.g.e.**, s.104.

²⁸⁰ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.128-130.

²⁸¹ Peter F.Durucker, **a.g.e.**, s. 145.

istikrara ulaşılmıştır. Plan gereği, önceki dönemlerin aşırı önlemleri yerine, ülke parası Amerikan dolar'ına bağlanmıştır.²⁸² Real Planı'nın üç aşamalı bir stabilizasyonu kapsamaktaydı. Bunlar; kısa vadeli mali ayarlamalar, parasal reform ve nominal kur çapasının kullanıldığı döviz kuru sistemidir.²⁸³ Real Planı, Brezilya'da enflasyonu dikkate değer ölçüde kontrol altına almayı içermekteydi. Plan sayesinde 1994 de dört haneli enflasyon oranı, 1995'de iki haneli seviyelere ve 1998'de de %2'lerin altında bir düzeye gerilemişti. Plan aynı zamanda ekonomik büyümeyi de güçlendirmişti. 1994-1997 yılları arasında yıllık ortalama Gayri Safi Yurtiçi Hasıla %4 olarak gerçekleşmişti. Temmuz 1995- Aralık 1998 arası dönemde reel faiz oranları yıllık ortalama %22 olarak gerçekleşmişti. Reel ücretlerde de yükselişler görülmekteydi. 1993-1995 döneminde çeşitli ücret ayarlamalarına başvurulmuştu. Bu ayarlamalar, ihracattaki ve dayanıklı tüketim malları üretimindeki patlamaların bir sonucuydu. Yüksek faiz oranları, finans sektörüne sermaye çekilmesine ve dengesizliklere sebep oldu. Politika yapıcılar ise, mali ve ticari açıklara karşı uygun politika seçenekleri belirlemek ile sermaye akımlarının hareketliliği arasında seçim yapmakta zorluklarla karşılaşmaktaydılar.²⁸⁴

Brezilya ekonomisini, ödemeler dengesindeki etkiler yönünden dört döneme ayırmak mümkündür. Bu dönemler şöyle özetlenebilir.²⁸⁵

- 1953-1970 arası dönemde, katı yabancı sermaye kısıtlamalarının sonucu olarak, neredeyse Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın %1'i seviyesinde cari işlemler hesabı fazlası görülmüştü.
- 1971-1984 arasında, bu dönemde dünyada oluşan petrol gelirlerinin etkisiyle (petro-dolar), Brezilya ekonomisine yoğun sermaye girişi yaşanmıştır. Söz konusu girişler, GSYİH'nin %3'ü seviyesine ulaşmış olan cari işlemler dengesi açıklarının finansmanında kullanılmıştır.

²⁸² Dani Rodrik, **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Dışa Açılma Nasıl Gerçekleştirilmeli?**, s.75.

²⁸³ Eliana Cardoso, "Brazil's Macroeconomic Policies and Capital Flows in the 1990s", **Short-Term Capital Flows and Economic Crises**, Ed.by. Stephany Griffith Jones, Manuel F.Montes, Anwar Nasution, Oxford University Press, 2001, p.145.

²⁸⁴ Eliana Cardoso, Ann Helwege, "Currency Crises in the 1990s: The Case of Brazil", (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/%7Econfer/2000/brazil00/CardosoHelwege.pdf>, 12 Şubat 2005.

²⁸⁵ A.e.

- 1985-1992 borç krizlerinin olumsuz etkisi olarak da cari hesap dengesi, fazlalar ve eksikler arasında sürekli hareket etmiş, dönem sonunda ise bir dengeye varılabilmektedir.
- 1993-1997 yılları arasında cari hesap açıkları tekrar güçlendi ve bu açıklar da o güne kadar görülmemiş düzeydeki sermaye akımı girişleri ile finanse edilmiştir. 1995 yılındaki sermaye akımları girişi 29 milyar dolar'dan fazla olarak hesaplanmış, bu rakamın 20 milyar dolar'ı kısa vadeli sermaye akımı olarak belirlenmiştir. Dolaysız yatırımların payı ise 1996'da 9 milyar dolar seviyesinden 1997'de 16 milyar dolar seviyesine yükselmiştir.

2.4.2.3.2. Krizin Canlanması

Brezilya'daki önemli değişim Temmuz 1994'de ekonomi bakanı F. Henrique Cardoso'nun ülkeye tanıttığı, yeni bir para ve tasarruf programı olan "Real Planı" ile yaşanmıştır. Plan sayesinde Cardoso, Ocak 1995 seçimlerini kazanarak, 1990'da başlatılan, ekonomiyi yabancı rekabetine açma amaçlı özelleştirme politikalarına devam etmiştir. Söz konusu özelleştirmeler ve Real Planı sayesinde, 1994 Meksika krizine benzer etkiler görülmeye başlanmış ve ülke milli para birimi real, dolar karşısında aşırı değerlenmeye başlamıştır.²⁸⁶ Real Planı, para ve döviz kuru politikaları kullanarak enflasyonu baskı altına almayı amaçlamaktaysa da yerli tasarruf oranlarını düşürerek, cari işlemler açığının sürdürülemez hale gelmesine sebep olmuştur. Yüksek faiz oranları sebebiyle sermaye akımlarının ülkeye girişini özendirilen bu politikalar ilk etapta sermaye akımlarını ülkeye çekmeye yarasa da, daha sonra amaca ters düşer hale gelmişti. 1988-1991 arasında aylık ortalama 39 milyon dolar seviyesindeki sermaye akımı, 1992-1995 yılları arasında aylık ortalama 970 milyon dolar seviyesine yükselmişti. 1996'da bu rakam yıllık 33 milyar dolar'a, 1997'de ise 26 milyar dolar'a ulaşmıştı. Sonuçta parada aşırı değerlenmeye sebep olarak ekonominin çöküşünü başlatan bir sürece girildi.²⁸⁷ IMF, Brezilya'da 1998

²⁸⁶ Karen Mccann, Mary Nordström, "The Unique Risks of Emerging Markets Investments: A Perspective On Latin America", **Federal Reserve Bank of Chicago Publishers-Financial Markets Unit**, December 1996, (Çevrimiçi)

[Http://www.Chicagofed.Org/Publications/Capitalmarketnews/Uniquer.Pdf](http://www.Chicagofed.Org/Publications/Capitalmarketnews/Uniquer.Pdf), 15 Kasım 2004.

²⁸⁷ Eliana Cardoso, Ann Helwege, **a.g.e.**

ortalarında, döviz rezervleri üzerinde şiddetli baskılar oluşturan spekülâtif hareketler görölmekteyken, ülkenin mevcut kur rejimini devam ettirmesi konusunda gönülsüz de olsa destek vermekteydi. Ancak buna rağmen Aralık 1998’de şiddetli baskının yüksek düzeye ulaşmasıyla, Ocak 1999’da sabit kur sistemi (dövizle peg edilmiş sistem) çökmüş oldu. Sabit kur sisteminin çöküşünü hızlandıran bir diğer olgu da Rusya’nın borç sorumluluklarını yerine getiremeyeceğini ilan etmesi ile dünyada beliren uzun vadeli sermayenin yönetimi kriziydi.²⁸⁸ Sabit kur sistemi, spekülâtif atak durumunda, sürdürülebilirliği Merkez Bankası rezervlerine bağlı olan bir kur politikası olduğu için, söz konusu kur politikasını uygulayan ülkeler de spekülâtif saldırıların hedef noktası olmaktadır. Spekülâtif saldırılarla baş edilememesi sonucunda, sabit kur sistemi terk edilerek, kur dalgalanmaya bırakılmak zorunda kalınmaktadır.

1980’lerde borç krizi yaşamış olan Brezilya, uzun dönem enflasyon sorunları yaşamış bir ülkedir. 1981-1994 yılları arasında yıllık enflasyon oranı ortalama %100’ü aşmış, 1993-1994 yıllarında hiper enflasyon yaşamış (%2700), bu nedenlerle de çok sayıda istikrar programı devreye sokulmuştur. 1990-1994 arasında kamu sektörünü yapılandıran, yoğun bir özelleştirme programı devreye sokan ve dış rekabete açılan Brezilya’da, bu iyileştirmelerin olumlu etkilerinin 1993 yılı sonundaki Real Planı devreye sokularak sürdürülebilmesi amaçlanmıştır. Bu plan, parasal reform, mali ayarlama ve kuru çapa olarak kullanan politikalara dayanmaktaydı. Uygulanan politikalarla 1995’de enflasyon iki haneli rakamlara indirildi ve 1994-1997 arasında %4 büyüme sağlandı. Ancak tüketimde ve ithalatta yaşanan patlama cari açıkları artırdı ve bu açıklar da sermaye girişleri ile finanse edildi. Yüksek faiz hadleri ile sermayeyi çekebilme uğruna ise, kamu borçlarının GSMH’ya oranı 1995-1999 arasında iki kat arttı. 1998 seçimleri nedeniyle ise kamu borçları GSMH’nın % 8’ine ulaştı. Kamu açıkları iç borçlarla finanse edilirken, cari açıklar da sermaye akımlarıyla finanse ediliyordu. Sonuçta Real Planı altında milli paranın hızla değerlenmesi 1995 yılında başlayarak, son on yılın %30 üzerine çıkan bir reel değerlenme gerçekleşti. Cari açıklar yanında Rusya krizinin etkilerinin de

²⁸⁸ IMF, “The IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil”, **IMF Evaluation Report**, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/cac/pdf/all.pdf>, 25 Haziran 2005.

etkilerinin sonucunda milli para real, 1999 başında dalgalanmaya bırakıldı. Ocak ayında 1 dolar 1.2 real'e eşitken, Şubat ayında 2.5 olarak gerçekleşti.²⁸⁹

2.4.2.3.3. Krizin Genişlemesi

Real planı sayesinde enflasyon ve büyüme konularında başarısından, özelleştirme programı ile de gelişmekte olan ülkelere model olarak öne sürülmesinden dolayı uluslararası sermayenin hedefi olan Brezilya, politik kaygılar sebebiyle bütçe disiplini sağlayamamaya, finansman açığını kısa vadeli dış tasarruflarla (kısa vadeli sermaye) kapatmaya çalışmasının sonucunda kriz yaşamıştır. Bu krize diğer bir etken de Rusya krizinin yarattığı olumsuz havadır. Brezilya ekonomisinden, Rusya'daki krizi takip eden üç ay içinde 30 milyar dolar'lık bir sermaye kaçıışı yaşanmıştır. Bu gelişmelerle birlikte, ülke parası real'in dolar'a peg edilmesi ve faizlerin yüksek seviyesinin real'i aşırı değerli hale getirmesi, devalüasyon beklentilerine sebep olmuştur. Sonuçta real, 13 Ocak 1999 tarihinde %8.3 devalüe edilmiştir.²⁹⁰ Brezilya krizi bu yüzden Rusya krizi etkisi dikkate alınarak açıklanmakta, krizin, Rusya krizinin sebep olduğu olumsuz dünya konjonktürünün etkisiyle, kısa vadeli sermaye akımlarının Brezilya ekonomisini terk etmesinin etkilerinin bir sonucu olduğu ileri sürülmektedir.

2.4.2.4. Rusya Krizi-1998

2.4.2.4.1. Krizi Hazırlayan Sebepler

1991-1997 yılları arasında GSYİH'sı sürekli olarak bir önceki döneme göre küçülen geçiş ekonomisi (liberal demokratik sistemi ve batılı anlamda serbest piyasa ekonomisini oluşturmaya çalışan) Rusya, bu yapıdan kaynaklanan bir enflasyon ile karşı karşıyaydı. Ayrıca 1990'larda başlayan piyasa ekonomisine geçiş süreci ile yabancı ve özel sermayenin bankacılık sektörüne dahil olmaya başlayarak, devletin verdiği yüksek faizli borçlanma kağıtları sayesinde yüksek kar marjlarıyla çalışan

²⁸⁹ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.41-42.

²⁹⁰ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.336.

bankacılık sektöründe çok sayıda denetimsiz banka kuruldu. Bir diğer olgu da, kayıt dışı ekonominin ve mafyanın, ülkede yüksek düzeyde yaşanmasıydı. Öyle ki kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, Rusya ekonomisinin %50'si kadar olarak hesaplanıyordu. Vergi kayıplarını da artırarak sürekli bütçe açıklarına sebep olan anılan bu gelişmelere, 1997'deki Asya krizinin sermaye piyasalarında korku yaratarak değer kaybına (kısa vadeli sermayenin ülkeden kaçmasına) sebep olması da eklenince, Rusya ekonomisi borçlarını döndüremez hale gelmiştir.²⁹¹

Rusya'daki krizin kökeninde eskiye dayalı sorunlar olmakla birlikte, krizin oluşumunda kısa vadeli karlar peşinde koşan kısa süreli sermayenin spekülasyon davranışlarının etkisi bulunmaktadır. Diğer nedenler olarak ise, Asya krizi ve petrol fiyatlarındaki düşüşlerin ülkenin ihracat gelirlerini azaltması (-ki Rusya dış gelirlerinin %40'ını enerji hammaddelerinden sağlamaktadır ve söz konusu yıllarda karşılaşılan kayıp 10 milyar dolardır), bütçe açıklarının borçlanmayla finanse edilmesi, ulusal bankalarda etkin bir denetimin sağlanamaması, kötü bütçe yönetimi, artan yolsuzluklar sıralanabilir. 1998 yılı başından itibaren finansal piyasalarda kriz kendini göstermiş, şirket ve banka iflasları meydana gelmiştir. Kriz öncesi iki yılda, Rusya'daki finans ve kredi faaliyetlerindeki yabancı yatırım miktarı %229 oranında artış göstermiştir.²⁹²

Rusya'dan sermaye çıkışının temelindeki etkenler şöyle özetlenebilir:²⁹³

- Makroekonomik kararsızlıklar, politik çevrenin güvensizliği, yapılan yatırımların, Rusya'dan geri dönmesini şüpheye düşürmesi.
- Keyfi işleyen vergi sisteminin vergi kaçaklarını teşvik etmesi ve yurt dışından gelen fonların da kolaylıkla vergi otoritelerinin bilgisi dışında olabilmesi.
- Banka sistemindeki güvensizlikten dolayı, ülke tasarruflarının da yurt dışına gönderilmek istenmesi yönündeki istek.
- Edinilmiş malların korunmasındaki zayıflıklar yanında, yaygın rüşvet yapısı, varlıkların (portföylerin) Rusya'da biriktirilmesini zorlaştırması.

²⁹¹ Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **a.g.e.**, s.123-130.0

²⁹² Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.116-117.

²⁹³ Prakash Loungani, Paolo Mauro, "Capital Flight From Russia", **Research Department-IMF, Conference On Post-Election Strategy**, Moscow, April 5-7, 2000, (Çevrimiçi)
[Http://Www.İmf.Org/External/Pubs/Ft/Seminar/2000/İnvest/Pdf/Loung.Pdf](http://www.imf.org/External/Pubs/Ft/Seminar/2000/Invest/Pdf/Loung.Pdf), 7 Mayıs 2005.

- Sonuç olarak bu etkenlere bağılı olarak da özelleştirme önünde çıkan engellerin yabancıları korkutması.

Rusya'da 1990'lardaki yavaş gerçekleşen liberalizasyon ile, sermaye hesabı serbestleşmeye başladı. Bu doğrultuda banka sistemi, döviz piyasası ve pazar serbestliği uygulamalarına gidildi. Öncelikle sermaye hesabı serbestleşmesi, doğrudan yatırımlara verilen izinlerle oldu. 1994'de ise, yerleşik olmayanlara, sınırlı da olsa portföy yatırımı gerçekleştirilme hakkı tanındı. 1996'de yerleşik olmayanlar için yapılan portföy yatırımlarındaki bazı kısıtlama uygulamaları, cari işlemler hesabının, dışa açılmaya uyarlanması çalışmalarının bir parçasıydı. Sonunda 1998'e gelindiğinde, liberalizasyon süreci tamamlanarak yerleşik olmayanlara yönelik portföy yatırım kısıtlamaları kaldırıldı. Buna rağmen Ağustos 1998'de Rusya, sermaye kontrol uygulamalarını artırarak, borç moratoryumu ilan etti. Rusya'daki kriz, ekonominin dışa açılma etkisinin ödemeler bilançosuna olumsuz etki yapmasının ve banka sisteminin yardıma olan ihtiyacının bir sonucudur.²⁹⁴

2.4.2.4.2. Krizin Canlanması

Rusya'nın makro ekonomik temelleri açısından durumu, zayıf bir mali yönetim, yüksek bir borçlanmayla bütünleşmiş sıkı bir para politikasıyla düşürülen enflasyon ile belirginleşmekteydi. Aşırı yüksek dış borçlanma, ülkenin kriz beklentisine girmesi ile birlikte her an sermaye akışını tersine çevirebilir nitelikteydi. Sermaye hareketlerinin ve sabit kur politikalarının cesaretlendirdiği, ülkeye yönelik sermaye akımları, 1997'nin ortalarında tersine dışarıya kaçmaya başladı. Asya krizi ve petrol fiyatlarındaki düşüşlerle ihracat gelirlerinin azalması etkisine sebep olan dış şoklar ödemeler dengesi üzerinde baskı yaratırken diğer yandan bütçeyi borçlanmayla finanse eden hükümetin ruble'nin istikrarını koruma çabası, kamu kağıtlarının değerinin aşırı düşmesine yol açtı. Yabancı yatırımcılar hem kamu kağıtlarını hem de ruble satışlarını artırdılar. Bu da, kamu kağıtlarını kullanarak dışardan borçlanan bankaların, kağıtların değeri düşükçe borçlarını döndüremez hale

²⁹⁴ IMF, *Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization*, s.59-60.

getirdi. Rus hükümeti, 17 Ağustos 1998'de ruble devalüasyonuna giderek, özel dış borçlar için 90 günlük moratoryum ilan etti.²⁹⁵

2.4.2.4.3. Krizin Genişlemesi

1997 Asya krizi sonrasında yatırımcılar dikkatlerini Rusya üzerine çevirmiştir. Rusya ekonomisi, GSYİH'sının %8.2'si oranında bütçe açığı ve artan kısa vadeli borçlar sebebiyle kaygı uyandırmaktaydı. Rusya'nın 140 milyar dolar'lık dış borcuna ek olarak 70 milyar dolar da hazine bonusu (ortalama 11 ay vadeli) olmak üzere 210 milyar dolarlık borç yükü, GSYİH'ya oranlandığında %42'ler seviyesini ifade ediyordu. Buradaki esas sorun ise Rusya ekonomisinin vade yapısı kısa olan hazine bonusu borçlarının döndürülebilmesi için her ay 6 milyar dolarlık yeni dış tasarruflara ihtiyacı olmasıydı. Söz edilen bonoların yaklaşık 20 milyar dolarlık kısmının da yabancıların elinde olduğu tahmin edilmektedir. Bütçe gelirlerinin düşük olduğu ve kısa vadeli borçların bahsedilen yapısı, yabancıların kaygısını artırmaktaydı. Ayrıca kısa vadeli borçlanma, üretken yatırımların finansmanında kullanılmayıp, maaş ve ücret gibi cari harcamaların finansmanında kullanılmaktaydı. Finansman krizini aşabilmek amacıyla IMF ile imza edilen destek anlaşması sayesinde finansman imkanı sağlansa da devalüasyon spekülasyonları dindirilemeyerek (George Soros'un, rublenin %25 oranında devalüe edilmesi gerektiği yönündeki demecinin de etkisiyle), hükümet 90 günlük moratoryum ilan etmiştir.²⁹⁶

Rusya'yı krize iten sebepler özetle şunlardır:²⁹⁷

- Kronikleşmiş bütçe açıkları.
- Merkez Bankası'nın sıkı para politikası sonucu ruble'nin aşırı değerlenmesi.
- Bankacılık sektörünün yeterince gelişmemiş yapısı.
- Toplam ekonomi içinde kayır dışı ekonominin %50 seviyesinde oluşu ve buna bağlı olarak vergi kayıpları.

²⁹⁵ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e.**, s.40-41.

²⁹⁶ Vedat Akman, **a.g.e.**, s.104-105.

²⁹⁷ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.335-336.

- İktidar mücadelelerinin ülkede sürekli siyasi gerginliğe yol açması, bunun da reform çalışmalarının önünde engel oluşturması.
- Asya krizinin etkisiyle hammadde fiyatlarının dünyadaki düşüşünün Rusya'nın ihracatını olumsuz etkilemesi.
- Asya krizinin bir başka olumsuz etkisi olarak da, kriz sonrasında uluslararası fon sahiplerinin, finansal yatırımlarını Rusya'dan hızla çekmesidir. Bu hareket, ülkenin döviz rezervlerinin erimesine yol açması yanında hazineyi yüksek faiz politikası uygulamaya zorlamıştır.

2.4.2.5. Arjantin Krizi-2001

2.4.2.5.1. Krizi Hazırlayan Sebepler

Arjantin ekonomisinin önemli yapısal sorunlarını şöyle özetlemek mümkündür:²⁹⁸

- İhracatın GSYİH'daki payı %10 gibi düşük seviyelerde olan ülkede, esas olarak tarım ürünleri ihracatı yapılmaktadır.
- Sanayide iş gücü verimliliği çok düşük olan ülkenin, 1980-1996 yılları arasındaki verimlilik artışı %16 ile sınırlı kalmış durumdadır.
- Arjantin, tasarruf/GSMH oranı en düşük ülkelerden birisidir. 1990-2000 yılları arasında tasarrufların milli gelire oranı %15 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- Arjantin, yurt dışına sermaye kaçışının en yoğun olduğu ülkelerden biri durumundadır. 1990-2000 yılları arasında ödemeler bilançosunun net hata ve noksan kalemine bakıldığında, yıllık çıkışların ortalama 3 milyar dolar olduğu gözlenmektedir.

Arjantin ekonomisinde 1990 sonrasında, ülkenin dış borçlarını ödeme konusunda bağımsız karar verebilmesi anlamına gelen "Egemenlik Riski" nin düşürülmesi anlamında çalışmalar yapılmış ve çalışmalar etkisini göstererek ülkeye büyük miktarda sermaye girişi sağlamak suretiyle hızlı bir ekonomik büyüme süreci

²⁹⁸ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.208.

yaşanmıştır. 1990'larda büyük miktarda sermaye girişleri ve yüksek büyüme hızları görülmüştür. Fakat dış kaynaklı şoklarla (Meksika krizi, Asya krizi ve rakip ülke Brezilya'daki devalüasyonların etkisi) sarsılan Arjantin ekonomisinde, 1999 yılına gelindiğinde iktisadi büyüme tersine döndü ve ülke riski artmaya başladı.²⁹⁹ Ülke riski, fonlarını yönlendirecekleri ülke hakkında bilgi sahibi olmayan fon sahipleri tarafından yakından takip edilen bir göstergedir.

1990 yılında sabit kur uygulamasının bir sonucu olarak Arjantin ekonomisinde reel döviz kuru değerlenmiş ve bunun sonucu olarak da, rekabet gücü kaybı, dış ticaret açığı ve bunu finanse eden yüksek miktarda sermaye girişleri yaşanmıştır. Özellikle de ekonominin ithalatı artmış (tüketim artmış) fakat reel sektörün (aşırı değerli kur ve hizmet sektöründeki büyüme-mali sektör- sebebiyle) rekabet gücünün zayıfladığı bir dönem başlamıştır. Ülkenin risklilik düzeyini artıran gelişmeler, fon sahiplerinin Arjantin ekonomisine borç vermek için talep ettikleri faizi çok yükseltmiştir. Sonuçta Arjantin ekonomisi, borçlarını döndüremez ve dış kaynak bulamaz duruma gelerek, 1994-1995 yıllarında bir borç krizi ile karşılaşmıştır. 1995 krizinden sonra yeniden büyüme hızı artmaya başlasa da 1998 yılına gelindiğinde daralma süreci tekrar kendini göstermiştir. 1998 yılındaki işsizlik oranının %14'lere yükselmesi ve zaten düşük olan tasarruf oranlarının (%15) daha da düşerek %13'ler düzeyine gelmesi, yatırımların yabancı tasarruflarla finanse edilmesi gereğini artırmaktadır.³⁰⁰

²⁹⁹ Dani Rodrik, "Arjantin Çok Çalışmalı", s.16.

³⁰⁰ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.220-221.

Tablo 23: Arjantin ekonomisinde cari işlemler dengesi ve Sermaye akımları (1994-1999)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Cari işlemler dengesi	-11,158	-5,191	-6,843	-12,497	-14,603	-12,312
Net yabancı direkt yatırımlar	2,620	4,112	5,348	5,503	4,546	22,665
Net portföy yatırımları	8,389	1,893	9,832	10,887	8,337	-6,323
Diğer yatırımlar	341	-1,100	-3,451	835	4,990	-1,637
Rezervlerdeki değişim	-675	-2,311	3,258	3,162	4,090	2,013
Toplam sermaye akımı girişi	10,484	2,879	10,100	15,659	18,694	14,325
Direkt yatırım dışındaki sermaye girişi	7,864	-1,233	4,752	10,156	14,148	-8,340

Kaynak: Ricardo Ffrench Davis, Guillermo Larraín, “How Optimal are the Extremes? Latin American Exchange Rate Policies During the Asian Crisis”, **World Institute for Development Economics Research-WIDER Discussion Paper No. 2002/18**, January, 2002, <http://www.wider.unu.edu/publications/dps/dps2002/dp2002-18.pdf>, 20 Haziran 2005.

Tablo-23’den Arjantin ekonomisinde, yıllar itibariyle cari işlemler dengesi açıklarının arttığı ve bu açıkların da sermaye akımı girişleri ile finanse edildiği görülmektedir. 2001 krizine yaklaşan yıllarda ise, kısa vadeli sermaye akımlarının, ülkedeki olumsuz yapı sebebiyle ülkeyi terk ettiği fakat buna rağmen direkt sermaye yatırımlarının devam ettiği gözlenmektedir. Bunun sebebi kısa vadeli sermaye akımlarının, uzun vadeli akımlara göre çok fazla likit olmasıdır. Uzun vadeli sermaye, sabit sermaye yatırımın gerçekleştirilmesinden sonra, ülkeye bağımlı hale gelmektedir.

1990’lı yılların başında Arjantin’de uygulamaya konulan kapsamlı reform paketi, özleştirmeleri, sermaye piyasasının ve dış ticaretin dışa açılmasını, ulusal ve yabancı sermayeye eşit kuralları, ulusal piyasaların deregülasyonunu içermektedir. “Tekila Etkisi” nin belirginleştiği 1994 yılına kadar, paketin olumlu etkileri görülse de, bu olumlu dönemde bile kısa vadeli sermaye hareketlerinin ani duraklaması ve net sermaye girişinin net sermaye çıkışına dönme olgusuna karşı oluşan tepkiler,

finans piyasasının kırılganlığını göstermekteydi.³⁰¹ Meksika krizinden sonra, Arjantin ekonomisinde para kurulu ve sabit kur sisteminden vazgeçilmemesi, ülkenin uluslararası rekabet gücünün yıpranmasına ve cari açıkların artmasına sebep olmuştur. Bunların maliyeti olarak ise, ülkede 1995 yılında %-2.8 oranında küçülme ve %16.4 oranında işsizlik oluşmuştur.³⁰² Meksika krizi etkilerinin yanında, Güney Doğu Asya krizi, onun da bir uzantısı olarak gösterilen Rusya krizi ve son olarak da Brezilya'daki 1998 sonunda yaşanan kriz etkilerinden dolayı, ticari rakipleri devalüasyona giderken, Arjantin'in sabit kurda ısrar etmesi, uluslararası rekabet gücünü yitirmesine sebep olmuştur.³⁰³

Arjantin ekonomisindeki dış kaynakların, içinde bulunulan konjonktür etkisiyle ülkeyi terk etmesi sonucunda, 2001 yılının ilk yedi ayında uluslararası rezervlerde %40 oranında bir azalma yaşanmıştır. Kriz sinyali anlamına gelmek üzere de, kısa dönemli dış borç/uluslararası rezervler oranı 1998 sonrasında 1.20 seviyesine tırmanmıştır. Sonuç olarak, yabancı sermaye ile birlikte yurt içi sermayenin de ülkeden kaçması ve ülkenin dış borçlarını ödemek açısından riskli hale gelmesi faizleri sıçratmış, reel faiz oranı ekonominin büyüme hızının üzerinde seyretmeye başlamıştır. Bu gelişmelere ek olarak, 1998 yılı sonunda Brezilya'da yaşanan ekonomik krizin etkisiyle (Brezilya devalüasyonu), Arjantin'in rekabet gücünde yaşanan olumsuz gelişmeler hız kazanmıştır.³⁰⁴ 1990-2000 döneminde Arjantin ekonomisine dahil olan 80 milyar dolar doğrudan yatırım harcaması 150 milyar dolar da kısa vadeli sermaye hareketi olmak üzere, toplam 230 milyar dolarlık yabancı sermaye girişi olmasına karşın, Arjantin üzerine yapılan spekülasyonların sonucunda kısa vadeli sermayenin önemli bir kısmı geri dönmüştür.³⁰⁵

³⁰¹ Roberto Frenkel, "Arjantin: On-Yıllık Bir Konvertibilite Rejiminin Hikayesi", Çev. Kemal Çakman, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.195, Haziran 2002, s.14.

³⁰² Nurhan Yentürk, "Arjantin Krizi: Dış Borç İle Tango", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.193, Nisan 2002, s.57.

³⁰³ İrfan Kalaycı, "IMF Kışkacında Arjantin Ekonomisi: Bir Çöküşün Arkaplanı ve Türkiye Açısından Bazı Dersler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.203, Şubat 2003, s.73.

³⁰⁴ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.224.

³⁰⁵ İrfan Kalaycı, **a.g.e.**, s.73.

2.4.2.5.2. Krizin Canlanması

2001 yılında IMF, bir ek kaynak (8 milyar dolar) hazırladı ve bütçe açığının sıfırlanmasını da bu kaynak kullanımı için şart koştu. Hükümet hedefe ulaşmak için, yoğun tepkilere sebep olan, kamu çalışanları ve emekli maaşlarında %13'lük bir indirim uygulamasına gitti. Toplumsal ayaklanmalar sonucunda ekonomi yönetiminin istifa ederek, 2001 yılında, yaklaşık on yıldır sürdürülmekte olan sabit kur rejimi terk edildi.³⁰⁶

1990'dan 2001 ekonomik krizine kadar olan dönemi ikiye ayırmak mümkündür. Birinci dönemi, fiyat stabilizasyonunu takiben dört yıl süren 1995 resesyona kadar olan hızlı büyüme dönemi, ikinci dönemi ise, 1995 yılında tekrar büyüme aşamasına girilmesinden, 1998 yılından itibaren neredeyse dört yıl süren, uzun bir resesyon dönemi oluşturmaktadır. Bu uzun resesyon dönemi sonunda ise, 1990'ların parasal rejimini çökerten nihai kriz yaşandı. Söz konusu dönemlerdeki konjonktür evreleri ile sermaye hareketleri arasında sıkı bir korelasyon görülmekteydi.³⁰⁷

2.4.2.5.3. Krizin Genişlemesi

20 aralık 2001 tarihine gelindiğinde, bir süreden beri ekonomik istikrarsızlık yaşayan Arjantin'de halk, ekonomik krizi "toplumsallaştırarak" ve "siyasallaştırarak" sokaklara taşımıştır. Dönem hükümeti, IMF'den beklediği yardımı alamadığını ve ekonomiyi düzlüğe çıkaramayacağını ilan ederek, halkın da talebi doğrultusunda istifa etmiştir. Arjantin'de gittikçe artan işsizlik ve kamu açıkları, ekonomik krizle birlikte yoksulluk olgusunu beslemiştir.³⁰⁸ Oysa Üçüncü Dünya Ülkeleri'ne, Arjantin'in liberalizasyon programı, 1990'ların ortalarından başlayarak, uluslararası finansal kuruluşlar (IMF, Dünya Bankası), bölgesel finansal kuruluşlar (Amerikan Kalkınma Bankası v.b.) ve G7 ülkeleri tarafından örnek bir program olarak önerilmekteydi. Arjantin'deki o dönem hükümeti de halka, Arjantin'i dünyanın ileri

³⁰⁶ Nurhan Yentürk, *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*, s.226.

³⁰⁷ Roberto Frenkel, *a.g.e.* s.14-16.

³⁰⁸ İrfan Kalaycı, *a.g.e.*, s.69-70.

ülkeleri arasına sokacağına söz vermişti. Bugün ise Arjantin, dünyayla bütünleşememiş yapıda bir ülke konumundadır. Ekonomik kriz sonrasında resesyon/depresyon yaşanmasının yanında, banka sistemi çökmüş, işsizlik oranları çok yükselmiştir.³⁰⁹

2.4.3. 1990 Sonrası Ekonomik Krizlerin Sinyalleri

Dünyada son dönemde bir çok ülkeyi kapsayan, ciddi banka ve para problemleri (döviz kuru ve ödemeler bilançosu) tecrübesi yaşanmıştır. Bu problemler, ülkelerin maliyetlerinin yükselmesine, gelirlerinin düşmesine ve işsizlik oranlarının artmasına yol açmıştır. IMF'in bir çalışmasına göre, 1980-1995 arasında bu türden problemler 180 üzerinde ülkeyi tehdit etmiştir. Diğer bir IMF araştırmasına göre, belli bir zaman diliminde, 53 gelişmekte olan ülkede 158 para krizi ve 54 banka krizi tespit edilmiştir. 1996'da yapılan bir diğer araştırmaya göre ise, 1970-1995 yılları arasında 71 para krizi ve 25 banka krizi tespit edilmiştir. Yapılan söz konusu çalışmalar, krizlerin sebeplerini, aralarındaki benzerlikleri ve yayılma etkilerini saptamayı amaçlamaktadır. IMF'in yaptığı çalışmalar doğrultusunda, 53 ülkedeki 158 para krizi, ortalama olarak %4.3'lük bir Gayri Safi yurtiçi hasıla kaybına sebep olmuş, bu oran 96 kriz hesaba katıldığında ise %7.1 olarak saptanmıştır. Yine IMF çalışmaları doğrultusunda, 54 banka krizinin tahmin edilen çıktı kaybı, para krizlerinden daha yüksek bir düzeyde, GSYİH'nin ortalama %11.6 olarak saptanmış ve 44 kriz hesaba katıldığında ise bu rakam %14.2'ye ulaştığı gözlenmiştir.³¹⁰

³⁰⁹ James Petras, Henry Veltmeyer, **System in Crisis: The Dynamics of Free Market Capitalism**, Canada, Fernwood Publishing, 2003, s.68.

³¹⁰ George G. Kaufman, "Banking and currency crises and systemic risk: Lessons from recent events", <http://www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/2000/3qep2.pdf>, 20 Aralık 2004.

Tablo 24: Borç Krizleri ve 1990 Sonrası Krizler

DÖNEMLER	KRİZ ÜLKELERİ
1980'lerdeki Borç Krizleri	Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Ekvator, Meksika, Morokko, Nijerya, Peru, Filipinler, Uruguay, Venezuela, Yugoslavya.
1994-1995 Tekila Krizi	Meksika, Arjantin
Yakın Dönem uluslararası Finansal Krizler	Doğu Asya (Hong Kong, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Tayland, Singapur, Tayvan), Latin Amerika (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Venezuela), Rusya, Güney Afrika.

Kaynak: Steven B. Kamin, "The Current International Financial Crisis: How Much Is New?", **Board of Governors of the Federal Reserve System-International Finance Discussion Papers Number: 636**, June 1999, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1999/636/ifdp636.pdf>, 15 Eylül 2005.

Tablo-24'de yer alan 1980'lerdeki borç krizi ülkeleri, "Baker Planı" kapsamındaki ülkelere oluşturmaktadır. Diğer dönemler ise, para krizlerinin ya da ödemeler bilançosu bozulmaları ve ekonomik küçülmenin yaşandığı ülkeleri göstermektedir.

1990 sonrasında, incelenen ülkelere yaşanan ekonomik krizler, kriz öncesinde, ülkelerin makro ekonomik göstergelerinde kendisini hissettirmeye başlamıştır. dolayısıyla kriz, yaşandığı yılın değil aynı zamanda kriz öncesi yılların bir ürünüdür. Yaşanan ekonomik krizler sonucunda, krizlerin öncü göstergeleri konusunda araştırmalar yapılmıştır.

Ekonomik krizlerle ilgili olarak, çeşitli kriz modelleri oluşturulmuş fakat oluşturulan kriz modelleri, yeni krizleri açıklamada yetersiz kalmıştır. Krizler, bir takım sinyaller vermektedir. Bu sinyaller; beklenen enflasyon oranındaki artış (özellikle çekirdek enflasyon olarak nitelendirilen imalat sanayi enflasyonu), faiz oranındaki yükseliş, finansal piyasalardaki belirsizliğin artması, menkul kıymet piyasasında işlem gören firma ve banka bilançolarında aşınmalar, bankacılık sektöründe panik, menkul kıymet borsalarında ani düşüşler, para ikamesinin (Dolarizasyon) hızlanması, olarak sıralanabilir.³¹¹ Sayılan bu göstergelere ek olarak kriz sinyali olabilecek olumsuz göstergeler ileri sürülmektedir. Bunlar; Özel sektör

³¹¹ Kutlu Tekin Coşkun, a.g.e., s.10.

kredi artış oranı, para çarpanı, kısa dönem borç durumu, yurt içi faiz oranlarının yapısı, hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler, uluslararası rezervler, döviz kurlarındaki ani değişmeler, banka iflasları, çıktı artışı, enflasyon, reel döviz kuru (yıllık %10'dan fazla ülke parasının değerlenmesi), ticaret hadlerinde bozulma, sermaye akımları, iç kredi genişlemesi, kredi/mevduat oranı, cari açık/GSMH oranı (%4'den büyük olması) olarak sıralanabilir.³¹²

³¹² Mustafa Özer, **a.g.e.**, s.47-50.

Tablo 25: Krizlerin Belirtileri ve Temel Göstergeleri

BEKLENTİLER	GÖSTERGE	KRİTİK-ŞOK İŞARETİ	YORUM
Aşırı Borçlanma Çevrimi	-M2 para çarpanı -İç krediler/GSYİH -Finansal liberalizasyon (iç ve dış)	Pozitif Pozitif Pozitif	Bankacılık ve para krizleri, finansal sistemin liberalizasyonu ve sermaye akımlarındaki kısıtlamaların kaldırılması ile beslenen aşırı kredi artışı ile bağlantılıdır.
Banka İflasları	-Mevduatlar	Negatif	Bankacılık ve para krizleri banka iflaslarını izler.
Para Politikası	-Aşırı M1 para arzı	Pozitif	Gevşek para politikası, para krizini besler. Devalüasyon, bankacılık sektörünün sağlıklı işlemlerini bozduğu ölçüde, bankacılık krizini de tetiklemektedir.
Cari İşlemler Dengesi Problemleri	-İhracat -İthalat -Dış ticaret haddi -Reel döviz kuru	Negatif Pozitif Negatif Negatif	Aşırı değerlenmiş reel döviz kuru ve zayıf dış ticaret dengesi, para krizinin bir sebebidir. Rekabet gücünün kaybolması, ticari sorunlar, ve kredi kalitesinin düşmesi, bankacılık sektörünün kırılganlığını artırır. İhracatta büyük düşüşler, ticaret hadlerinin bozulması ve ithalat patlaması kriz belirtileri olarak görülebilir.
Sermaye Hesapları Problemleri	-Rezervler -M2/Rezervler -Reel faiz haddi ile dünya faiz haddi arasındaki açılma -Dış borçlar -Kısa vadeli dış borçlar	Negatif Pozitif Pozitif Pozitif pozitif	Yüksek dünya faiz hadleri sermaye kaçışına yol açtığından, para krizlerinin habercisidir. Ülkenin dış borçları arttıkça, sermaye hesabı problemleri önem kazanmakta ve borçların sürdürülebilirliği kuşkusu artmaktadır. Kısa vadeli borç artışı, ülkenin dış çoklar karşısında kırılganlığını artırmaktadır. Oluşan bir para krizi, bankacılık krizini de derinleştirmektedir.
Düşük Büyüme	-Üretim -İç reel faiz hadleri -Kredi/Mevduat oranı -Hisse senetleri fiyatları	Negatif Pozitif Pozitif negatif	Resesyon ve aktif fiyatlarının aşırı oynaklığı, finansal kriz habercisidir. Yüksek faiz hadleri likidite problemi habercisidir. Kredi/mevduat oranında artış ise, kredi kalitesinin bozulmasına yol açar.

Kaynak: Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve**

Finansal Düzenlemeler, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001, s.161.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ KRİZ ETKİLERİ VE EKONOMETRİK BİR MODEL

3.3. Türkiye Ekonomisinde Sermaye Liberalizasyonu ve Ekonomik Krizler

Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye akımlarının hareketi, 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar programının sonrasında alınan kararlara dayanmaktadır. Liberalleşmeyi takip eden dönemde ise, sermaye liberalizasyonunun etkisiyle 1990 sonrasında geniş hacimli likit fonlar, Türkiye ekonomisini getirisi yüksek ülke olarak görmüştür. Kısa vadeli sermaye akımlarının volatilitesi ise, Türkiye ekonomisinde ekonomik krizlerin yaşanmasına neden olmuştur. Türkiye’de bu doğrultuda, 1994, 2000 ve 2001 yıllarında ekonomik kriz yaşanmıştır.

3.3.1. Türkiye Ekonomisinde Sermaye Liberalizasyonu

1980 öncesi Türkiye ekonomisinde dış ticaret, finansal piyasalar ve mal piyasaları üzerinde kontrollü bir yapı gözlenmektedir. 1980’e kadar ithal ikameci bir yapı izlenmiş, bu dönemde devlet, hem yatırımcı hem de üretici olarak Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT) oluşturmuş ve bu yolla sanayileşme sağlama çabasına girmiştir.³¹³ Türkiye’de, 24 Ocak 1980 kararları ile, dış açıkları giderme, ekonomide devletin rolünü azaltma, fiyat istikrarı, kaynakların piyasa koşullarına göre tahsisini sağlama amacına yönelik bir ekonomik paket benimsenmiştir. 1980 yılını takip eden yıllarda dış borçların düzenli ödenmesi ve ihracatın artırılmasının etkilerinden dolayı, ülkenin kredi değerliliği yükselmiştir. 1980 istikrar programı, ithal ikameci sanayileşme stratejisinden, dışa yönelik kalkınma stratejisine doğru bir gelişme sağlamış, ticaret ve sermaye hareketlerine geçişi de mümkün hale getirmiştir. Bu

³¹³ Muharrem Afşar, *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, s.117.

doğrultuda Türk Lirası'nın konvertibilitesinin sağlanması yönünde kararlar alınmıştır. 29 Aralık 1983 tarihinde yürürlüğe giren 28 sayılı karar, Türk kambiyo rejiminin önemli gelişmesi olmuş, daha sonra da bu karar 2 Temmuz 1984'de 30 sayılı karar'a dönüştürülerek kambiyo rejiminin liberalizasyonuna yönelik önemli adımlar atılmıştır. Türkiye'de sermaye hareketlerine uygun ortam hazırlayan yasal dayanak ise 32 sayılı karar ve bu kararda değişiklik yapan 25 Aralık 1990 tarihli ek karar olmuştur. Sermaye piyasasının dünya piyasalarıyla entegrasyonunu amaçlayan bu karar doğrultusunda, bankaların ve aracı kurumların işleyişleri, satış prosedürleri, alım-satım yapılan menkul değerlerin gelir transferleri konusunda düzenlemeler yapılmıştır.³¹⁴ Bu karar öncesinde ise, 4 Şubat 1988'de mevduatlara uygulanan faizler serbest bırakılarak, döviz tevdiat hesaplarına zorunlu karşılık oranı getirilmesi benimsenerek, Türkiye ekonomisine yönelik hızlı bir kısa vadeli sermaye ve döviz girişi başlamasına zemin hazırlanmış, "Sıcak Para" olarak da isimlendirilen bu tip fonların Türkiye ekonomisi ile tanışması böylece gerçekleşmiştir. Bu dönemden sonra döviz rezervlerinde artışa bağlı olarak, milli paranın değer kaybı yavaşlatılmakla birlikte, artan iç borçlardan dolayı yüksek olan faiz oranları, devalüasyonun üzerinde seyretmeye başlamıştır. Bunu fırsat olarak gören yabancı spekülâtörler de ellerindeki fonları Türkiye'ye yöneltmişlerdir.³¹⁵ 24 Ocak 1980 istikrar tedbirleri, Dünya Bankası aracılığıyla sermayenin Türkiye'ye "pazarlandığı" ve piyasa serbestisi sayesinde sermayenin, emek yoğun bir ülkede, emeğe karşı güçlendirilmek istendiği bir dönemi başlatmıştır.³¹⁶

11 Ağustos 1989 tarihli 32 Sayılı Karar'la birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yanında döviz fiyatının uluslararası mali piyasalar ve Türkiye arasında karşılıklı fon alımlarıyla belirlenmesi anlamına gelmektedir. Merkez Bankası da bu karardan sonra neredeyse denetimini kaybederek, para politikası üreten değil sadece döviz rezervlerini idare eden bir kurum haline gelmiştir. Yabancı sermayeyi Türkiye'ye çekmeye dönük önlemler, döviz kuru ve faiz oranlarını da karşılıklı bağımlı hale getirmiştir. Yurt içi faiz getirisinin döviz getirisinden yüksek tutulması

³¹⁴ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997, s.104-105.

³¹⁵ Arzu İmren, Vedat Akman, **"Türkiye'de ve Dünyada Enflasyon: Enflasyon Olgusuna Genel Bir Bakış"**, İstanbul, Era Yayıncılık, 1994, s.41-42.

³¹⁶ Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi 1908-1985**, İstanbul, 6. Basım, Gerçek Yayınevi, 1998, s.121.

sonucunda reel faiz hadleri yükselmiş ve kısa vadeli sermaye akımları girişine olanak sağlanmıştır. Yüksek faiz ve düşük kur uygulaması ise, dış ticaret açıklarına sebep olmuştur. Üretici kesiminde zayıflığa sebep olan bu oluşumlar, reel ekonomiyi olumsuz etkileyerek, “Rantiye Kesimi” nin varlığını giderek artırmıştır.³¹⁷

Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararlarıyla birlikte, döviz kurlarında şok bir devalüasyon yapılarak, o zamana değin sabit kurun yarattığı aşırı değerlenmiş milli paranın bu özelliği bertaraf edilmiştir. 7 Temmuz 1984 tarihinde ise, Türk Parasını Koruma Kanunu Hakkında 30 Sayılı Karar ile kambiyo rejimi serbestleştirilmiştir. Bu karar ile birlikte yurtiçindeki yerleşiklere döviz tutabilme izni verilmiş, yurtdışında yerleşiklerin de ülke içinde tasarruflarını değerlendirebilmesi mümkün hale gelmiş, başka bir ifadeyle yurtdışından borçlanabilmenin yolu açılmıştır. Bundan sonraki aşama ise, 11 Ağustos 1989 yılında Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar olmuştur. Bu karar, Türkiye’de sermaye hareketlerini tamamen serbest hale getirmiştir. Söz konusu karar maddelerinin, sermaye hareketlerini ilgilendiren içerikleri şunlardır:³¹⁸

- Karar’ın 4. maddesinin çeşitli fıkralarında döviz serbesti şartlarına göndermeler yapılmaktadır. Döviz ithalinin serbest olması, hiçbir kayda tabi tutulamaması ve kaynağının araştırılmaması; yerleşiklerin döviz bulundurmaları, bankalar ve finans kurumlarından döviz satın almaları, dövizlerini bankalarda açtıkları döviz hesaplarında bulundurmaları, bankalar ve finans kurumları aracılığıyla yurt içi ve yurt dışında döviz tasarrufuna bulunmaları serbestisi; Türkiye’de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişilerden döviz kabul etmeleri serbestisi, ilkeleri benimsenmiştir.
- Karar’ın 15. maddesi ise, menkul kıymetlerle ilgilidir. Borsada kote edilen her türlü menkul kıymet ile hazine bonosu ve devlet tahvili alım satımı serbest bırakılmaktadır. Bu kıymetlere ait alım satım bedelleri ve gelir transferlerinin serbest bırakılması, sermaye hareketlerinin serbestleşmesini ifade etmektedir.

³¹⁷ Mehmet Şişman, **Mali Sermayenin Küreselleşmesi: Tarihselliği ve Problemleri Üzerine Değerlendirmeler**, İstanbul, Set Yayınları, 2003, s.106-109.

³¹⁸ Sadi Uzunoglu, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, Haziran 1995, s.95-102.

- Karar'ın 17. maddesinde ise, döviz kredisi esasları belirlenmiştir. Yerleşiklerin dışarıdan her türlü döviz kredisi temin etmesi, bankalar ve finans kurumları aracılığıyla olmak üzere serbest hale getirilmiştir.³¹⁹

11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren 1567 Sayılı Kanuna İlişkin 32 Sayılı Karar ile birlikte kur rejiminde serbestleşmeye gidilmesinin önemli bir adımı atılmış ve tam açık kambiyo dönemi başlamış olmaktadır. Bu kararın temel amaçları şöyle özetlenebilir:³²⁰

- Liberal bir kur sistemi kurarak, uluslararası finansal piyasalara entegrasyonu sağlamak.
- Milli paranın konvertibilitesini sağlayacak ortamı oluşturmak.
- Sermaye hareketlerini serbestleştirerek, yerli menkul kıymet piyasalarının gelişimini teşvik etmek.

Türkiye'deki finansal liberalizasyonun bir hedefi de, daha önceleri kontrole tabi olan nominal faizlerin, enflasyonun altında kalması sebebiyle eksiye düşen reel faizlerin artıya çekilmesini sağlamaktır.³²¹

1989 yılında yürürlüğe giren Türk Parasını Koruma Kanunu Hakkında 32 Sayılı Karar'la, dışarıda yerleşik tüm tüzel ve gerçek kişilerin Türkiye'de borsaya kote edilmiş şirketlere ait menkul kıymetleri satın alma imkanları sağlanmıştır. Bu doğrultuda oluşan her türlü gelirin transferi de serbest hale getirilmiştir.³²² Milli paranın konvertibilitesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile, döviz ve faiz, dış etkenlerce belirlenen değişkenlere dönüşmüştür. 1990-1993 döneminde Türkiye'de uygulanan yüksek faiz ve düşük kur uygulaması, 1990'larda başlayan sıcak para girişlerini artırmıştır. Bu önemde izlenen, kamu kesimi açıklarının vergi gelirleri ile değil de iç borçlanma ile finanse edilmesi, iç borçlanma faizlerinin

³¹⁹ Sadi Uzunoğlu, **Bankacılık**, Ankara, Kültür Bakanlığı Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, 1996, s.92.

³²⁰ Yasemin Türker Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Ankara, DPT Yayınları, 1998, s.62.

³²¹ Hakan Ercan, **Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye**, Ankara, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, 2000, s.43.

³²² Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim**, İstanbul, Beta Yayınları, 1996, s.542.

yükselmesine sebep olmuş, yükselen faizler de sermaye girişlerini özendirmiştir. Daha somut biçimde ise, finans kuruluşları (ya da spekülâtörler), devletin verdiği faiz ile döviz kuru arasındaki farkın büyük olacağını hissedip, döviz kredileri ile kamu kesimini finanse etmeye başlamışlardır. Böylelikle hem kısa vadeli, hem de pahalı bir finansman sağlanmış olmaktadır.³²³ 32 Sayılı Karar etkisiyle, finansal sistemin bankalar aracılığıyla yönlendirilmesi amaçlanmıştır.

Finansal serbestiyi takiben 1990'li yıllarda Türkiye'de faaliyet gösteren banka sayılarında ve buna bağlı olarak şube sayılarında da artışlar gözlenmektedir. 1990 yılında toplam 66 bankanın 6560 şubesi bulunurken, bu sayı 2000 yılı sonunda 79 bankaya ve 7837 şube sayısına ulaşmıştır. 2001 yılının ilk üç ayında ise banka sayısının 71'e, şube sayısının ise 7000'e gerilediği gözlenmiştir. 1 Eylül 2000 tarihinde faaliyete geçen BDDK, 10 Temmuz 2001 tarihine kadar 18 bankanın TMSF'ye devredilmesine karar vermiştir.³²⁴

Tablo 26: 1990-1997 dönemi Türkiye'de Sermaye Hareketleri (milyon dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
KVSH	3000	-3020	1396	3054	-5127	3713	5922	1606
Portföy Hareketleri	547	623	2411	3917	1158	237	570	1152
Doğrudan Yatırımlar	700	783	779	622	559	772	612	
Diğer UVSH	-210	-783	-938	1370	-784	-79	1636	1587

Kaynak: Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul, İTO yayınları, 1998, s.48.

Tablo-26'da sermaye hareketlerinin, Türkiye ekonomisindeki 32 Sayılı Karar sonrasındaki hareketi gözlenebilmektedir. Tablodaki değerler itibariyle, 1990 sonrasında sermaye hareketlerinin hacim kazandığı ve yıldan yıla da dalgalanma gösterdiği görülmektedir. 1990 yılında gerçekleşen 3 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye girişine karşın, 1994 yılına gelindiğinde sermaye akımlarının yönü tersine dönmüş ve 5.127 milyar dolarlık çıkış yaşanmıştır. 1994 yılındaki bu hareket, o yılda

³²³ Ahmet Fazıl Özsoylu, **Türkiye'de Kayıt Dışı Ekonomi**, İstanbul, Bağlam Yayıncılık, 1998, s.119.

³²⁴ Abdurrahman Benli, Gökhan Sönmezler, "Türk Bankacılık Sistemi ve Kriz", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.195, Haziran 2002, s.86.

gerçekleşen ekonomik kriz ile kısa vadeli sermaye hareketi ilişkisinin bir sonucudur. Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı 1989 yılında, yurtiçi sermaye piyasaları nitelik ve nicelik yönünden uluslararası düzeyde benzer piyasalarla karşılaştırılmayacak düzeydedir. Çünkü, o dönemdeki mali sistem, uluslararası sermaye akımlarının yaratabileceği dalgalanmalara karşı kendini koruyabilecek yapıda değildir. Mali sistemin gözetim ve denetiminin eksik olmasının yanında politik baskılara da açık olması, sistemin kırılganlığını artırmaktadır. Söz konusu dönemde dış tasarrufları, sermaye hareketlerini serbestleştirmek yoluyla ülkeye çekerek, ekonomik büyümeyi gerçekleştirme uğraşı, bir hükümet politikası olarak kullanılmak istenmiştir.³²⁵ Sermaye kontrolleri ve denetimin kaldırılması, kısa vadeli sermaye girişlerinin artmasına sebep olmuş, böylece ulusal piyasalarda döviz ve faiz birbirine bağımlı hale gelerek, Merkez Bankası'nca bir birinden bağımsız politika araçları olarak kullanılabilme olanağı yitirilmiştir.³²⁶

3.3.2. Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Ekonomik Krizler

32 Sayılı Karar sonrasında Türkiye ekonomisinde, 1994 krizi ve birbirine yakın etkilerden dolayı oluşan Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizleri yaşanmıştır. Söz konusu ekonomik krizleri; krizi hazırlayan sebepler, krizin canlanması ve krizin genişlemesi ayrımlarını dikkate alarak incelemek doğru olacaktır.

3.3.2.1.Nisan-1994 Krizi

3.3.2.1.1. Krizi Hazırlayan Sebepler

1989 yılında Türkiye'de serbest sermaye hareketleri rejimine geçildikten sonra, gelişmiş ülkelerin dahi ötesinde uygulamalar görülmüş, sermaye hareketleri ve yurt içindeki yerleşik kişilerin yabancı para cinsinden işlem yapmaları üzerinde

³²⁵ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003, s.82.

³²⁶ Bayram Güngör, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Yabancı Direkt Sermaye Politikaları", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.200, Kasım 2002, s.81.

kısıtlamalar kaldırılmıştır. Türkiye’deki 32 Sayılı Kararı takip eden 1990 yılında ise, uluslararası sermaye, gelişmekte olan ülkelere büyük hacimlerde akmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesabı fazlalıkları ve net hata noksan kalemlerinin toplamı 1987 yılında 48.7 milyar dolar’dan, 1993’de 162.9 milyar dolar seviyesine tırmanmıştır. Türkiye’de ise, pek çok Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi, 1990’lardaki yeni sermaye girişleri, kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımları olarak gerçekleşmiştir. 1987’de 1.9 milyar dolar olan sermaye hesabı fazlası, 1993’de 8.9 milyar dolar’a sıçramıştır. Ekonomik krizin yaşandığı 1994’de, sermaye hesabı açığı 4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında, sermaye girişleri tekrar artarak, sermaye hesabı 1995’de 4.6 milyar dolar, 1996’da ise 9.7 milyar dolar fazla vermiştir.³²⁷ Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve konvertibilite sonrasında, ekonomide sürdürülebilir ve istikrarlı bir büyüme sağlanabilmesi için, bir takım ön koşulların gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu koşullar;³²⁸

- İç ve dış tasarruf açığını kapatmaya dönük yapısal reformlar gerçekleştirmek,
- Bankacılık sisteminin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve denetiminin sağlanması,
- Bütçe disiplini ve dengesinin sağlanması,
- Yüksek ve kronik enflasyonun aşağı çekilmesi, risk primlerinin ve faizlerin düşürülmesi,
- Kamunun artan borç servis oranından kaynaklanan yükün hafifletilmesi,
- Kamu borçlarının, piyasalardaki “Crowding Out-Özel Sektörü İteleme Etkisi” yaratmayacak biçimde finanse edilmesini sağlayan bir ortam yaratılması, dır.

1990-1995 döneminde Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri yoluyla, artan ithalat ve kamu açığının finansmanı mümkün olmuştur. Ekonomide bu dönemde yaşanan yüksek büyüme oranları da artan ithalat ve artan kısa vadeli sermaye pahasına gerçekleşmiştir. Ancak kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğunluğu, reel kurun değerlenmesine sebep olarak ödemeler dengesini sürdürülebilir olmaktan

³²⁷ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.104.

³²⁸ Kemal Çakman, Umut Çakmak, “1989 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Kriz Dinamikleri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2003, s.31.

çıkarmaktadır. Cari işlemler açığının sürdürülebilir olması, ülkelerin uluslararası kredibiliteleri açısından önemli bir göstergedir. Cari işlemler açığının artışı, devalüasyon beklentilerini gündeme getirmektedir. Cari işlemler açığının kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesi önemli bir kriz sinyali olarak görülmekte olup, yatırımcılar tarafından takip edilmektedir. Merkez Bankaları, spekülâtif sermaye hareketlerinin finansal piyasalarda yaratacağı dengesizlikleri gidermek ve reel kurun değeri kazanmasını azaltmak için, yüksek miktarda rezerv tutmak zorunda kalmaktadırlar.³²⁹

1994 krizi öncesinde makro ekonomik dengelerdeki bozulmaya etken bir diğer faktör de 1990'daki Körfez krizidir. Körfez savaşı ve sonrasında Türkiye'nin bölge ile dış ekonomik ilişkileri zayıflamıştır. Söz konusu olay sonrasında Irak ambargosu nedeniyle Türkiye önemli kayıplarla karşı karşıya kalmıştır. Petrol boru hattının devre dışı bırakılması, bölgeye yönelik ihracatın durması ve bölgedeki otorite boşluğunun terörün tırmandırması gibi nedenlerle, ambargonun Türkiye ekonomisi üzerinde dolaylı ve dolaysız maliyetleri yükselmiştir. Söz konusu etkiler, o dönemdeki bütçe dengelerini bozmuştur. Bahsedilen kamu açıklarını artıran olumsuz etkiler, faiz arbitrajı ile kısa vadeli sermaye girişlerini sağlamak yoluyla finanse edilerek, bir ölçüde ithalatın finansmanı sağlanmak istenmiştir. Faiz yükünün yüksek boyutlara gelmesi üzerine 1993'ün ikinci yarısında ekonomi otoritesi faiz oranlarını aşağı çekmeye başlayınca, likit fonlar borsa, döviz piyasası ve altın piyasası arasında gidip gelmeye başlamış, spekülâtif hareketler hızlanmıştır. Bu hareketler döviz kurlarında yükselmeye sebep olduğu gibi, faizler de düşürülememiş aksine daha da yükselmiştir.³³⁰ 1989-1994 yılları arasında GSMH'da keskin iniş-çıkışlar ile 1991 yılında yaşanan Körfez Krizi'ni, Türkiye ekonomisindeki yatırım-tasarruf açığı ve cari işlemler açıkları takip etmiştir. Türkiye 1992 yılına büyüme hızının sifıra yakın olmasıyla, hızla artan kamu açıklarıyla ve kronikleşmiş enflasyon sorunlarıyla girmiştir. Bunlara ek olarak 1993 yılındaki talep patlaması ve iç-dış borçlarda

³²⁹ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.128-130.

³³⁰ Kutlu Tekin Coşkun, **Ekonomik Krizler**, Ankara, Vergi Denetmenleri Derneği Yayınları, 2004, s.56-57.

yaşanan artışlar, hem reel kesimin hem de finansal kaynakların sınırlarını zorlayarak, ekonomi otoritesinin ek parasal kaynaklara başvurmasını zorunlu kılmıştır.³³¹

1990’lardan sonraki yüksek sermaye girişleri; cari açıkların ve kamu açıklarının artmasına, Türk parasının aşırı değerlenmesine, faiz oranlarındaki yükselişe, para arzının ve kredi stokunun genişlemesine yol açarak makro ekonomik dengesizlikleri beraberinde getirmektedir. Bu etkenler de kriz döngüsüne sebep olmaktadır. 1990 sonrası dönemden, ekonomik krizin yaşandığı 1994’e değin, spekülative sermaye akışlarına karşın Merkez Bankası’nın sterilizasyon politikasını kullanmasına, likiditeyi ortadan kaldırmasına yeterince izin verilmemiş ve yüksek miktardaki sermaye girişleri, kısa dönemli iç borçlanma yoluyla kamu harcamalarına kaynak olarak kullanılmıştır. Yine bu dönemde herhangi bir spekülative şişkinliği sınırlandırarak, sermaye girişlerinin vadesini uzatacak yönde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi yoluna gidilmemiştir. Bu yöntemin kullanılmaması, ekonomi politikasına yön veren hükümetlerin, toplumsal kesimler üzerindeki popülaritelerini artırma yönündeki siyasi iradeleri olarak görülmüştür.³³² Bu doğrultuda, 1980 sonrasındaki serbestleşme hareketlerini takip eden dönemde Türkiye’de “Tobin Vergisi” türünde bir vergi uygulaması görülmemektedir.

1994 krizinin temel sebepleri olarak, 1989’da sermaye hareketlerinin liberalleşmesi, bankaların yurt dışından sağladıkları ucuz kaynaklarla kamunun finansman ihtiyacını gidermesi, Merkez Bankası’nın enflasyonla mücadele amacıyla milli parayı değerli tutmaya çalışmasının bankaların açık pozisyonuna sebep olması ve 1989 yılından beri artan iç taleptir.³³³

Türkiye’de 1994 krizinin hemen öncesinde yaşanan gelişmeleri şöyle özetlemek mümkündür:³³⁴

- Kriz öncesi 1993 yılında GSMH içinde faiz ödemelerinin payı %6’ya ulaşmıştır. Hükümet kısa dönemli iktisat politikasının en önemli amacının faiz oranlarını düşürmek olduğunu açıklamıştır.

³³¹ Esra Siverekli Demircan, “Türkiye, Ekonomik Kriz, Borç Üçgeni”, Muğla, **Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2004, s.17-18.

³³² Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.115.

³³³ Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.366.

³³⁴ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.117-118.

- Ocak 1994’de kredi notlandırma kuruluşları Standart and Poor’s ve Moody’s, Türkiye’nin kredi notunu düşürmüşlerdir. Her iki kuruluş da böylelikle yatırımcılara olumsuz sinyaller vermişler ve kısa vadeli sermaye çıkışına yol açan güven kaybına sebep olmuşlardır.
- Düşürülen faiz oranları yabancı paraya olan talebi artırmıştır. Ayrıca milli paranın değer kazanması ve yüksek cari açık sebebiyle, devalüasyon beklentisine girilmiştir.
- 1993 sonunda yabancı paraya olan talebi, uluslararası rezervleri kullanarak kırmayı hedefleyen ekonomi otoritesi, spekülative sermayeyi İMKB’ye yönlendirerek bu politikasını desteklemek istemiştir. Oysa büyük bankaların yüksek devalüasyon olacağı bilgisini, hükümet yetkililerinden öğrenmesi ile Merkez Bankası’nın sattığı tüm yabancı parayı satın almalarına sebep olmuştur. Öte yandan İMKB’nin hacminin sınırlı olmasından dolayı da söz konusu politika etkinsiz kalmıştır. Çünkü, 1993 yılında Türkiye’ye giren spekülative sermayenin miktarı 150 milyar dolar’a ulaşırken, İMKB’nin toplam işlem hacmi 52 milyar dolar’dır. Mart 1993’te başlamış olan İMKB’deki fiyat artışları, bir suni şişme niteliğinde olup, 1994’in ilk yarısında endeks dolar cinsinden %50 düşmüştür.

1994 öncesinde kamu açıklarının artması ile iç talebin büyümesine ve sonuçta 5 Nisan 1994 ekonomik kararların alınmasına sebep olan unsurları şöyle özetlemek mümkündür.³³⁵

- 1986 yılında 100 liralık vergi gelirinin 43 lirası iç borç ana para ve faiz ödemesine harcanırken, 1993 yılında bu rakam 104 liraya yükselmiş, böylelikle kamu açıkları gederek büyümüştür. Sonuçta iç borç faizleri yükselmiştir.
- Faiz hadlerindeki yükseliş, borcun finansmanında kullanılan kısa vadeli sermaye girişini hızlandırmıştır. Sıcak para olarak isimlendirilen bu fonlar, bir yandan artan ithalatın finansmanında diğer yandan da kamu açıklarının iç borçlanma ile kapatılmasında ek kaynak olarak kullanılmıştır. Bunun da

³³⁵ Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Isparta, Bilim Kitabevi Yayınları, 2002, s.192-193.

sakıncası milli paranın aşırı değerlenmesine sebep olmuştur. Para değerlendikçe, ithalat artmış, ihracat azalmış ve cari açıklar artmıştır.

- Kısa vadeli sermaye olarak kullanılan dış tasarrufların, bankalarca, iç piyasada gerek döviz gerekse milli para cinsinden plase edilmesi ve açık pozisyonların sürekli artması önemli bir olumsuzluk yaratmıştır.³³⁶ Çünkü bir banka paniği halinde, bankaların mevduatları karşılayacak yapıları olmaması ve döviz fiyatlarındaki aşırı yükselme, bir risk unsuruydu.
- Kamu kesimi açıklarının diğer bir nedeni de, maaş ve ücretlerin reel olarak artmasıdır. 1993 yılında (1988 yılı baz alındığında) memur maaşlarının 1.8, kamudaki ücretlerin ise 3 kat artmış olması sebebiyle, söz konusu giderlerin GSMH'daki payları 1988 yılına göre %20'lerden, 1993'de %36'lara ulaşmıştır. Bu da, iç talebin artmasını beraberinde getirmiştir.

Türkiye ekonomisinin, finansal serbestinin sağlandığı 32 Sayılı Karar sonrasında, ekonomik krize kadar olan yıllar itibariyle seçilmiş bazı makro göstergeleri Tablo-27 aracılığıyla gösterilmektedir.

Tablo 27: 1990-1995 Yılları Arasında Türkiye'deki Bazı Makro Göstergeler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
İhracat (milyar \$)	13,0	13,7	14,9	15,6	18,4	21,9
İthalat (milyar \$)	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 denge	-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 Değişme	1,3	-1,0	1,5	0,3	0,2	8,8
GSYİH Artışı (1990 fiyatları ile)	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,1
TEFE	48,6	59,2	61,4	60,26	149,56	64,9

Kaynak: Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.89.

³³⁶ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.236.

Tablo-27 incelendiğinde, 1994 kriz yılı öncesinde, cari denge açıkları ve bunu finanse edecek düzeyde de sermaye girişleri gözlenmektedir. Yine kriz öncesi yıl olan büyüme rakamına bakıldığında, GSYİH'nın daha önceki yıllara göre nispi artışı göze çarpmaktadır. Bunlara ek olarak, Türkiye ekonomisinin kronikleşmiş enflasyon sorunu da 1993'de devam etmekte ve %60.26 seviyesinde bir TEFE görülmektedir.

1990'lı yıllar Türkiye ekonomisinin kamu dengelerinde çöküşün yaşandığı yıllardır. Konsolide bütçe toplam harcamaları içinde, 1990'dan 2000'e kadar geçen sürede en önemli artış, borç faiz ödemeleri kaleminde görülmektedir. Kamu kesimi iç borç yükü, faiz ödemelerinin hızlı artışı ile kendini 1993 yılından itibaren hissettirmeye başlamıştır. İç borç ödemelerinin GSMH'ya oranı 1990'ların başında %2 seviyesindeyken, artan borçlanma sonucunda bu rakam 2001'de %22'ye yükselmiştir. Devlet iç borçlanma senetlerinin sunduğu faiz arbitrajı, dışa açık sermaye hareketleri altında yüksek spekülasyon gelir olanakları yaratmıştır.³³⁷

3.3.2.1.2. Krizin Canlanması

1989-1993 döneminde Türkiye ekonomisinde iç pazara dönük yüksek büyüme hızları gerçekleştirilmiş, ihtiyaç duyulan kaynak ise dış borçlanma ile sağlanmıştır. 1986'da 32 milyar dolar olan dış borç stoku, 1993 sonunda 67 milyar dolar'a ulaşmıştır. 1989'da gerçekleştirilen finansa liberalleşme ile kısa vadeli borçlanma hızla artmıştır. 1993 sonlarında ithalata dayalı büyüme sürecinin etkisiyle bir yandan dış açık, diğer yandan da kamu açığı hızla büyümekteydi. Bu dengelerdeki bozulma kriz habercisi olarak algılanmakta ve "Dolarizasyon" artmaktaydı. Döviz yönelişin artmasıyla 15 Ocak 1994'e gelindiğinde milli para %100 üzerinde değer kaybı yaşandı. Döviz yönelişini frenlemek için faizler yükseltilerek, %1000'in üzerinde gecelik faizler görüldü. Ekonomi "Dolarizasyon" ile yüksek faiz arasına sıkışmıştı.³³⁸

Türkiye ekonomisinde 1994 yılında yaşanan kriz ilk olarak kendisini borsada ve döviz piyasalarında göstermiştir. İMKB endeksinde 1994 Şubat ayının son günleri itibariyle %20'lere varan değer kaybı yaşanmış ve döviz piyasalarında hareketlenme

³³⁷ Ebru Voyvoda, Erinç Yeldan, "Türkiye Ekonomisi İçin Kriz Sonrası Alternatif Uyum Stratejileri", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Kasım 2002, s.20.

³³⁸ Mustafa Sönmez, **100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2002, s.121-122.

başlamıştır. Dövizle yönelişi karşılayamayan Merkez Bankası, rezervlerinin erimesi üzerine müdahaleden vazgeçmiş ve döviz kurları %100'ün üzerinde değer kazanmıştır. Bu dönemde serbest döviz politikasının uygulandığı iddia edilse de, Merkez Bankası'nın kurlara sürekli müdahale ettiği gözlenmektedir. Sonuç olarak borsa endeksi ve milli para, bir hafta gibi bir sürede değerlerinin yarısından fazlasını kaybederek, birçok aracı kurum ile döviz bakımından açık pozisyonda bulunan banka iflas ederek, mali sistem yatırımcıların güvenini kaybetmiştir. Bankalara hücumu engellemek için de tasarruflara devlet garantisi getirilmiştir.³³⁹

3.3.2.1.3. Krizin Genişlemesi

27 Ocak 1994'de yapılan 13.6 oranındaki devalüasyonun dövizle yönelişi durdurulmaması üzerine, 18 Mart 1994'de %11 oranında ikinci bir devalüasyon yapılmıştır. 1994 yılının ilk üç ayında gerçekleşen iki devalüasyonun ortak nedeni, rezervlerin hızla eridiği yönündeki halkta oluşan inanış ve buna bağlı olarak milli paraya olan güvensizlik sonucu milli paradan kaçıştır. 18 Mart devalüasyonundan sonra en güvenilir iki rating kuruluşu olan Standart and Poor's ve Moody's, Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştü, bu da ekonomiyi daha da olumsuz etkilemiştir. Bu kredi notlarıyla, söz konusu rating kuruluşları tarafından yapılan sınıflamada spekülasyon ülke kategorisine düşen Türkiye'de gecelik faizlerin çok yüksek seviyelere çıkmasına sebep olan kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır.³⁴⁰ Yabancı paraya olan talebi karşılamak için Merkez Bankası rezervlerini kullanmış, başlangıçta 7 milyar olan uluslararası rezervler, Nisan 1994'de 3 milyar dolar'a düşmüştür. Bu müdahalelere rağmen devalüasyon kaçınılmaz hale gelmiş ve Ocak 1994'de 19 000 TL/\$ seviyesinde olan döviz kuru, Nisan 1994'de 38 000 TL/\$ olmuştur. 5 Nisan 1994'de hükümet, temel göstergeleri düzeltmek amacıyla harcamalarda kesinti ve refah vergisini içeren yeni bir istikrar paketi açıklamıştır. Hükümetin kısa dönemli iç borçlanmasına fon sağlamak ve yabancı sermaye kaçışını durdurmak amacıyla Hazine, Mayıs 1994'de %400 faiz oranı önermek zorunda kalmıştır. Mart 1994'teki

³³⁹ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, s.234.

³⁴⁰ Arzu İmren, Vedat Akman, **a.g.e.**, s.91-92.

yerel seçimlerin etkisiyle yürütülen popülizm, temel göstergelerde daha da kötüleşmeye sebep olmuştur. Kriz sonrasında enflasyon rakamları üç haneli hale gelmiş, üretimde daralma yaşanmış, reel ücretler düşmüş ve işsizlik artmıştır.³⁴¹ Türkiye ekonomisinin bu yıllardaki makro göstergeleri, bölüm sonundaki Tablo-28 ve Tablo-29'dan takip edilebilir.

1994 krizi, her dış finansal liberalizasyon sonrası beklenen bir kriz niteliğindeydi.³⁴² Türkiye'de 1994'de yaşanan krizin oluşumunda, artan kamu açıklarının yüksek faizli borçlanma ile karşılanması ve milli parayı aşırı değerli hale getiren bir kur politikası uygulanmasının etkileri görülmektedir. Yüksek faiz sebebiyle kısa vadeli yabancı fon girişi gerçekleşmiş, söz konusu fonlar da ülkeyi terk etmeye başlayınca kriz ortamına girilmiştir. Krize karşı alınan 5 Nisan 1994 kararları ise, kamu harcamalarının kısılması ve vergilerin artırılması gibi önlemleri içerdiğinden, ekonomide uzun süren bir durgunluğa girilmesine sebep olmuştur.³⁴³

Kriz ardından uygulamaya konulan 5 Nisan programı, geniş ölçekli bir istikrar paketi olma iddiasını taşımakta, milli paraya istikrar sağlama, iç ve dış piyasalardaki dengesizlikleri gidermeyi amaçlamaktadır. Bu temel amaçlar için, kamu harcamaları azaltılmak, kamu gelirleri artırılmak ve enflasyon kontrol altına alınmak istenmiştir. Kamu gelirleri ek vergiler ve KİT zamlarıyla artırılmaya çalışılsa da 5 Nisan istikrar paketini takip eden iki ay sonunda yüksek faiz (üç ay vadeli hazine bonolarında %50) verilerek, iç borçlanma canlanmıştır. 1989-1993 döneminde %60-65 olan enflasyon rakamları 1994 yılında üç haneli rakamlara ulaşmış, milli para %19.8 reel kayba uğramış, ekonomi ise 1994 yılında %6 küçülmüştür.³⁴⁴ 5 Nisan 1994 kararları ile yürürlüğe konan düzenlemelerden birisi de bankalarda bulunan tasarrufların tümünün devlet garantisi altına alınmasıdır.³⁴⁵

Türkiye'deki 1994 krizi ile Meksika ve Asya krizleri karşılaştırıldığında, aşırı değerlenmiş döviz kurunun ve Türkiye lehine olan ülkeler arası faiz farklılıklarının kısa vadeli sermaye girişlerini önemli ölçüde artırması gibi ortak bir nokta

³⁴¹ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.118-119.

³⁴² Hakan Ercan, **a.g.e.**, s.45.

³⁴³ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.632.

³⁴⁴ Yasemin Türker Kaya, **a.g.e.**, s.67.

³⁴⁵ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.366.

görülmektedir.³⁴⁶ Türkiye'deki 1990-1993 arasındaki yükselen konjonktür dalgası, 1990'ların ilk yarısında Latin Amerika ülkelerinde yoğunlaşan ve 1994-1995 Meksika krizi ile son bulan yabancı sermaye akımı ile çakışmıştır. 1990-1993 yılları arasında cari işlemler açıkları toplamı 10 milyar doların altında kalmış, net yabancı sermaye girişi 24.5 milyar dolar, net sermaye çıkışı ise 10.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.³⁴⁷ 1994 ekonomik krizi de, Güney Doğu Asya'da ortaya çıkan krizdekine benzer olarak, cari işlemler açığı, bunu finanse eden kısa vadeli sermaye girişi ile kendini göstermeye başlamış olup, fakat bunun yanında da söz konusu ekonomilerde, gözle görülür büyüme oranları yaşanmıştır. Söz konusu ekonomik göstergeler, çalışmanın Tablo-29 ve bunu takip eden özet tablolarından gözlenebilir.

3.3.2.2.Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizleri, birbirinin devamı niteliğinde olan krizler olup, esas olarak Türkiye ekonomisinin 1994 istikrar programına rağmen giderilemeyen yapısal sorunlarıyla ilgilidir. Buna ek olarak, 9 Aralık 1999 Stand-by anlaşmasından ileri gelen yanlış politikalar (kur çıpası v.b.), dünya konjonktürü, bunlara bağlı olarak da kısa vadeli sermaye hareketlerinin volatilitésinin artması v.b. etmenler de, krizlerin oluşumunu tetiklemiştir.

3.3.2.2.1. Krizi Hazırlayan Sebepler

1980 sonrasında Türkiye ekonomisinde hızlı serbestleşmeye bağlı olarak 5 Nisan 1994 ekonomik istikrar tedbirleriyle sonuçlanan bir kriz yaşanmıştır. Söz konusu istikrar tedbirleri, geçmiş dönemde Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarına çözüm getirmekte yeterince başarılı olamamıştır. Tedbirler ancak pansuman çözümler olarak kalmıştır. Yapısal sorunların çözülmemesinin etkisiyle, istikrar paketinden sonraki dönemde makro ekonomik göstergeler tekrar bozularak, krizi hazırlayan sebepler olgunlaşmaya başlamıştır.

³⁴⁶ Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.120.

³⁴⁷ Yılmaz Akyüz, Korkut Boratav, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.197, Ağustos 2002, s.21.

5 Nisan 1994 istikrar paketinde kısa vadeli sermaye girişlerine yönelik bir reform yer almamıştır. Türkiye, 1995-1996 yıllarında da kısa vadeli sermaye girişlerine yüksek kazanç sağlamaya devam etmiştir. 1994 sonrasında ülke ekonomisi; milli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması, aşırı yüksek faiz oranları, ticaret açığında hızlı artış ve dolarizasyon tehlikesiyle karşı karşıya kalmıştır. Kriz sonrasında, spekülâtif sermaye artışları sınırlandırılmamış olması, istikrar paketinde uzun dönemli ve sürdürülebilir gelirler toplamak amacıyla önlemler alınmamış, bunun için de hükümetçe, kısa dönemli borç servislerini, kısa dönemli sermaye girişleri yoluyla ödemenin tercih edilmesi zorunlu olmuştur.³⁴⁸

1994'den sonraki dönemde 1 Ocak 1996'da gerçekleştirilen Gümrük Birliği anlaşması ile Türkiye, sadece AB firmaları karşısında değil, dünya şirketleri karşısında da “korumasızlığa” açık bir yapıya getirilmiştir. AB'nin dış ticaret politikasını uygulamak zorunda olan Türkiye de, ithalatın artması ve ihracatın azalması ile dış ticaret açıkları hızla büyümeye başlamış, diğer taraftan kredi kartları kullanılması yoluyla tüketim artışları ve dolayısıyla ithalat artışları yaşanmış, üretim ise yüksek faizlerin de etkisiyle azalma sürecine girerek yine ithalatı artırıcı bir faktör olmuştur.³⁴⁹ Cari açık konusunda Türkiye'deki temel sorun, cari açığın düzeyinden çok, bu açığın oluştuğu ekonominin temel kırılganlıklarıdır. Kırılganlıkların belirleyici olmadığı bir ekonomide, serbest kur rejimi altında, kur cari açığa intibak göstererek, kur bir “şok emici” görev görür. Fakat kırılganlıklar, “şok emici” kuru, kolaylıkla şok yaratıcı ya da artırıcı konuma getirebilmektedir. Kırılganlıkları kabaca içsel (davranışsal, yapısal) ve dışsal olarak sınıflandırmak mümkündür. İçsel kırılganlıklar birbirini beslemeye hep hazırdırlar. Bunların içindeki davranışsal kırılganlıklar, kamu ve özel sektörün davranışsal kırılganlıkları olarak ayrılırlar. Kamu açıklarının sürdürülebilirliği, özel sektör fazlasına (tasarruf-yatırım) ya da dış sermaye girişine bağlıdır. Kamu açıklarının sürdürülemezliğine önce fiyatlar genel düzeyi sonra da kur intibak etmektedir. Özel sektör açıkları ise, uluslararası ticarete konu olmayan alanların ve tüketimin, kısa vadeli sermaye hareketlerince, sağlıksız bir finansal sistemce finanse edilmesi durumunda sorun

³⁴⁸ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.119-122.

³⁴⁹ Erol Manisalı, **Dünya'da ve Türkiye'de Büyük Sermaye**, Güncelleştirilmiş 4. Basım, Derin Yayınları, İstanbul, 2003, s.223.

oluşturur. Yapısal kırılmalık kavramına ise, ekonomide riskli alanların finanse edilmesi ve dolarizasyon girmektedir.³⁵⁰

Türkiye ekonomisini etkileyen bir diğer etki de, o dönemdeki dünya konjonktürüdür. Yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan ve daha önceki bölümde incelenen ekonomik krizler de, kısa vadeli sermaye akımlarının yönü itibarıyla Türkiye ekonomisini etkilemiştir. Türkiye ekonomisinin, Asya krizinden etkilenmesi; bölge ülkeleriyle olan dış ticareti, ülkelerin yaptıkları devalüasyonlardan dolayı rekabet avantajı sağlamaları, krizin dünya ekonomilerinin büyümelerini olumsuz etkilemesi ve krizlerin yarattığı tedirginlikten dolayı Türkiye'nin borçlanabilirliğinin zorlaşarak, borçlanma maliyetlerinin artması ve borç vadelerinin kısalması yönünden olumsuzluklar, olarak tahmin edilmektedir. Türkiye, kısa vadeli sermaye ihtiyacına yönelik olarak, Asya bölgesinden kaçan bu sermaye türünü barındıracak bir kur politikası benimsemek, kur politikası ile faiz oranları arasındaki hassas dengeyi tutturmak çabasında olmuştur.³⁵¹ Tahmin edilen bu etkilere rağmen, Türkiye ekonomisi Doğu Asya krizinden doğrudan doğruya etkilenmemiştir. Bunun sebebi olarak Türkiye'nin bu ülkelerle olan ticaret ve sermaye ilişkilerinin sınırlı olması gösterilmektedir. Türkiye ekonomisini, Asya krizinden bir yıl sonra gelen Rusya krizi, çok daha fazla etkilemiştir.³⁵² Asya krizinin çıktığı ülkeler, dünyada giderek yaygınlaşan globalleşme hareketlerinin odak noktaları olan ülkeler olup, "Emerging Markets" ya da "Yükselen Piyasalar" olarak isimlendirilen bu gelişmekte olan ülke piyasaları, krizden önce, mali yatırımcılar için risk üstlenilerek de olsa yüksek kar imkanları öneren ülkeler olarak değerlendirilmekteydi. Gelişmekte olan ülkelerin en başarılıları olarak bilinen söz konusu Asya ülkelerinin krizden dolayı yatırımcıları büyük zararlara uğratması, yatırımcıların diğer gelişmekte olan ülkeleri riskli görmesine sebep olmaktadır. Bu da, borçlanma maliyetlerini ve vadelerini yükseltmek yoluyla, büyük ölçüde dış kaynak ihtiyacında olan gelişmekte olan

³⁵⁰ Erdal Özmen, "Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.223, Ekim 2004, s.14-15.

³⁵¹ Vedat Akman, **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz: Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri**, İstanbul, Rota Yayınları, 1998, s.60.

³⁵² Attila Sönmez, **Doğu Asya "Mucize"si ve Bunahımı: Türkiye İçin Dersler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2001, s.446.

ülkelerin ekonomik büyüme ve istikrarını olumsuz etkilemektedir.³⁵³ Türkiye’de yükselen piyasa ekonomileriyle aynı kategoride bulunmakta ve krize girme olasılığı olan ülkeler listesinde³⁵⁴ yer almaktadır.

1996-1999 arası dönemde, Merkez Bankası tarafından, enflasyon oranı ölçüsünde kur ayarlaması politikası izlenmiştir. Bu dönemde, şayet enflasyon oranı tahmin edilebiliyorsa, kurun alacağı değer de tahmin edilebildiğinden, vadeli döviz piyasaları anlamını yitirmiş durumdaydı. 9 aralık 1999 tarihine gelindiğinde ise, IMF’e sunulan niyet mektubu’nda, uygulanan ekonomik programın öngördüğü üzere, giderek genişleye kur bantları ile programın 18. ayından itibaren dalgalı kura geçişi öngören, sürüklenen çapa uygulamasına gidilmiştir. Bu çerçevede, Türk Lirası’nın, 1 ABD doları ve 0.77 euro’dan oluşan kur sepetine bağlanarak, 2000 yılı sonuna kadar %20 değer yitirmesine izin verilmesi planlanmıştır. Bu dönemde, günlük ilan edilen kur sepetinin ayarlanması ise, ancak bir ay sonra yenilenmektedir. Burada hedeflenen, dalgalı kur sistemine geçiş öncesinde, enflasyonu düşürmek, faizleri düşürmek ve ekonomik büyümeyi sağlamaktır.³⁵⁵

1999 yılında iktidara gelen hükümet, ekonomik istikrarsızlığın giderek artması üzerine 9 Aralık 1999 ve 18 Aralık 1999 tarihli iki niyet mektubu vererek, IMF ile Stand-by anlaşması yapmış, IMF destekli orta vadeli bir istikrar programı uygulamaya başlamıştır. Bu anlaşmaya gidilen yıl olan 1999’da, Türkiye ekonomisi %6.1 oranında küçülmüş, enflasyon %70 olarak gerçekleşerek, bütçe açıkları artmış ve sürdürülemez boyutlara gelmiştir.³⁵⁶ 1999 yılında IMF ile, niyet mektubuna dayalı olarak imzalanan Stand-by anlaşmasıyla, geçmiş otuz yılda alınan kredi miktarının çok üstünde bir kredi miktarı (2.9 milyar SDR) sağlanmıştır. Söz konusu kredinin miktarı 2002 yılı sonuna değin (üç yıl içinde) 20 milyar SDR’yi aşmıştır.³⁵⁷ 9 Aralık 1999 programı IMF ve Dünya Bankası destekli bir dezenflasyon programıdır. Program, sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların

³⁵³ Atilla İmrahor İlyas, **Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul, İTO Yayınları, 1998, s.44.

³⁵⁴ Rudiger W.Dornbush, “Küresel İktisadi Kriz ve Türkiye”, Çev. Ali Bilge, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.198, Eylül 2002, s.55.

³⁵⁵ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.110-111.

³⁵⁶ Esra Siverekli Demircan, **a.g.e.**, s.28.

³⁵⁷ Fuat Erdal, “Stand-by Düzenlemeleri ve Piyasa Ekonomisi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.212, Kasım 2003, s.66.

gerçekleştirilmesi, özelleştirmelerin hızlandırılması ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelir politikasının uygulanmasını içermektedir.³⁵⁸ Dezenflasyon programı, bahsedilen sıkı maliye politikası, sıkı para politikası, gelir politikası, yapısal reformları, öngörülebilir nominal çığaya dayalı kur politikası ile uyumlu bir şekilde yürütülerek enflasyon oranının 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılı sonunda %7'ye indirilmesi, reel faiz oranının makul seviyelere çekilmesi, ekonomik büyümenin sağlanmasını içermektedir. Yine bu program ile, kısa vadeli sermaye akımlarının yol açtığı para arzı artışlarının Merkez Bankası'nca sterilize edilmesine izin verilmeyerek, para arzının tamamen içsel olarak belirlenmesi ilkesi benimsendi.³⁵⁹ Dezenflasyon programlarının bankacılık sektörü üzerinde yarattığı tipik etki, kredi hacimlerinin artması olarak kendini göstermektedir.³⁶⁰

Gelişmekte olan ülkelerde, liberalizasyon sonrası özel yabancı fon girişi, genellikle borçlanma yoluyla olmakta ve nominal döviz kurunun belli bir kurala göre belirlenmesini takiben hızlı bir borçlanma süreci yaşanmaktadır. Türkiye'de de bu durum çerçevesinde sırasıyla hızlı bir parasal genişleme, talep patlaması, enflasyon artışı, milli paranın reel olarak değer kazanması ve ithalat artışı gerçekleşmiştir. Yabancı kaynak girişi, bahsedilen şekliyle, yani borçlanma yoluyla yapılmış ise (doğrudan yabancı yatırım şeklinde yapılmamışsa), programın yürütülmesi konusundaki sezilen küçük bir şüphede dahi spekülasyon atakları oluşarak, kriz gerçekleşmektedir. Türkiye'de Kasım 2000'de söz konusu şüphe, daha çok bankacılık kesiminde oluşmuş, bankalar yıl sonunun da etkisiyle açık pozisyonlarını kapatma telaşına düşmüşlerdir.³⁶¹

Türkiye ekonomisinde 2000'li yıllar öncesindeki sorunların kaynakları; yüksek kamu açıkları ve bu açıkların finansmanında kısa vadeli sermayenin (borçlanma) kullanılması, hedeflenen TEFE'ye ekdeksli kur çığası ve tasarruf mevduatına devlet

³⁵⁸ Muharrem Afşar, **a.g.e.**, s.121.

³⁵⁹ Sayım Işık, "Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uygulanması", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Mayıs 2004, s.70.

³⁶⁰ Argun Karacabey, **Düşen Enflasyon Ortamında Yaşamak**, Ankara, Ankara Sanayi Odası Yayınları, 2004, s.58.

³⁶¹ Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **a.g.e.**, s.208-209.

güvencesi gibi hatalı politikalar, savurganlık ve yolsuzluklar, siyasal ve sosyal sorunlar, olarak sıralanabilir.³⁶²

3.3.2.2.2. Krizin Canlanması

9 Aralık 1999 sonrasında bir çok sorunla karşılaşmıştır. Dövizle borçlanmakta risk görmeyen ekonomik birimler, dövizle borçlanmışlar ve dış borçların artmasına sebep olmuşlardır. Bu dönemde güvensizlik ortamının spekülasyon atakları yaşanmasına meydan vermesi, açık pozisyonda bulunan bankaları zor durumda bırakmıştır. Bankacılık kesiminin likidite, faiz ve kur riskine karşı duyarlılığının artmasıyla, yabancı sermaye endişeye düşmüştür. Kasım ayında ise kısa vadeli faiz oranlarında sıçrama yaşanmış, buna karşın hisse senedi, bono ve tahvil fiyatları düşmüştür. Yine bu ay içerisinde bir bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmesi, yabancı sermayenin kaçmasına yol açan gelişme olmuştur. 22 Kasım 2000'de bankacılık kesiminde yaşanan likidite krizi ve yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi ile birlikte, Merkez Bankası program hedefini sağlama adına 7.5 milyar dolar seviyesinde rezerv kaybına uğramıştır. Bu dönemde IMF ile sağlanan anlaşma çerçevesinde bu miktar kadar ek kaynak sağlanarak dalgalanma ve kriz etkileri kısmen giderilmiştir.³⁶³

2000 yılına damgasını vuran IMF destekli program (9 Aralık 1999), nominal kur hedeflenmesine odaklı bir programdır. Sermaye girişlerinin etkisiyle ekonomi kontrolsüz olarak büyümekte ve döviz çıpasından dolayı da milli para reel olarak değerlenmekteydi. 2000 yılı boyunca döviz sepeti %20 artarken TEFE %33 arttı. 2000 yılının ilk dokuz ayında milli gelir %5.4 büyüdü. Büyümeye bağlı talep genişlemesinin, düşük döviz kuru ve serbest dış ticaret rejimiyle desteklenmesi sonunda dış açıklar hızla arttı. Dış dengenin sürdürülemez olduğunu gören fon sahipleri, ülkeden fonlarını kaçırmaya başlayınca da dövize hücum yaşanarak, kur çıpası politikası çöktü. Dövize hücum, kırılgan bankacılık kesimini sarstı ve ilk kriz

³⁶² Osman Demir, "Türkiye ekonomisi sorunlar, hatalar ve krizler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.202, s.88-93.

³⁶³ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.111-113.

Kasım 2000’de geldi.³⁶⁴ 2000 yılında uygulanan program dahilinde (9 Aralık 1999 tarihli), döviz sepeti belirlenmesine (1 dolar+ 0.77 euro) ek olarak, Merkez Bankası’nın iç varlıklara göre emisyon yapması engellenmiş, ancak döviz girişleri karşısında emisyon yapabilmesine izin verilerek, bir tür “Para Kurulu” uygulaması esas alınmıştı. Bu yıl içinde, döviz sepetine getirilen yıllık artış öngörüsü sayesinde önemli miktarda yabancı sermaye girişleri olmuştu. Düşük tutulan döviz kuru sayesinde de ihracat azalışı ve dolayısıyla da dış ticaret bilançosu açıklarının büyümesi gözlenmekteydi. Yabancılar bu yüzden, ileride bir devalüasyonun kaçınılmaz olduğunu düşünerek, dövize yönelerek fonlarını ülke dışına çıkarmaya başladılar. Bunun yanında, aynı kaygı ile hareket eden, açık pozisyonları bulunan bankalar, döviz satın almak üzere yüksek miktarda milli para talebinde bulunmaya başladılar. Merkez Bankası, Türk Lirası talebini karşılayamayınca faizler anormal biçimde yükseldi. Böylelikle Kasım 2000’de bir likidite krizi yaşandı. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde, açık bütçe politikası uygulanması ve ona bağlı yüksek faiz politikasını tamamlayan bir sistem olarak da düşük kur politikası uygulanması, krizlere davetiye çıkaran klasik etkenler olarak gözlenmektedir.³⁶⁵

3.3.2.2.3. Krizin Genişlemesi

22 Kasım 2000 krizinde yaklaşık 1.5 milyar dolar sıcak para, anında yurt dışına çıkmış, krizi takip eden tarihlerde de çıkış devam ederek, 6 Aralık 2000 tarihi itibariyle 7 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Bundan dolayı döviz talebi ve fiyatları artmış, likidite talebinden dolayı da faiz oranları aşırı yükselmiştir. Krizi takip eden Kasım 2000’de faizler ortalama olarak %72.4, Aralık 2000’de ise ortalama %223.8 seviyesindedir.³⁶⁶ Faizlerdeki artışlar, reel ekonominin de aşırı olumsuz etkilenmesine sebep olmuştur.

Kasım 2000’deki kriz bir ölçüde IMF’in Ek Rezerv Kolaylığı ile atlatılsa da gecelik borçlanma ihtiyacında olan bankalar için halen yüksek seviyelerde bulunan faiz oranları ve yine portföyünde devlet iç borçlanma senetleri yoğun olarak bulunan

³⁶⁴ Mustafa Sönmez, **a.g.e.**, s.121-127-128.

³⁶⁵ Halil Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.632-633.

³⁶⁶ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.371.

bankaların mali yapısında bozulmalar devam etmekteydi. İkinci krizin kendini göstermesi ise, 19 Şubat 2001 tarihinde dönemin hükümet üyeleri ile Cumhurbaşkanı tarafından gerçekleştirilen Milli Güvenlik Konseyi'nde, söz konusu taraflar arasında çıkan tartışmanın kamu oyuna duyurulması ile tetiklenmiş oldu. Bunun üzerine borsa, döviz ve faizlerde hareketlenme başladı. 19 Şubat'ta, bir gün valörlü 7.6 milyar dolar döviz talebi olması, gecelik faizleri %5000-7000 seviyelerine çıkarmış, 12000 seviyesinde olan İMKB endeksi ise 8700 seviyelerine gerilemiştir. Böyle bir durumda, uygulanmakta olan ekonomik programı sürdürme olanağı kalmayarak, 21 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur sistemine geçildiği ilan edilmiştir.³⁶⁷ Kasım 2000'deki güven bunalımının ardından halen piyasalarda likidite sıkıntılarının görülmesi ve döviz talebinin aşırı artması ve kur bandı sisteminden dolayı da Türkiye ekonomisinin sorunlarla karşılaşması üzerine, 9 Aralık 1999 dan sonra gerçekleştirilmesi öngörülmekte olan dalgalı kur rejimi 22 Şubat 2001 tarihinde uygulamaya konulmuştur.³⁶⁸ Böylelikle Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini takiben sabit kur rejimi terk edilerek, kura dayalı program, yerini dalgalı kur rejimi altında parasal hedeflemenin uygulandığı yeni istikrar programına bırakmıştır. Amaçlandığı üzere, Şubat 2001 krizi ve takip eden devalüasyon sonrası milli paranın düşük değerli hale gelmesi, cari işlemler dengesinin 2001 sonuna kadar pozitif alanda seyretmesine neden olmuştur.³⁶⁹ Kur çıpası uygulaması sırasında programın başarıyla uygulanacağına inanan kur riskini artırmış olan kurumlar ve sektörler, döviz kurlarının hızla artmasıyla çok ağır sonuçları olan olumsuzluklar yaşadılar. Paritedeki bu sert hareket ve faiz oranlarında yaşanan hızlı artış, kamunun iç ve dış borç servisi yükünü önemli ölçüde artırdı. Bu şartlar altında zorunlu olarak uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ise, resesyonu derinleştirdi. Uygulanan IMF paketlerine rağmen 2001 yılında Türkiye ekonomisi %9.5 oranında küçüldü.³⁷⁰

1994, 2000 ve 2001 ekonomik krizleri reel ekonomiyi olumsuz etkileyerek, üretimin azalmasına ve çok sayıda şirketin kapanmasına sebep olmuştur. Makro ekonomik göstergelerdeki bozulmanın sonucunda ortaya çıkan bu durum, Türkiye

³⁶⁷ Muhammet Akdiş, **a.g.e.**, s.372.

³⁶⁸ Mehmet Şişman, **a.g.e.**, s.114.

³⁶⁹ Nur Keyder, "Kura Dayalı Program ve Dalgalı Kur Rejimi Uygulaması Sırasında TL'nin Yabancı Para Karşısında Reel Değeri ve Cari İşlemler Dengesi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.202, s.79.

³⁷⁰ Yılmaz Akyüz, Korkut Boratav, **a.g.e.**, s.16-17.

ekonomisinde resesyonu ortaya çıkarmıştır. 1995 ve sonrası yıllarda kapanan şirket istatistiklerine bakıldığında, ekonomik krizin etkilerinin uzun yıllar devam ettiği gözlenmektedir. Tablo-28’de 1995 sonrası faaliyetini durdurmuş olan şirketlerin (Anonim, Kolektif, Komandit, Limited şirketler ve Kooperatifler toplamı olarak) aylar itibariyle sayıları ve Türkiye’deki işsizlik oranları gösterilmektedir.

Tablo 28: Kapanan Şirket Sayısı ve İşsizlik Oranları (Adet, 1995-2005)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ocak	143	66	135	82	190	277	357	404	779	928	1250
Şubat	60	56	103	104	89	197	208	178	262	381	559
Mart	46	47	61	172	100	115	166	224	409	471	562
Nisan	45	32	46	124	92	90	213	201	454	454	530
Mayıs	28	32	55	129	90	99	171	231	320	507	596
Haziran	40	58	65	147	116	164	170	255	480	658	792
Temmuz	35	39	64	113	106	164	225	288	467	692	696
Ağustos	30	51	67	97	59	101	130	244	286	520	566
Eylül	31	60	75	88	95	104	147	261	393	561	633
Ekim	11	54	80	98	120	70	163	362	405	572	710
Kasım	56	35	78	164	138	280	216	353	379	563	-
Aralık	70	100	120	266	213	225	298	666	802	1353	-
İŞSİZLİK ORANI	7,6	6,6	6,8	6,9	7,7	6,5	8,4	10,3	10,5	10,3	-

Kaynak: TCMB, “Ekonomik Göstergeler”, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 6 Kasım 2005; Hazine, “Hazine İstatistikleri”, (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/yayin/hazineistatistikleri/1-10.xls>, 8 Kasım 2005, Maliye Bakanlığı, “Güncel Özet Ekonomik Göstergeler”, (Çevrimiçi) <http://www.maliye.gov.tr/apk/ekoozet.pdf>, 28 Kasım 2005, verileri derlenerek hazırlanmıştır.

Tablo-28 incelendiğinde, makro ekonomik göstergelerdeki bozulma, küresel rekabet, döviz politikaları, ekonomik kriz v.b. etkiler sebebiyle, kapanan şirket sayılarında artış gözlenmektedir. Yine işsizlik oranları da Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle %10’lar seviyesine yükselmiştir. Söz konusu yıllardaki makro ekonomik göstergelerdeki değişim ise, Tablo-29’dan incelenebilir.

Türkiye’de Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine zemin hazırlayan unsurlar olarak; aşırı değerli yerli para, cari işlemler açığının kritik sınır üzerinde seyretmesi, sığ mali sektör, bankaların açık pozisyonları ve kamu bankalarının görev zararları,

bunlara bağı olarak da mali sektörün taşıdığı kur ve faiz riski, sayılabilir.³⁷¹ Milli Güvenlik Kurulu toplantısından sonra oluşan spekülasyon para atağının sonucunda sistemden çıkan döviz miktarı 7-10 milyar dolar olarak tahmin edilmekte olup, bu rakam toplam döviz rezervi yaklaşık 25 milyar dolar olan Türkiye ekonomisi için önemli bir miktardır.³⁷² Türkiye ekonomisindeki olumsuzluklara ek olarak, devlet yönetiminde algılanan siyasi istikrarsızlığın da etkisiyle, spekülasyon ataklarının artması kaçınılmazdı. Zaten Kasım 2000'de rezervlerini kullanarak kuru baskılamayı başaramayan ekonomi otoritesi, 22 Şubat 2001 tarihinde çözümü, kuru dalgalanmaya bırakmakta görmüştür. Yaşanan kriz etkilerini en kısa sürede atlatmak ve kriz öncesinde zemin hazırlayan faktörler olarak sıralanan yapısal sorunlara çare bulmak için, IMF'e Niyet Mektubu imza edilmiş ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adıyla yeni bir program benimsenmiştir.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve yeni Niyet Mektubu, Türkiye'de ekonomik krize sebep olan etkenlere ve tedavi yollarına ilişkin bir değerlendirme yaparak, ekonomideki ana sorunu iki noktada özetlemektedir. Bunlar; sürdürülemez iç borç trafiğinin oluşması ile başta kamu bankaları olmak üzere, mali sistemdeki sağlıksız yapı ve diğer sorunların kalıcı çözüme kavuşturulmamış olmasıdır. Bu ana sorun etrafında, Niyet Mektubu'nda izlenecek temel stratejinin, enflasyonu ortadan kaldırmak, kamu maliyesi hesaplarının güçlendirilmesi ve son yıllarda Türkiye ekonomisinin büyüme potansiyelinin önünde bir engel oluşturan yapısal bozuklukların yok edilmesi üzerine oturtulduğu ifade edilmiştir.³⁷³ Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nda, Merkez Bankası özerkliği ve dalgalı kur rejimi veri olmak üzere, sıkı para ve maliye politikaları ile bankacılık ve kamu finansmanı reformları yürütülmesi planlanmıştır. Bu doğrultuda program önündeki sorunlar da, yapısal sorunlar (iç borcun sürdürülebilirliği, bekleyişlerdeki olumsuzluk, faizlerin yüksekliği), dalgalı kur rejimine uyum sorunları ve çapa sorunu (ekonomik birimlerin önlerini görmeleri ve bekleyişlerin olumlu olması için nominal çapaya –

³⁷¹ Kutlu Tekin Coşkun, **a.g.e.**, s.67.

³⁷² Ömer Eroğlu, Mesut Albeni, **a.g.e.**, s.213.

³⁷³ Güneri Akalın, **Türkiye'de Ekonomi-Politik Kriz ve Piyasa Ekonomisine Geçiş**, Ankara, Akçağ Yayınları, 2002, s.372.

enflasyon hedeflemesi gibi bir enflasyon çapası- ihtiyaç bulunmaktadır) olarak sıralanabilir.³⁷⁴

3.4. Ekonomik Kriz ve Kısa Vadeli Sermaye Akımları İlişkisinin Modellenmesi

Kısa vadeli sermaye akımlarının, Türkiye'deki 1990 sonrasındaki ekonomik krizler üzerindeki olası etkilerinin belirlenmesinde VAR (Vactor Autoregression) yöntemi kullanılacaktır.

3.4.1. Vektör Otoregresyon Modelinin Tanımı

Christopher A.Sims tarafından 1980 yılında ortaya atılan (Christopher A.Sims, "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, Econometric Society, Vol.48, s.1-48'deki makalesi) VAR (Vector Autoregression) yöntemi, çok denklemlilerde uygulanan teorik sınırlamaları gerçek dışı kabul eden bir modeldir. Modelin getirdiği kolaylıklar olarak; değişkenler arasında içsel/dışsal ayrımı yapmaya gerek olmaması, değişken eliminasyonu yapmaya gerek olmaması ve modelin katı ekonomik teorilere dayandırılmak zorunda olmaması, sıralanabilir. Bu ilkeler doğrultusunda Sims tarafından ileri sürülen modelden çıkan sonuç, her şeyin her şeye sebep olabileceği ve böylece genel ekonomik kurallar dışında sınırlamalara gerek olmayacağıdır. VAR yöntemi bu yüzden, "Teorisiz Makro Ekonometri" olarak adlandırılmıştır. VAR yönteminde, her değişken, kendisinin ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile regresyona tabi tutulur. Değişkenlerin gecikme uzunlukları, hata terimleri arasında önemli bir otokorelasyona sebep olmayacak şekilde belirlenmektedir. Başka bir ifadeyle, belirlenecek gecikme uzunluğu, hesaplamalar açısından soruna sebep olmayacak kadar küçük, fakat hata terimleri arasında otokorelasyona sebep olmayacak kadar da büyük bir sayı olarak belirlenir. VAR yöntemi, modelde yer alan değişkenlerin bir sistem olarak birbirleriyle

³⁷⁴ Süreyya Serdengeçti, "T.C. Merkez Bankası 2001-2002 Yılı Para Politikası Uygulamaları: Kriz, Nereden Nereye, Konulu Sempozyum", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, S.194, Mayıs 2002, s.52-54.

etkileşimlerini göstermesi açısından önemli bir ekonometri tekniğidir. Sims, şokların makro değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek için, VAR modelinin hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen etki-tepki analizlerinin (impulse responses) ve varyans araştırmalarının (variance decompositions) yapılmasını önermektedir.³⁷⁵

3.4.2. Türkiye Ekonomisi İçin Deneme Modeli

3.4.2.1. Değişkenlerin Belirlenmesi

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin başladığı 1990'lardan bugüne (32 Sayılı Karar sonrasında), faiz arbitrajının sebep olduğu getiri fırsatlarının, ödemeler bilançosu hesapları içindeki gösteriminden yola çıkılmış ve makro ekonomik değişkenler belirlenmiştir. VAR analizi, söz konusu değişkenlerin hem kendileri hem de diğer değişkenlerden kaynaklanan şoklara cevabını belirlemektedir. Bu yolla, Türkiye'de 1990 sonrasındaki ekonomik krizler üzerindeki, faiz arbitrajının yarattığı getiri fırsatlarını değerlendirmek üzere hareket eden fonların etkileri araştırılmaktadır.

Modelin çalıştırılmasında kullanılmak üzere belirlenen değişkenler ve seçim sebepleri şöyle sıralanabilir:

- **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (KVSH):** Ödemeler bilançosu istatistiklerinden faydalanılarak, Kısa Vadeli Sermaye net değerleri (varlıklar ve yükümlülükler arasındaki farklar), üçer aylık veriler olarak kullanılmıştır. Döviz tevdiat hesaplarını ve kredileri kapsayan bu değerler, sıcak para içinde anılmakta olan kısa vadeli sermaye akımlarını (ödemeler bilançosundaki haliyle) temsil edemediğinden, modele portföy yatırımları ve net hata noksan değerleri dahil edilecektir.
- **Portföy Yatırımları (PY):** Ödemeler bilançosu istatistiklerinden faydalanılarak, Portföy Yatırımları net değerleri (varlıklar ve yükümlülükler arasındaki farklar), üçer aylık veriler olarak kullanılmıştır. Portföy yatırımları her ne kadar uzun vadeli varlıkları (tahvil, bono v.b.) kapsayan bir tanım olsa da, ikinci el piyasanın gelişmiş olması ve bu fonların da likit hale

³⁷⁵ Nihal Kargı, **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:115, 1998, s.89.

dönüştürülebilmesindeki kolaylık sebebiyle, ekonomik kriz öncesinde, canlanma devresinde ve genişleme devresinde, volatilité göstermektedir. Bu yüzden, birinci bölümde bahsedildiği üzere, sıcak para tanımı içinde yer alan bu yatırımlar da cari işlemler dengesini finanse eden bir hesaptır.

- **Net Hata ve Noksan (NHN):** Ödemeler bilançosu istatistiklerinden faydalanılarak, Net Hata Noksan değerleri, üçer aylık veriler olarak kullanılmıştır. Birinci bölümde anlatıldığı üzere, ödemeler bilançosunun bu kalemi, faiz arbitrajı güdüsüyle hareket eden sıcak para fonlarının (spekülatif fonlar) bir göstergesi durumundadır. Cari işlem açıklarını finanse eden bir işlevi vardır.
- **Cari İşlemler Dengesi (CID):** Ödemeler bilançosu istatistiklerinden faydalanılarak, Cari İşlemler Dengesi net değerleri, üçer aylık veriler olarak kullanılmıştır.
- **Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH):** Türkiye ekonomisinde 1990 sonrasında GSMH değerleri üçer aylık periyotlar halinde belirlenmiş olup, 1987 (baz yılı) fiyatlarıyla sabit GSMH değerleri kullanılmıştır.
- **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Endeksi (İMKB):** Endeks değerleri, üçer aylık hesaplanmış (üç ayın ortalaması olarak) değerlerdir. Söz konusu endeks, faiz arbitrajı güdüsüyle hareket eden fonların bir göstergesi olmasa da, faiz oranları, döviz kuru, enflasyon gibi makro ekonomik göstergelerdeki etkileri araştırılacaktır. Zira, bu etkilerden dolayı, dolaylı olarak spekülatif fonlar üzerinde etkisi vardır.
- **Faiz Oranları (FO):** faiz oranları aylık mevduat faiz oranlarını ifade etmektedir. Söz konusu oranın seçiminde, faiz oranlarının birbirine göre kote edilmesi göz önünde bulundurulmuştur.
- **Döviz Kuru (DK):** ABD doları kurunun üçer aylık (ortalama) değerleri kullanılmıştır.
- **Enflasyon (ENF):** Toptan Eşya Fiyatları Endeksi'ndeki (TEFE) üçer aylık değerler (üç ayın sonundaki değerler, 12 ay ortalaması cinsinden) kullanılmıştır. 1993'e kadar 1987 baz yılı, 1994-2004 arasında 1994 baz yılı, 2005 yılı verileri için 2003 baz yılıdır.

Tablo 29: Türkiye Ekonomisinden Seçilen Makro Ekonomik Değişkenlerin Üçer Aylık Gösterimi (1992-2005)

Yıllar-Üçer Aylık Dönemler	1*KVSH	2*Portföy Yatırımları	3*Cari İşlemler Dengesi	4*Net Hata ve Noksan	5*İMKB Endeksi	6*Faiz Oranları	7*Döviz Kuru	8*Enflasyon	9*Sabit GSMH
1992-I	-361	224	-160	-763	41	57	5859	60,4	17290,8
1992-II	479	930	-592	-573	38	58,25	6772	61,0	19917,4
1992-III	115	569	-47	215	41	57,25	7142	60,9	30444,0
1992-IV	225	688	-175	-69	38	57,25	8211	62,1	22670,3
1993-I	1690	1028	-932	-905	54	54,5	9101	58,0	18267,7
1993-II	1633	367	-2344	-62	90	52,8	10210	57,4	22127,9
1993-III	1202	741	-1580	-557	124	53	11757	58,8	32820,2
1993-IV	-161	1781	-1577	-638	180	53	13716	58,4	24460,8
1994-I	-642	1410	-1133	-2666	164	65,5	19216	62,3	19017,2
1994-II	-2540	-58	1408	1869	165	116,5	32100	84,4	19982,0
1994-III	-2001	-290	2014	2519	248	57,5	32648	101,0	29940,4
1994-IV	-451	96	342	110	268	57	36855	120,7	22773,4
1995-I	3571	-844	428	376	314	71,5	41161	125,7	18970,4
1995-II	2108	-324	-443	569	474	62,5	42920	111,6	22502,7
1995-III	490	1377	25	955	462	59	47100	99,3	32967,9
1995-IV	-2266	28	-2349	532	418	72,5	55473	86,0	24587,2
1996-I	1656	798	-429	-489	590	83,25	66161	72,0	20777,9
1996-II	2049	842	-1430	654	654	76	86337	70,5	24342,8
1996-III	-114	-370	470	1280	667	75,5	86570	71,8	34660,6
1996-IV	710	-700	-1048	54	904	75,5	101389	75,9	26298,5
1997-I	-67	891	-1248	256	1610	72,5	121030	78,7	22118,6
1997-II	2669	261	-1032	-1340	1626	70,75	140293	78,3	26551,2
1997-III	1721	792	948	680	2175	76	165757	79,8	37619,7
1997-IV	430	-310	-1306	-583	3058	77,5	192843	81,8	28584,8

Tablo 29 (Devam): Türkiye Ekonomisinden Seçilen Makro Ekonomik Değişkenlerin Üçer Aylık Gösterimi (1992-2005)

Yıllar-Üçer Aylık Dönemler	1*KVSH	2*Portföy Yatırımları	3*Cari İşlemler Dengesi	4*Net Hata ve Noksan	5*İMKB Endeksi	6*Faiz Oranları	7*Döviz Kuru	8*Enflasyon	9*Sabit GSMH
1998-I	2290	946	-1069	947	3359	78	227787	84,8	24226,0
1998-II	2821	474	-227	1688	4000	76	256427	85,1	27743,6
1998-III	-4158	-7021	1440	-3598	3074	72	273573	83,8	38581,9
1998-IV	4114	-1110	1840	-6930	2456	79	299503	71,8	28751,6
1999-I	-92	1182	1276	407	3670	78,5	348502	61,7	22314,6
1999-II	-517	619	-1364	1866	5124	77,5	402830	55,2	26724,9
1999-III	747	-72	129	925	5631	75,5	442954	52,4	35664,7
1999-IV	1644	1700	-1385	-1477	10058	71	510052	53,1	27339,6
2000-I	1466	2091	-2269	-751	16193	40,5	572372	57,8	23246,2
2000-II	2867	1608	-3264	252	16626	40	612984	59,7	28170,2
2000-III	1458	2333	-1360	-1278	12784	36,5	649956	57,5	38247,5
2000-IV	6010	-5010	-2926	-985	10474	57	678900	51,4	29480,6
2001-I	-396	-2868	-473	-975	9166	173,5	880623	42,1	22474,4
2001-II	-2454	-348	1255	-118	11483	75,75	1194837	43,3	24710,5
2001-III	2176	-741	1968	-2142	9139	66,5	1407132	49,7	34750,4
2001-IV	-1993	-558	640	1564	11754	61,5	1504613	61,6	25847,8
2002-I	3836	-59	-637	-1520	11995	56,75	1350881	75,4	22607,9
2002-II	1354	-736	-809	574	10411	48,5	1449029	71,5	37290,0
2002-III	1457	-468	1029	604	9541	48,75	1652118	63,0	37531,5
2002-IV	647	670	-1107	484	11306	46,5	1616045	50,1	28908,2

Tablo 29 (Devam): Türkiye Ekonomisinden Seçilen Makro Ekonomik Değişkenlerin Üçer Aylık Gösterimi (1992-2005)

Yıllar-Üçer Aylık Dönemler	1*KVSH	2*Portföy Yatırımları	3*Cari İşlemler Dengesi	4*Net Hata ve Noksan	5*İMKB Endeksi	6*Faiz Oranları	7*Döviz Kuru	8*Enflasyon	9*Sabit GSMH
2003-I	3441	-75	-3014	-1212	10643	45,5	1651075	39,4	24273,6
2003-II	-1078	934	-2643	3854	11258	42	1479597	35,4	28282,9
2003-III	2005	1607	1080	-159	11746	34,5	1399850	30,3	39617,0
2003-IV	-1011	-1	-3458	2232	14998	28	1450665	25,6	30991,6
2004-I	2909	2799	-5400	-1041	18779	24,25	1322795	19,2	27647,4
2004-II	1586	1207	-4547	2336	17690	22,75	1470460	13,7	32729,6
2004-III	1577	449	-672	-1252	20517	23	1487736	11,2	41883,3
2004-IV	-1879	3568	-5028	2306	23448	22,25	1410550	11,1	33047,7
2005-I	4384	3852	-6190	716	27094	20	1331033	15,0	29124,9
2005-II	4209	3062	-7115	3089	25261	19,5	1359967	12,8	33840,9

Kaynak:--Maliye Bakanlığı, “Yıllık Ekonomik Rapor 2005”, (Çevrimiçi) http://www.maliye.gov.tr/apk/rapor_2005.pdf,

28 Kasım 2005.

--DPT, “Ekonomik Göstergeler”, (Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-05/6.zip>, 28 Kasım 2005.

--Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, “Hazine İstatistikleri”,

(Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/yayin/hazineistatistikleri/contents.htm>, 11 Kasım 2005.

--T.C.M.B., “Ekonomik Göstergeler”, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 8 Kasım 2005.

--DİE, “Fiyat ve Endeksler”, (Çevrimiçi) http://www.die.gov.tr/yillik/19_Fiyat.pdf, 27 Kasım 2005.

--DİE, **Ekonomik Göstergeler II. Dönem 2005**, Ankara, Devlet İstatistik Enstitüsü Yayınları, 2005, s.32-35.

--DİE, **İstatistik Göstergeler 1923-2003**, Ankara, Devlet İstatistik Enstitüsü Yayınları, 2004, s.445-623.’den

faydalanılarak hazırlanmıştır. (Ödemeler bilançosu verileri “x Milyon dolar”, GSMH verileri “x 1000” YTL cinsindedir.)

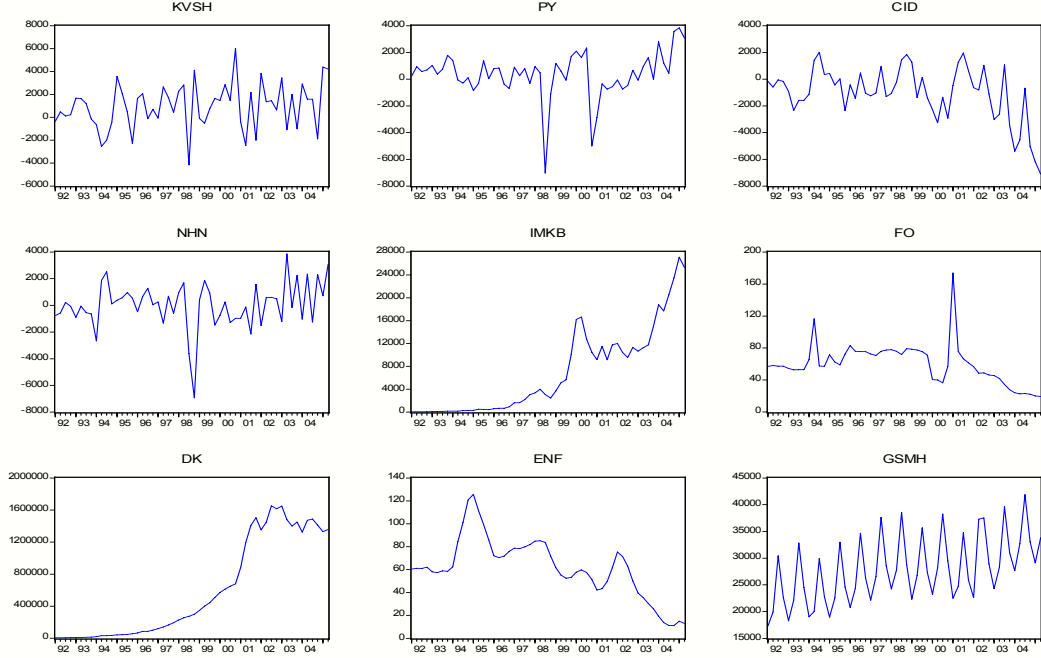
Tablo-29'da yer alan ödemeler bilançosu hesapları (Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları, Net Hata Noksan, Cari İşlemler Dengesi) milyon dolar cinsinden; IMKB Endeksi üç ayın ortalaması olarak; faiz oranları aylık mevduat faiz oranı; döviz kuru ABD dolarının üç aylık ortalama TL kuru; enflasyon üç ayın sonundaki Toptan Eşya Fiyatları Endeksi-TEFE ve GSMH ise 1987 fiyatlarıyla Gayri Safi Milli Hasıla'yı (x1000 YTL cinsinden) ifade etmektedir. Tablo'daki değerlerin 1990 sonrası yıllar olarak belirlenmesinde, Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerini serbestleştiren 32 Sayılı Karar etkindir. Çalışmanın üçüncü bölümünde bu karar detaylı olarak incelenmiştir.

3.4.2.2. Modelin İşleyişi

VAR (Vector Autoregression) yöntemi, Eviews 5.0 programı kullanılarak, modeldeki değişkenlerin bir birim şok karşısında verdikleri tepki araştırılmaktadır. Bu yöntem sonucunda etki-tepki analizleri (impulse responses) ve varyans araştırmaları (variance decompositions) yapılarak, her bir değişkende bir birim şok karşısında, şokun ne kadarının kendinden ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığı saptanacaktır. Söz konusu sonuçlar içinde asıl olarak ekonomik kriz anlamına gelen GSMH'nın, diğer değişkenlerdeki bir birimlik şokun yüzde olarak kaçından etkilendiği araştırılacaktır. Bu etki yanında, çalışmanın birinci bölümünde incelenen ilişkiler de araştırılacaktır. Cari işlemler açıklarını finanse etmek amaçlı olarak, faiz oranlarının yüksek tutulması böylelikle faiz arbitrajı güdüsüyle kısa vadeli fonların ülkeye çekilmesi ve kolay borçlanma imkanı sağlanması gibi, daha önce bahsedilen etkiler araştırılacaktır.

Modeldeki değişkenlerin (serilerin) öncelikle durağanlıkları incelenmiştir. Söz konusu dokuz adet değişkenler (Tablo-29'daki değişkenlerin kısaltmaları modelde sıklıkla kullanılmaktadır) ile ilgili olarak durağanlığı gösteren Grafik-2 aşağıdadır.

Grafik 2: Değişkenlerin gruptaki durağanlıkları



Kaynak: Eviews Programı kullanılarak hazırlanmıştır, 10 Aralık 2005.

Grafik-2'de Tablo-29'daki değişkenlerin kısaltmaları kullanılmıştır. Grafik incelendiğinde; KVSH, PY ve NHN değişkenlerinin durağan oldukları (sıfır etrafındaki hareket etmeleri izlenerek), diğer altı adet serinin (değişkenin) ise, durağan olmadıkları görülmektedir. Ayrıca DK ve İMKB serilerinde sapmanın şiddeti azaltılması için logaritmik dönüşüm yapılarak VAR modeline dahil edilecektir. Trend Durağan olan (orjinalde durağan) üç değişken (KVSH, PY, NHN) dışındaki seriler, birinci farkları alınmak suretiyle (diğer altı seri, fark durağandır) durağanlaştırılmıştır. VAR yönteminden önce Grafik-2'de görülen durağanlıklar ayrıca Phillips-Perron ve Augmented Dikey-Fuller yöntemleri kullanılarak test edilmiş olup, söz konusu test yöntemlerinin Eviews 5.0 sonuç çıktıları, çalışmanın **EK-I'**inde sunulmaktadır. **EK-I'**deki, Phillips-Peron test istatistiği ve Augmented Dikey-Fuller test istatistiği değerlerinin her birinin, kendi tablolarındaki kritik test değerleri olan anlam seviyelerinden (tablodaki %1, %5 ve %10 olan seviyeler) büyük olması, serilerin durağan olduklarını (ya da durağanlaştırıldıklarını) göstermektedir. **EK-I'**deki alt tablolardaki, **(a)** başlıklı ayırım, değişkenlerin ilk halleriyle yapılan testleri (PP ve ADF testleri), **(b)** başlıklı ayırım ise gerek logaritmik dönüşüm gerekse

birinci farklar alındıktan sonraki durağanlaştırma sonu testlerini (PP ve ADF testleri) göstermektedir. Böylelikle IMKB ve DK serilerinde logaritmik (L) dönüşüm yapıldıktan sonra, VAR’da kullanılacak değişken vektörü; (KVSH, PY, NHN, CID, LIMKB, FO, LDK, ENF, GSMH) şeklindedir.

Ayrıca seriler arasında Granger Nedenselliği Testi de yapılarak ilişkilerin varlığı/yokluğu sınanmıştır. GSMH’nın diğer değişkenler ile “Granger Nedenselliği” ilişkisi Tablo-30’da incelenmektedir. *Granger Nedensellik Testi*, bir değişkenin açıklanmasında, kendi gecikmeli değerlerinin yanında, diğer bir değişkenin de gecikmeli değerlerinin kullanılması sürecinin test edilmesidir. Bu anlamda, “A, B için Granger Nedenseldir” ifadesi, B’nin A’nın bir sonucu olduğunu göstermemekte, B değişkenini tahmin ederken, A değişkeninin gecikmeli değerlerini kullanmanın, B değişkeninin açıklanma gücünü artıracaklarını göstermektedir. Bu bağlamda, “Granger Nedensellik Testi” nin, günlük kullanımdaki nedensellik ile ilgisi yoktur.³⁷⁶

Tablo 30: GSMH ile Diğer Değişkenlerin “Granger Nedenselliği” sonuçları

Örnekleme: 1992Q1- 2005Q2
VAR Gecikmesi: 4

Boşluk Hipotezi	F-istatistik	Olasılık
GSMH, KVSH için Granger Nedensel değildir	2.08423	0.10041
KVSH, GSMH için Granger Nedensel değildir	2.27292	0.07778
GSMH, PY için Granger Nedensel değildir	0.85689	0.49782
PY, GSMH için Granger Nedensel değildir	0.97404	0.43219
GSMH, NHN için Granger Nedensel değildir	0.73716	0.57204
NHN, GSMH için Granger Nedensel değildir	2.14711	0.09222
GSMH, CID için Granger Nedensel değildir	5.60937	0.00107
CID, GSMH için Granger Nedensel değildir	4.64881	0.00346
GSMH, IMKB için Granger Nedensel değildir	2.79701	0.03836
IMKB, GSMH için Granger Nedensel değildir	1.56603	0.20154
GSMH, FO için n Granger Nedensel değildir	0.91370	0.46511
FO, GSMH için Granger Nedensel değildir	2.64264	0.04721
GSMH, ENF için Granger Nedensel değildir	1.14697	0.34819
ENF, GSMH için Granger Nedensel değildir	0.78995	0.53847
GSMH, DK için Granger Nedensel değildir	1.91238	0.12665
DK, GSMH için Granger Nedensel değildir	3.35364	0.01828

Kaynak: Eviews programı “Granger Causality” kullanılarak hazırlanmıştır, 10 Aralık 2005.

³⁷⁶ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s.36.

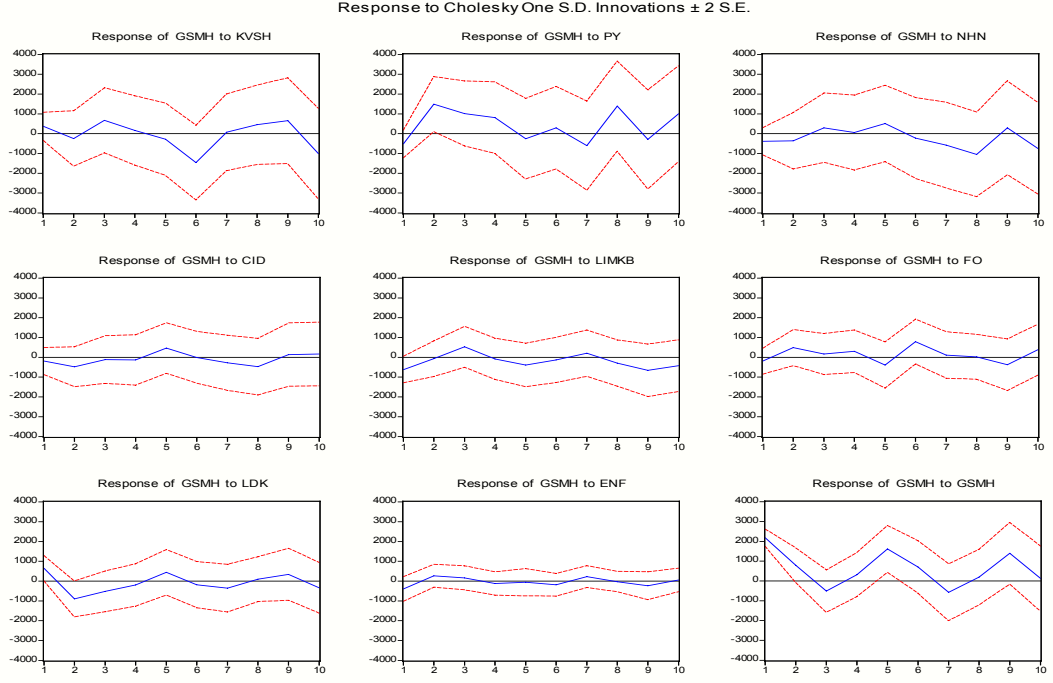
Tablo-30’da, Granger nedensellik test sonuçları, GSMH ile diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Ayrıca çalışmanın **Ek-II**’sinde de diğer değişkenlerin kendi aralarındaki “Granger Nedenselliği” sunulmakta olup, Tablo-29’deki değişkenlerin seçiminde de bu sonuçlar göz önüne alınarak, değişkenlerin rolü kontrol edilmiştir. Tablo-30’da ve çalışmanın Ek-2’inde sunulan Granger Nedensellik Testi’nde, olasılık (Probability) sütunundaki değer 0,5’den büyükse “Ho” Boşluk Hipotezi kabul edilmektedir. Tablo-30’daki sonuçlara göre, GSMH değişkeninin açıklanmasında, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve net hata noksan’ın açıklayıcılık gücünün istatistiksel olarak yüksek olduğu (değerler 0,5’den küçük olduğu için) gözlenmektedir. Özellikle KVSH ile GSMH ve PY ile GSMH değişkenleri arasında birbirini besleyen bir yapı görülmektedir. Yine Tablo-30’a göre, GSMH ile diğer değişkenlerin arasında da “Granger Nedenselliği” bulunmaktadır.

Çalışmada gecikme uzunluğu için en ideal lag 4 seçilmiştir. Lag-4 ve öncesi gecikme uzunluklarının belirlenmesinde Akaike Kriteri (Akaike Information Criterion) ve Schwarz Kriteri (Schwarz Criterion) en küçük olan, fakat olasılığı (Log Likelihood) mutlak olarak en büyük olan gecikme uzunluğu tercih edilmelidir. VAR’da kullanılacak söz konusu gecikme uzunluğu kriterleri karşılaştırmalı olarak çalışmanın **Ek-III**’ünde sunulmakta olup, bahsedilen kriterlerin aldıkları değerler oradan takip edilebilir. VAR4 modelinin işletilmesi ile etki-tepki grafikleri ve varyans araştırma sonuçları belirlenmiştir.

3.4.3. Model Sonuçları ve Yorumlanması

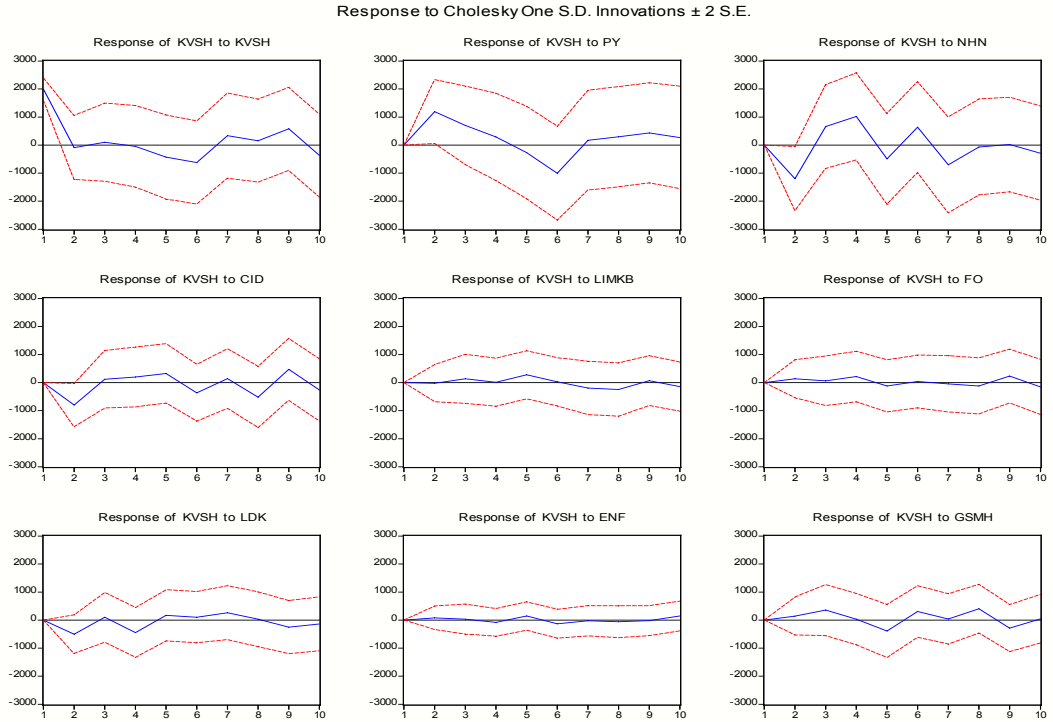
VAR4 modeli uygulaması sonucunda etki-tepki grafikleri (GSMH için) ve bir birim şok değişkenine karşı bağımlı değişkenin tepkisi (varyans araştırması), tablolar halinde Eviews programı kullanılarak belirlenmiş olup, sonuçlar aşağıdadır.

Grafik 3: GSMH'nın Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri)



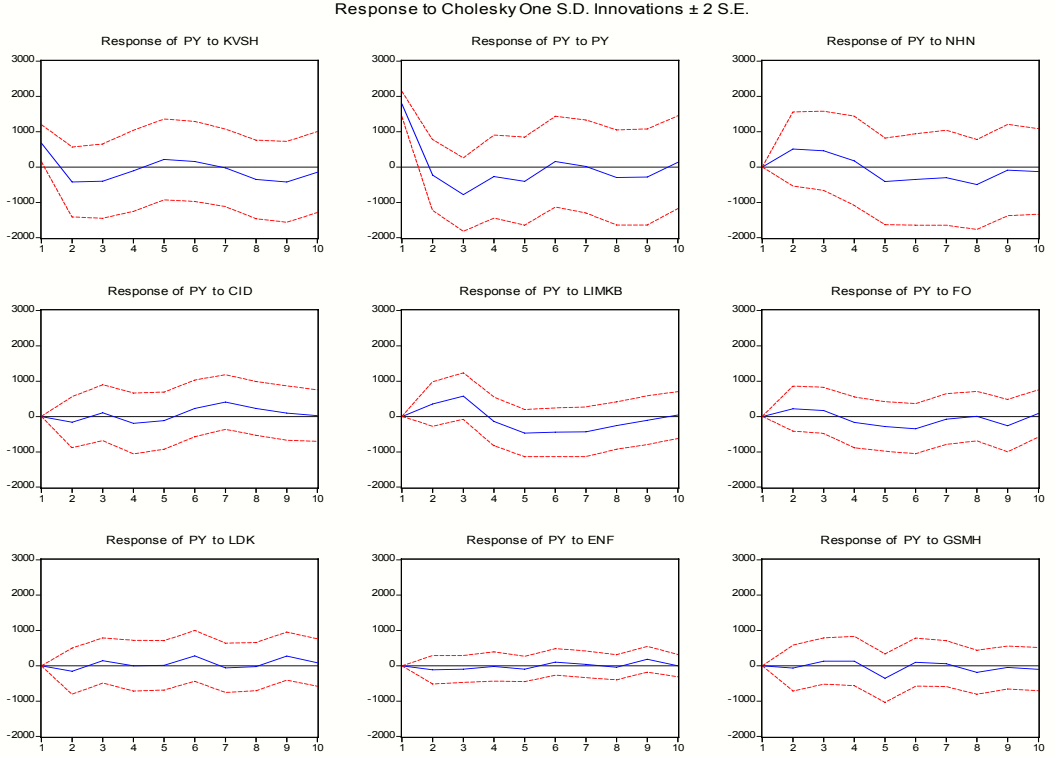
Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 4: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri'nin Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi



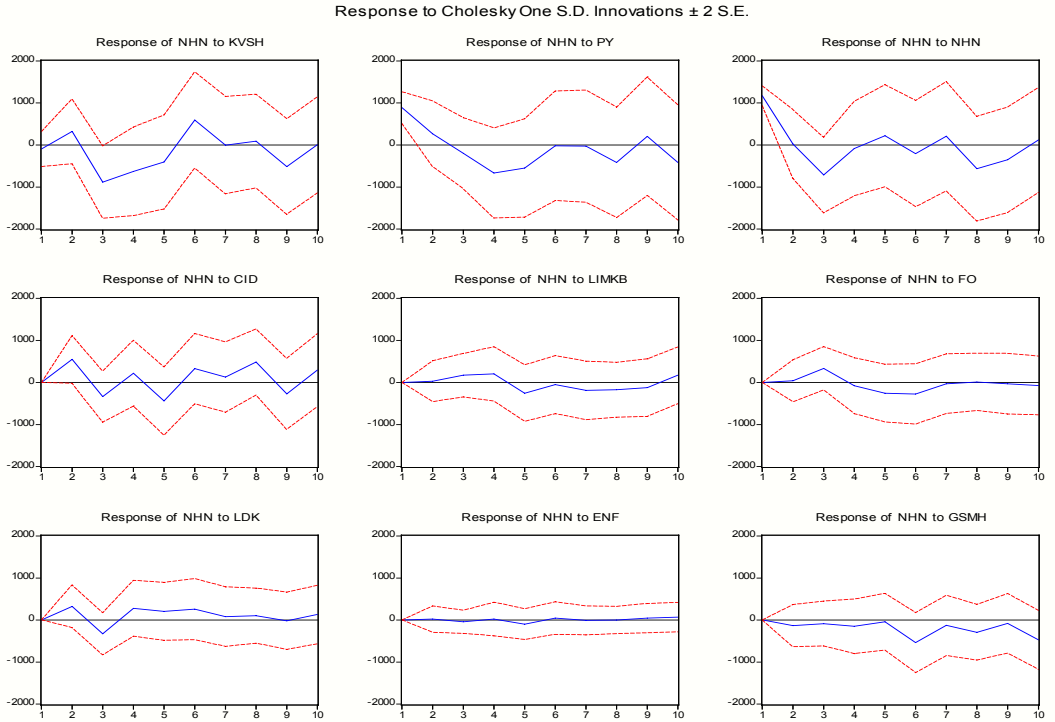
Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 5: Portföy Yatırımları'nın, Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi



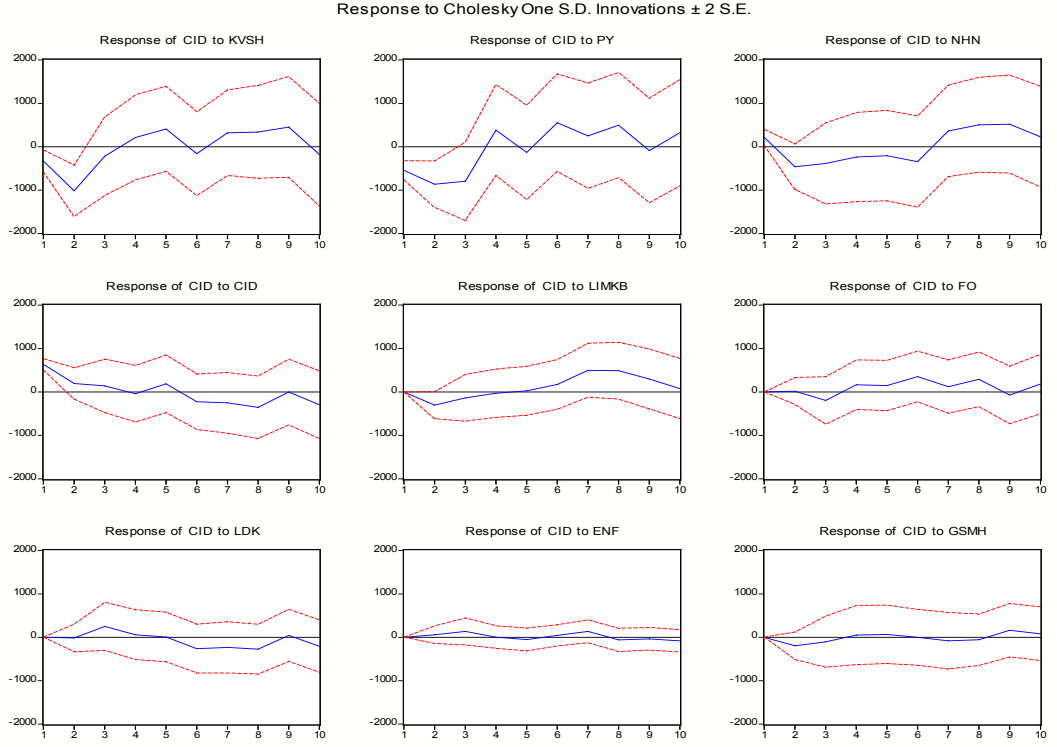
Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 6: Net Hata Noksan'ın Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri)



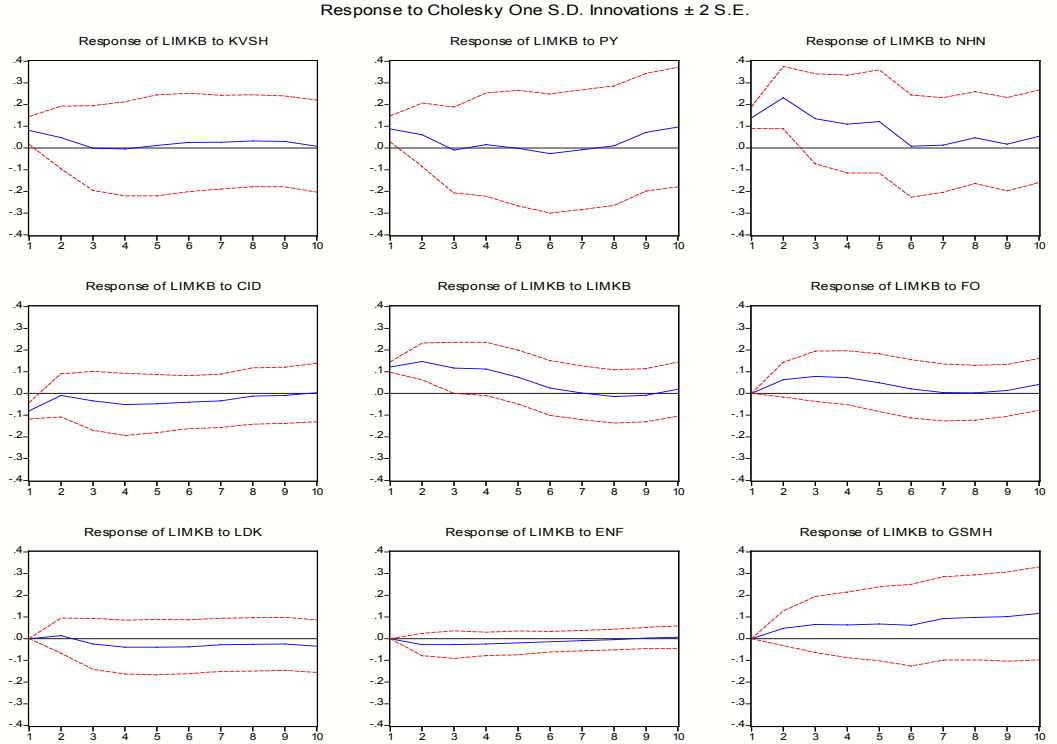
Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 7: Cari İşlemler Dengesi'nin Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi



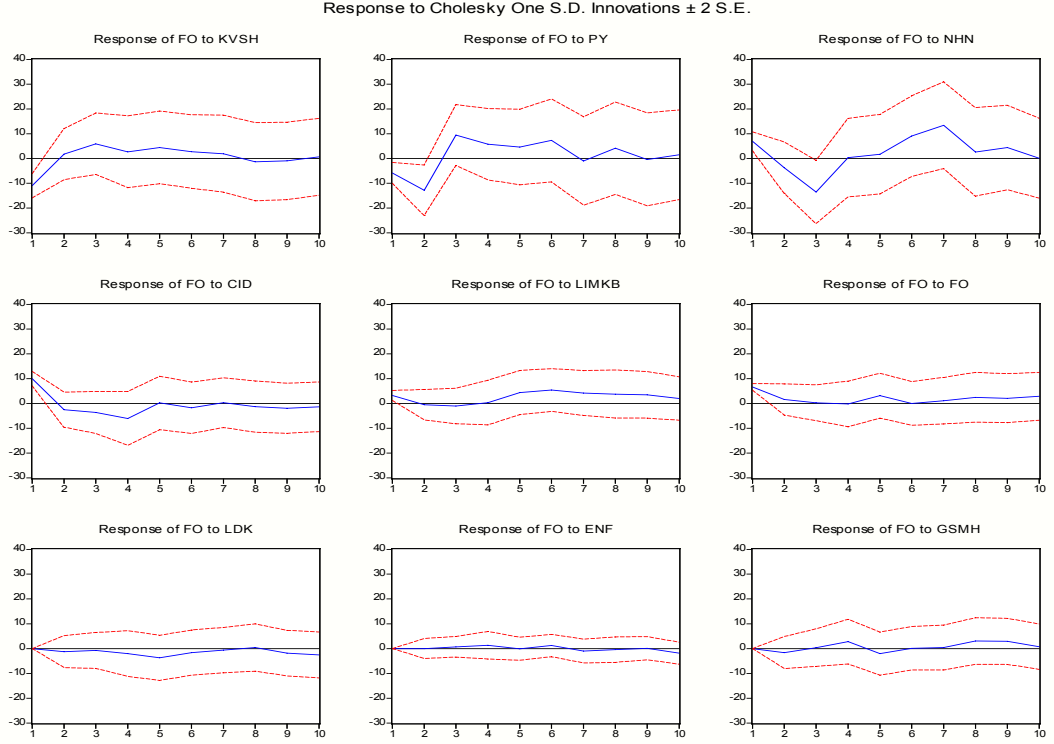
Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 8: İMKB Endeksi'nin Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri)



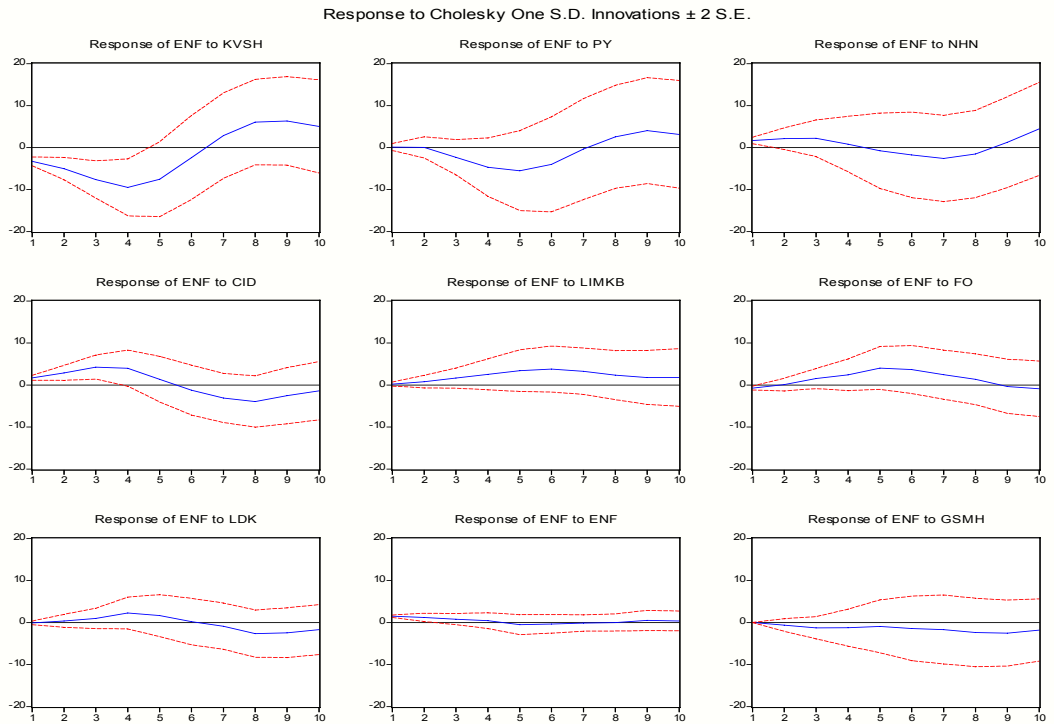
Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 9: Faiz Oranları'nın Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri)



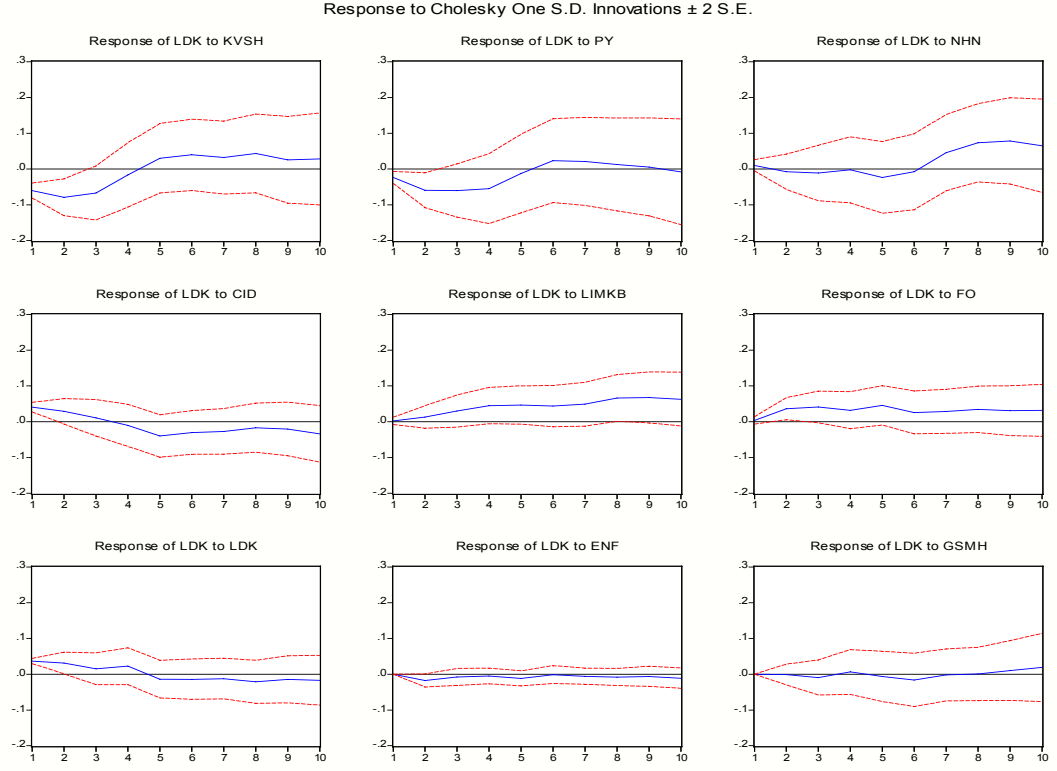
Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 10: Enflasyon'un Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri)



Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Grafik 11: Döviz Kuru'nun Değişkenlerdeki Şoka Tepkisi (Etki-Tepki Analizleri)



Kaynak: Eviews programı “etki/tepki analizleri” kullanılarak, 10 Aralık 2005.

Tablo 31: Gayri Safi Milli Hasıla'nın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	2.160593	4.282215	2.327537	0.594792	6.030755	0.586919	6.598677	2.496822	74.92169
2	2791.071	1.819408	23.09876	2.589628	2.490820	3.615979	2.572978	11.43699	2.138373	50.23706
3	2983.121	4.939667	26.63684	2.788511	2.126858	5.068193	2.288562	11.33417	1.941566	42.87563
4	3212.756	4.786202	29.44178	2.622454	2.112810	4.771105	2.794326	10.84087	1.917904	40.71255
5	3349.892	4.232590	23.66416	3.546051	2.887892	4.625473	3.061903	9.681505	1.535392	46.76504
6	3645.458	13.50211	20.23889	3.205551	2.419091	3.960018	5.478007	8.266460	1.448441	41.48144
7	3750.157	12.71778	20.64898	4.496577	2.623022	3.913036	5.205716	8.338695	1.589985	40.46621
8	3833.227	11.74939	25.17755	8.054195	3.124792	3.703777	4.496487	7.234674	1.375511	35.08362
9	3954.908	11.88812	22.63561	7.448209	2.835593	4.760011	4.474935	6.823036	1.408642	37.72584
10	4011.970	13.86043	23.59367	8.456886	2.655713	4.857992	4.514498	6.541625	1.287035	34.23215

Tablo 32: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri'nin Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2791.071	51.21138	18.22482	18.46058	8.298072	0.006646	0.239204	3.211688	0.082684	0.264922
3	2983.121	44.94165	21.48441	21.04959	7.412490	0.196078	0.249690	2.928030	0.084535	1.653526
4	3212.756	38.76779	19.33177	28.27747	6.772348	0.170125	0.672853	4.432830	0.139026	1.435784
5	3349.892	37.30996	18.43398	28.14428	7.183272	0.849061	0.751914	4.331113	0.317642	2.678774
6	3645.458	34.44673	23.17190	26.84211	7.071642	0.722364	0.645068	3.737154	0.394857	2.968177
7	3750.157	33.34879	22.10202	28.93217	6.830178	0.946619	0.625827	4.019140	0.378460	2.816797
8	3833.227	32.08144	21.74422	27.72496	8.363644	1.326377	0.698127	3.852774	0.385838	3.822612
9	3954.908	32.26841	21.63179	26.04697	9.265987	1.275144	1.004463	4.027606	0.365470	4.114164
10	4011.970	32.20860	21.47547	25.83087	9.449285	1.372381	1.130070	4.029367	0.491331	4.012626

Tablo 33: Portföy Yatırımları'nın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	12.53490	87.46510	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2791.071	14.52155	74.12024	5.942621	0.601270	2.812649	1.096819	0.523753	0.287969	0.093129
3	2983.121	13.75064	66.72309	8.180517	0.643209	7.849512	1.329482	0.782240	0.364242	0.377060
4	3212.756	13.43476	65.47807	8.398112	1.269703	7.888712	1.752193	0.753783	0.358179	0.666496
5	3349.892	12.49797	59.92524	9.821523	1.324328	10.20953	2.722070	0.665175	0.436052	2.398111
6	3645.458	11.75128	55.07299	10.63310	1.906611	11.99429	4.087161	1.671393	0.549550	2.333616
7	3750.157	11.07699	51.88357	11.17025	3.874425	13.67669	3.919364	1.618439	0.537671	2.242593
8	3833.227	11.74828	49.20025	13.20965	4.212657	13.47521	3.640634	1.510013	0.520056	2.483248
9	3954.908	13.09573	47.55976	12.61457	4.098753	12.91159	4.202736	2.267510	0.868263	2.381087
10	4011.970	13.19784	47.34789	12.67251	4.068247	12.81394	4.245110	2.333858	0.860483	2.460125

Tablo 34: Net Hata ve Noksan'ın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	0.449368	36.34033	63.21030	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2791.071	4.098328	30.99322	49.49845	10.85267	0.033402	0.054167	3.796421	0.013589	0.659748
3	2983.121	19.93649	20.07496	42.10333	9.264173	0.689395	2.576308	4.734363	0.050661	0.570317
4	3212.756	23.31945	24.31828	34.29766	8.400753	1.296089	2.198582	5.244174	0.050691	0.874325
5	3349.892	22.63903	25.64854	30.30008	10.23836	2.126251	2.901468	5.172088	0.193868	0.780314
6	3645.458	24.53744	22.38291	27.01538	10.39260	1.893041	3.539046	5.408496	0.199660	4.631416
7	3750.157	24.14102	22.03249	27.16314	10.44255	2.344989	3.493335	5.404145	0.198049	4.780288
8	3833.227	21.73817	21.82612	28.17431	12.20978	2.462298	3.132771	4.971127	0.177502	5.307923
9	3954.908	23.42019	21.00137	27.89389	12.30858	2.487590	2.955996	4.679217	0.190276	5.062893
10	4011.970	22.03471	21.59667	26.39524	12.51365	2.653724	2.838356	4.580034	0.227166	7.160446

Tablo 35: Cari İşlemler Dengesi'nin Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	12.60313	34.48479	5.416064	47.49601	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2791.071	37.75353	34.47274	8.602086	14.73052	3.038516	0.012531	0.010444	0.103990	1.275649
3	2983.121	29.57026	41.66259	10.18271	11.55717	2.743882	0.966861	1.569432	0.518427	1.228671
4	3212.756	28.67970	42.28597	10.84318	10.83449	2.583066	1.539485	1.545141	0.484602	1.204364
5	3349.892	30.48974	39.98535	11.08390	10.90787	2.433521	1.913126	1.447818	0.515010	1.223665
6	3645.458	26.83026	40.21621	11.81237	10.38159	2.656919	4.021786	2.545204	0.478463	1.057195
7	3750.157	25.39234	36.56480	12.61632	10.22649	6.466874	3.802275	3.156252	0.731397	1.043249
8	3833.227	22.93089	34.14427	14.13093	10.34462	8.774853	4.375408	3.709509	0.666291	0.923231
9	3954.908	23.78796	31.58869	16.48859	9.539615	9.237261	4.098359	3.442696	0.632714	1.184114
10	4011.970	23.10319	31.41487	16.36968	10.18333	8.892694	4.321441	3.813378	0.691133	1.210283

Tablo 36: İMKB Endeksi'nin Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	11.79241	13.95545	35.60659	11.67436	26.97118	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2791.071	6.132193	7.908709	51.05429	4.527428	25.35426	2.783881	0.138289	0.524418	1.576528
3	2983.121	4.672181	6.069442	48.49367	4.071301	26.60493	5.412704	0.420564	0.799233	3.455979
4	3212.756	3.879113	5.132652	45.52347	4.524373	27.61580	6.779971	1.011230	0.912964	4.620434
5	3349.892	3.458647	4.500985	45.67011	4.832913	26.39550	6.877418	1.470310	0.945317	5.848801
6	3645.458	3.578493	4.583391	44.08916	5.268806	25.69269	6.800446	1.940036	0.986767	7.060212
7	3750.157	3.682653	4.413975	42.32075	5.470004	24.62450	6.523856	2.150319	0.976600	9.837349
8	3833.227	3.871822	4.237965	41.05965	5.255780	23.51252	6.213578	2.284200	0.935634	12.62884
9	3954.908	3.947109	5.666685	38.83290	4.984833	22.20526	5.921685	2.340203	0.885570	15.21576
10	4011.970	3.631023	7.903555	36.36556	4.564602	20.42826	5.934455	2.493626	0.821937	17.85698

Tablo 37: Faiz Oranları'nın Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	33.82460	9.407687	13.43481	28.01311	2.945024	12.37477	0.000000	0.000000	0.000000
2	2791.071	22.46252	35.86193	11.20765	19.28254	1.952636	8.474348	0.281845	1.75E-05	0.476518
3	2983.121	18.20846	32.80141	28.02746	13.64432	1.349641	5.351069	0.246364	0.053366	0.317908
4	3212.756	17.25023	33.11930	25.42312	16.13715	1.239020	4.854855	0.649903	0.229626	1.096792
5	3349.892	17.62363	32.27109	23.48922	14.74184	2.971398	5.364998	1.925117	0.211136	1.401566
6	3645.458	15.70316	31.89883	26.66208	12.86812	4.906510	4.591364	1.867200	0.302214	1.200518
7	3750.157	13.72174	27.43035	35.35274	11.04269	5.430144	4.022234	1.627971	0.331418	1.040707
8	3833.227	13.30946	27.50885	34.45609	10.72632	6.186276	4.287293	1.577318	0.332220	1.616172
9	3954.908	12.91928	26.57950	34.54550	10.60524	6.747452	4.435378	1.749074	0.321459	2.097118
10	4011.970	12.72217	26.26361	33.94737	10.53425	6.876082	4.888667	2.129698	0.540661	2.097492

Tablo 38: Enflasyon'un Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	55.59120	0.071453	14.72721	14.89855	0.258616	2.779545	0.039130	11.63429	0.000000
2	2791.071	59.87430	0.026523	12.24643	18.73302	1.139846	0.917644	0.246986	6.197158	0.618092
3	2983.121	60.68568	3.505547	7.894403	19.05093	2.186921	1.895843	0.704415	2.813201	1.263061
4	3212.756	60.75341	9.039976	4.256556	15.05091	3.270329	2.927954	2.067437	1.501268	1.132161
5	3349.892	56.74180	13.58495	3.172068	11.18957	5.099599	5.961086	2.115525	1.133584	1.001828
6	3645.458	51.28391	15.32113	3.430722	10.19951	7.488500	8.081120	1.877781	1.022674	1.294649
7	3750.157	48.43398	14.03661	4.426317	11.15789	8.880828	8.540629	1.860964	0.938688	1.724087
8	3833.227	48.01246	13.24260	4.219200	12.21201	8.610538	7.709028	2.762847	0.813115	2.418207
9	3954.908	48.24221	14.06698	3.962966	11.72754	8.068603	6.818286	3.295525	0.754875	3.063014
10	4011.970	47.31830	14.12552	6.242856	10.92813	7.765768	6.321653	3.377728	0.704793	3.215248

Tablo 39: Döviz Kuru'nun Diğer Değişkenlerdeki Bir Birim Şoka Tepkisi (Varyans Araştırması)

Period	S.E.	KVSH	PY	NHN	CID	LIMKB	FO	LDK	ENF	GSMH
1	1995.376	49.42532	7.619082	1.436022	22.69959	0.076987	0.173045	18.56996	0.000000	0.000000
2	2791.071	47.56888	19.64030	0.787180	12.06085	0.863482	6.363089	11.24137	1.471094	0.003756
3	2983.121	44.78873	23.99988	0.908127	8.168617	3.351684	9.389518	7.983357	1.140732	0.269354
4	3212.756	37.44658	27.39702	0.760563	6.982003	7.914276	10.32609	7.841952	1.002926	0.328591
5	3349.892	33.14209	23.16614	1.811732	9.232711	11.21565	13.01683	6.931497	1.123918	0.359433
6	3645.458	32.28030	21.53034	1.709045	9.897872	13.50944	12.77574	6.503374	0.997003	0.796887
7	3750.157	29.87074	19.53208	4.941852	9.856468	15.73430	12.50980	5.926163	0.926424	0.702172
8	3833.227	26.88257	16.13329	11.24422	8.413218	18.69981	11.78338	5.430542	0.840237	0.572738
9	3954.908	23.59427	13.74744	16.59226	7.625882	21.14116	11.09131	4.847170	0.756519	0.603978
10	4011.970	21.55464	12.15578	18.82089	7.885594	22.59009	10.76214	4.551834	0.791689	0.887347

Kaynak: (Tablo-30, 31, 32, 33, 34, 35, 37 ve 38) Eviews programı “Varyans Araştırmaları” çıktıları kullanılarak oluşturulmuştur, 10 Aralık 2005.

Model Sonuçlarının Yorumlanması:

- (Grafik-3, Tablo-31): *Gayri Safi Milli Hasıla'nın* diğer değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısında tepkisi incelendiğinde; kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, net hata noksan ve döviz kuru değişkenlerinin etkisi gözlenmektedir. *Grafik-3'deki* volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise *Tablo-31'de* incelenebilmektedir. Tabloya göre, 1992-2005 arasındaki 10 eşit zaman diliminde, kısa vadeli sermaye hareketleri'ndeki (KVSH) bir birimlik şoka GSMH'nin tepkisi birinci dönemde %2.16 seviyesinde olurken, son döneme doğru tepki artarak %13.86'ya yükselmiştir. Portföy yatırımlarındaki bir birimlik şoka GSMH'nin tepkisi ise dönemler ortalaması olarak %25 seviyesindedir. Net hata noksan'daki (NHN) bir birimlik şokun GSMH'daki etkisi ise dönem sonuna doğru artarak %8'ler seviyesinde gerçekleşmiştir. Başka bir ifadeyle, son dönem itibariyle değerlendirme yapıldığında, GSMH'daki etkilerin yaklaşık %24'ü portföy yatırımlarındaki (PY), %14'ü kısa vadeli sermaye hareketlerindeki (KVSH), %8'i net hata noksandaki (NHN), %6'sı da döviz kurundaki (DK) şokların sonucudur. Söz konusu değişkenler, GSMH'nin kriz dönemlerinde küçülmesinin sebeplerini açıklamak bakımından önem taşımaktadır. Tablo-31'deki son dönemdeki KVSH, PY ve NHN değerleri toplamının %56 olması, ekonomideki sıcak para olarak nitelendirilen spekülâtif fonların GSMH üzerindeki baskısını göstermektedir. Özellikle portföy yatırımlarının etkisinin karşılaştırmalı olarak diğer türlerden yüksek oranda olması, faiz arbitrajı güdüsüyle ülkede bulunan fonların, GSMH'daki şok etkisini göstermesi açısından önem taşımaktadır. Söz konusu fonların ülkeden kaçıışı yönündeki bir şok durumunda GSMH bahsedilen %23'lük tepkiyi vermektedir.
- (Grafik-4, Tablo-32): *Kısa vadeli sermaye hareketlerinin,* değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; portföy yatırımları (PY), net hata noksan (NHN) ve cari işlemler dengesi (CID) değişkenlerinin etkileri gözlenmektedir. *Grafik-4'deki* volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise *Tablo-32'de*

incelenebilmektedir. Tabloya göre, bu etkilerin büyüklüğü son döneme doğru artmış olup, KVSH'daki etkilerin yaklaşık %21'i portföy yatırımlarındaki (PY), %26'sı net hata noksanındaki (NHN), %9'u cari işlemler dengesindeki şokların sonucudur. Kısa vadeli sermaye hareketleri, anılan değişkenlerdeki volatiliteye bağlı olarak yön değiştirmektedir. Çalışmada anlatıldığı üzere, cari açıklar, kreditorler için gösterge niteliğinde olup, söz konusu fonların hareketlenmesine etkindir. Tablodaki, KVSH'nin faiz oranlarındaki (FO) şoklara son dönemdeki %1'lik tepkisi, KVSH'nin faiz güdüsüyle hareketinin boyutunu göstermektedir.

- (Grafik-5, Tablo-33): *Portföy yatırımlarının*, değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH), net hata noksan (NHN), cari işlemler dengesi (CID), İMKB endeksi (İMKB), faiz oranı (FO) ve döviz kuru (DK) değişkenlerinin etkileri yanı sıra önemli oranda da kendisinden kaynaklanan etkiler gözlenmektedir. *Grafik-5*'deki volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise *Tablo-33*'de incelenebilmektedir. Tabloya göre, bu etkilerin büyüklüğü son döneme doğru artmış olup, PY'deki etkilerin yaklaşık %13'ü kısa vadeli sermaye hareketlerindeki (KVSH), %13'ü net hata noksanındaki (NHN), %4'ü cari işlemler dengesindeki, %13'ü İMKB endeksindeki (İMKB), %4'ü faiz oranlarındaki (FO), %2'si döviz kurundaki (DK), %47'si ise kendinden kaynaklanan şokların sonucudur. Portföy yatırımları, anılan değişkenlerdeki volatilitéye bağlı olarak yön değiştirmektedir. Bu rakamlardan, söz konusu değişkenlerin, portföy yatırımlarınca takip edildiği sonucu çıkarılabilir. Değişkenin kendinden kaynaklanan şokun yüzde olarak büyük olması, ülke riski kavramı ve rasyonel beklentiler ile açıklanabilir.
- (Grafik-6, Tablo-34): *Net hata noksanının*, değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH), portföy yatırımları (PY), cari işlemler dengesi (CID), faiz oranları (FO) değişkenlerinin etkileri yanı sıra önemli oranda da kendisinden kaynaklanan etkiler gözlenmektedir. *Grafik-6*'daki volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise *Tablo-34*'de

incelenebilmektedir. Tabloya göre, NHN'daki etkilerin yaklaşık %22'si kısa vadeli sermaye hareketlerindeki (KVSH), %22'si portföy yatırımlarındaki (PY), %13'ü cari işlemler dengesindeki, %3'ü faiz oranlarındaki (FO), %21'i ise kendinden kaynaklanan şokların sonucudur. Portföy yatırımları, anılan değişkenlerdeki volatiliteye bağlı olarak yön değiştirmektedir. Net hata noksan hesabı içinde, faiz arbitrajı güdüsüyle hareket eden fonların varlığı; sıcak para tanımları içine giren diğer fonların (PY ve KVSH) hareketini izlemesi yanında cari açıkları da izlemesi (PY ve KVSH gibi), bu yüzden aynı volatilitiyi göstermesi ve faiz oranlarındaki şoklara duyarlılığı yönünden, daha olasıdır.

- (Grafik-7, Tablo-35): *Cari işlemler dengesinin*, değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; enflasyon (ENF) ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) dışındaki değişkenlerin etkileri gözlenmektedir. Grafik-7'deki volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise Tablo-35'de incelenebilmektedir. Tabloya göre, son dönemde, CID'deki etkilerin yaklaşık %22'si kısa vadeli sermaye hareketlerindeki (KVSH), %31'i portföy yatırımlarındaki (PY), %16'sı net hata noksanda (NHN), %9'u İMKB endeksindeki, %4'ü faiz Oranlarındaki (FO), %4'ü döviz kurundaki (DK) şokların sonucudur. Cari işlemler dengesi, anılan değişkenlerdeki volatiliteye bağlı olarak yön değiştirmektedir. Bu rakamlardan, sıcak para olarak nitelendirilmekte olan spekülâtif fonlardaki şoklardan, mal ve hizmet ticaretinin de gösterdiği hesap olan cari işlemler dengesinin etkilendiği sonucu çıkarılabilir. Söz konusu sıcak para fonlarının cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi, döviz kurunu etkilemeleri sebebiyle dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Cari denge üzerindeki etkilerin daha iyi anlaşılması için, değişkenlere uygulanan bir birimlik şoka, döviz kurunun tepkisi (Grafik-11, Tablo-39) incelenmelidir.
- (Grafik-8, Tablo-36): *İMKB endeksinin*, değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; portföy yatırımları (PY), net hata noksan (NHN), faiz oranları (FO) ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) değişkenlerinin etkileri gözlenmektedir. Grafik-8'deki volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise Tablo-36'de

incelenebilmektedir. Tabloya göre, İMKB'deki etkilerin yaklaşık %8'i portföy yatırımlarındaki (PY), %36'sı net hata noksanındaki (NHN), %6'sı faiz oranlarındaki (FO), %18'i ise GSMH'daki şokların sonucudur. İMKB endeksi, anılan değişkenlerdeki volatiliteye bağlı olarak yön değiştirmektedir. Bu rakamlardan, endeksin özellikle net hata noksan ve portföy yatırımlarına duyarlı olduğu, bu değişkenlerdeki birim şoklara tepki verdiği anlaşılmaktadır. GSMH'daki değişimler de ekonomik büyümenin, endekse yansıdığını göstermektedir. Faiz oranlarında değişim ise, ikame getiri olanakları yönünden endeksi etkilemektedir.

- (Grafik-9, Tablo-37): Faiz oranlarının, değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH), portföy yatırımları (PY), net hata noksan (NHN), cari işlemler dengesi (CID), İMKB endeksi (İMKB) değişkenlerinin etkileri gözlenmektedir. Grafik-9'daki volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise Tablo-37'de incelenebilmektedir. Tabloya göre, FO'daki etkilerin yaklaşık %13'ü (giderek azalmakla birlikte) kısa vadeli sermaye hareketlerindeki (KVSH), %26'sı portföy yatırımlarındaki (PY), %33'ü net hata noksanındaki (NHN), %11'i cari işlemler dengesindeki (CID), %7'si İMKB endeksindeki şokların sonucudur. Faiz oranları, anılan değişkenlerdeki volatiliteye bağlı olarak yön değiştirmektedir. Bu rakamlar, sıcak parayı ülkede tutmak amacıyla, faiz oranlarının yükseltilmesi yönündeki tercihleri göstermek bakımından önem taşımaktadır. Çalışmada bahsedildiği üzere, bir para krizi başlangıcında faiz oranları yükseltmek suretiyle, fonların ülkede tutulması amaçlanmaktadır. Ayrıca bu rakamlardan, reel piyasadaki etkilerin faiz oranlarını etkilemesinin daha yavaş gerçekleştiği (cari açıkların faiz üzerindeki etkilerinin uzun dönemde kendini hissettirdiği), oysa sıcak para fonlarını kullanan finans sektöründeki etkilerin hızla kendini faiz oranlarında baskı yönünde hissettirdiği anlaşılmaktadır.
- (Grafik-10, Tablo-38): Enflasyonun, değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH), portföy yatırımları (PY), net hata noksan (NHN), cari işlemler dengesi (CID), İMKB endeksi (İMKB), faiz oranları (FO) gibi değişkenlerin etkileri

gözlenmektedir. *Grafik-10*'daki volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise *Tablo-38*'de incelenebilmektedir. Tabloya göre, son dönemde, ENF'daki etkilerin yaklaşık %47'si kısa vadeli sermaye hareketlerindeki (KVSH), %14'ü portföy yatırımlarındaki (PY), %6'sı net hata noksandaki (NHN), %11'i cari işlemler dengesindeki (CID), %8'si İMKB endeksindeki, %6'sı faiz oranlarındaki (FO) şokların sonucudur. Enflasyon, anılan değişkenlerdeki volatilitéye bağılı olarak yön değiştirmektedir. Bu rakamlar, enflasyon dinamiklerini göstermekte olup, sıcak para tanımları içinde bahsedilen değişkenlerin (KVSH, PY, NHN), iç piyasada likidite yaratmasını ve satın alma gücünü artırması sebebiyle enflasyon üzerinde baskı oluşturmasını ifade etmektedir.

- (*Grafik-11, Tablo-39*): *Döviz kurunun*, değişkenlerdeki bir birimlik şok karşısındaki tepkisi incelendiğinde; enflasyon (ENF) ve GSMH dışındaki tüm değişkenlerinin etkileri gözlenmektedir. *Grafik-11*'deki volatilité, bu etkileri göstermektedir. Söz konusu etkilerin büyüklüğünün yüzdesel ifadesi ise *Tablo-39*'de incelenebilmektedir. Tabloya göre, son dönemde, DK'daki etkilerin yaklaşık %22'si kısa vadeli sermaye hareketlerindeki (KVSH), %12'si portföy yatırımlarındaki (PY), %19'u net hata noksandaki (NHN), %8'i cari işlemler dengesindeki (CID), %23'ü İMKB endeksindeki, %11'i faiz oranlarındaki (FO) şokların sonucudur. Döviz kuru, anılan değişkenlerdeki volatilitéye bağılı olarak yön değiştirmektedir. Bu rakamlar, çalışmada aktarıldığı üzere, sıcak para tanımları içinde bahsedilen değişkenlerin (KVSH, PY, NHN) ülkeye giriş çıkışlarında, döviz kuru üzerindeki baskısını ifade etmektedir. Aynı zamanda İMKB endeksindeki bir birimlik şoka, döviz kurunun verdiği %23'lük tepki, ülkeye giren fonların (faiz arbitrajı güdüsü olmadan ülkeye yönelen diğer spekülâtif fonlar) getiri olanaklarının yüksek olduğu riskli yatırımlarda değerlendirildiğinin bir göstergesi durumundadır.

SONUÇ

Kısa vadeli sermaye akımları, ülkeler arasındaki faiz arbitrajı avantajının yarattığı getiri olanaklarını amaçlayan fonlar olarak hareket etmektedirler. Söz konusu fonlar, likit varlıklar satın almak yoluyla başka ülkelerin ekonomilerine dahil olup, gerektiğinde geldikleri ülkeye ani geri dönme yeteneğindedirler. Kısa vadeli sermaye hareketleri, geri dönüş kabiliyeti yüksek spekülasyon fonları oldukları için sıcak para olarak da isimlendirilmektedirler. Kısa vadeli sermaye hareketleri, genel ekonomik dengeyi etkileyen yapılarından dolayı; ödemeler bilançosu, döviz kuru, faiz oranları gibi ekonomik parametreler üzerinde çeşitli etkilere sebep olmaktadır. Açık ekonomilerde (sermayenin tam hareketliliği durumunda) sermaye akımlarının kur üzerindeki etkileri kur sistemine bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Sabit kur sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde, döviz kurunu korumak amaçlı para politikası önlemleri, faiz oranlarını değiştirerek sermaye hareketlerine sebep olmakta ve para politikaları etkisiz kalmaktadır. Bu durumda, ancak reel ekonomiyi de etkileyen önlemleri içeren maliye politikası etkinlik kazanmaktadır. Çalışmada Mundell-Fleming modeli içinde incelenen bu etkilerin ışığında, sermaye akımlarının liberalizasyonunun (deregülasyon), makro politikaların uygulanmasında bağımsız olunamamasını beraberinde getirdiği sonucuna varılabilir. Ayrıca “Genelleştirilmiş Fisher Etkisi” gereğince, döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı arasında olması gereken uyum; yüksek faiz politikası uygulanması ve döviz kurunun korunması çabalarının, kısa vadeli sermaye akımlarının bu iki değişkene karşı duyarlılığı sebebiyle para politikasını etkisiz kılması ile bozulmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, 1990’lardaki küreselleşme ile birleşen teknolojik ilerleme sebebiyle, hız ve hacim kazanmıştır. 1990’larda, gelişmekte olan ülkelerin, bu fonları çekmek amacıyla sermaye liberalizasyonu yönünde kararlar almalarıyla bu fonlar, yükselen piyasa ekonomilerine doğru yüksek hacimde hareket etmeye başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler, döviz piyasalarında stabilizasyon ile sermaye hareketlerinde liberalizasyon arasında seçim yapmak zorunda kalmaktadırlar. 1990 sonrasında yükselen piyasa ekonomilerinin karşı karşıya kaldıkları ekonomik krizlerin temelinde, sermaye akımlarındaki “deregülasyon”

politikasının etkileri gözlenmektedir. Ayrıca 1990 sonrasındaki ekonomik kriz örnekleri incelendiğinde; sabit kur sisteminin uygulanması, büyüme oranlarının krize yakın dönemde yüksek oluşu, faiz oranlarının yüksek tutulmasına bağlı olarak ülkeye giren kısa vadeli sermaye akımları, yine bu akımların krizin ilk etkilerinin ortaya çıkması ile yön değiştirmesi gibi ortak özellikler saptanmaktadır. Söz konusu ülkelerdeki büyüme oranlarının ekonomik krizin hemen öncesinde yüksekliği ve hatta incelenen bu ekonomilerden övgüyle bahsedilmesi (“Asya Kaplanları” v.b.), bazılarının ise büyümedeki performanslarından dolayı bazı ekonomik entegrasyonların (Meksika’nın 1994 krizinin hemen öncesinde, 1993’de NAFTA üyeliği) içine dahil edildikleri gözlenmiştir. Sayılan bu iyimser beklentiler, sıcak para fonlarının söz konusu ülkelere doğru, ekonomik kriz öncesinde (ki çalışmada bu etki, krizi hazırlayan sebepler olarak incelenmiştir) yüksek hacimdeki hareketine sebep olmuş, krizin boyutunu daha da büyütüştür. Çünkü çalışmanın ikinci bölümündeki ülke örneklerinin incelenmesinden sonra varılan sonuca dayanarak, söz konusu fonların, spekülasyonlar sebebiyle ya da makro ekonomik göstergelerdeki kötüye gidişin rasyonel beklentileri harekete geçirmesi sebebiyle tersine dönmesi, ekonomik krizin yaşanmasına yol açmaktadır. İncelenen ülke örneklerinden görülmektedir ki, bu ülkeler de Türkiye gibi, henüz yapısal olarak hazır olmadan sermaye liberalizasyonu kararı almışlar ve sıcak para fonlarına birden maruz kalmışlardır. İncelenen ülkelerde, hükümetlerin de genellikle kısa vadeli sermaye akımlarını, kolay ve ucuz borçlanma imkanı olarak görmeleri, bu yolla hem cari açıkları finanse ederek (dolayısıyla bütçe açıklarını finanse etmek) ödemeler bilançosu dengesini sağlamak hem de kalkınmanın finansmanını gerçekleştirmek istemeleri çabaları görülmektedir.

Türkiye’de, 1990 sonrasında 32 Sayılı Karar ile birlikte sermaye liberalizasyonunu benimsenmiştir. Sermaye deregülasyonuna sebep olan söz konusu karardan sonra, sıcak para fonları olarak da isimlendirilen kısa vadeli sermaye akımları yoğun olarak Türkiye ekonomisine giriş/çıkış yapmaya başlamıştır. 1990 sonrasındaki bu kontrolsüz hareket, ekonomi otoritesinin gücünü zayıflatmış, rüzgarın yönünü belirleyen taraf değil de rüzgardan etkilenen taraf olmasına sebep olmuştur. Türkiye’de 1990 sonrasında oluşan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizleri incelendiğinde, daha önce incelenen ülke örneklerine benzerlikler

görülmektedir. Türkiye’de de incelenen ülke örneklerindeki gibi, sabit kur sisteminin uygulanması sonucunda, kuru koruma adına yapılan müdahalelerin sermaye akımları üzerinde etkisi ve sermaye akımlarının tersine dönmesi ile de döviz kurunu korumasının imkansız hale gelmesi gibi, birbirini besleyen etkiler yaşanmıştır. Ayrıca Türkiye’de o dönemde uygulanan kur ve enflasyon çapası, sermaye hareketlerinin regülasyona tabi olmaması sebebiyle terk edilmek zorunda kalmış, o zaman kadarki çabaların boşa gitmesi bir yana, yaşanan ekonomik kriz sebebiyle ortaya çıkan resesyonlar, temel iktisat politikası amaçlarını (büyüme, tam istihdam, gelir dağılımı, fiyat istikrarı, ödemeler dengesi) olumsuz etkilemiştir. Yine Türkiye ile diğer incelenen ülke örnekleri arasında, ekonomik entegrasyona uyum sonrasında ekonomik krizin yaşanmış olması gibi bir benzerlik (Meksika’nın 1994 ekonomik krizinin hemen öncesinde NAFTA üyeliği ile Türkiye’nin 2000 yılındaki ekonomik kriz öncesinde AB ile entegrasyona uyum çabaları) göze çarpmaktadır. Bahsedildiği üzere, rasyonel beklentileri harekete geçiren bu benzerlik, kısa vadeli sermaye akımlarının yoğun olarak ülkeye girişine sebep olmuştur. Söz konusu fonların reel ekonomide değerlendirilemeyip, finans kesimindeki spekülasyon alanlara yönelmesi, finans kesiminin gereğinden fazla büyümesine (finans kesiminin reel ekonomiye kaynak sağlayacak kadar olması gerekiyken, reel ekonomiden bağımsız bir finans sektörü oluşmuş) yol açılmıştır. Kısa vadeli fonların tersine dönmesi ile de aşırı şişen bu sektörde, döviz krizine bağlı çöküşler (banka krizleri) yaşanmıştır. Türkiye’de de, incelenen ülke örneklerinde olduğu gibi (Güney Doğu Asya ekonomilerindekine benzer olarak), reel üretim dışındaki sektörlerde aşırı büyümeler (gayri menkul sektörü ve menkul kıymetlerde aşırı fiyat artışları) göze çarpmaktadır. Finans kesiminin sağladığı söz konusu kısa vadeli fonları, orta ve uzun vadeli gayri menkul sektörüne plase etmesi, bir vade uyumsuzluğuna sebep olmaktadır. Spekülasyon ya da rasyonel beklentiler kaynaklı bir para krizi sonrasında başlayan, banka paniği durumunda ise, bankaların talebi karşılayacak likiditesi olmadığından (kredinin uzun vadeli gayri menkullere harcanması sebebiyle) ikiz kriz yaşanmaktadır. Şubat 2001 ekonomik krizi sonrasında Türkiye’de gayri menkul sektöründeki şişkinlik ve fiyat artışları, Güney Doğu Asya krizi öncesi etkilerle benzerlik taşımaktadır.

Çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileri araştırmak amacıyla ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Çalışmada sıklıkla değinilen döviz kuru, ödemeler bilançosu hesapları, faiz oranları, enflasyon, iktisadi büyüme, menkul kıymetler borsası ilişkilerinin araştırılması için, sayılan bu değişkenlerin üçer aylık verileri 1992'nin ilk çeyreğinden 2005'in üçüncü çeyreğine kadar modele dahil edilmiştir. Söz konusu değişkenlerin birbirini etkilemesi hesaplanırken gecikme uzunluğu olarak "VAR4" zamanlık bir gecikme tercih edilmiş, gecikme uzunluğu seçim kriterleri de çalışmanın son bölümünde açıklanmıştır. Değişkenlerin, birbirini gecikmeli değerleri kullanılarak açıklamasında "Granger Nedenselliği" de araştırılmıştır. Model sonuçları göz önüne alındığında, çalışmanın amacını ve hipotezini açıklamaya dönük olarak; dar tanımlı kısa vadeli sermaye hareketleri (banka ve diğer kurumların varlıkları ve yükümlülükleri), portföy yatırımları ve bu iki hesapta gösterilemeyen değeri ifade eden net hata ve noksan büyüklüğü ve bunların ekonomik kriz etkisi anlamına gelen GSMH'daki etkileri ile diğer değişkenler arasındaki bazı ilişkiler belirlenmiştir. Daha öncede ifade edildiği gibi çalışmanın amacı; küreselleşmenin hızlandığı 1990'lı yıllarla birlikte sermayenin de küreselleşmesi, ülkelerin sınırlarını aşarak ülkeler arası hareket eder hale gelmesi ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri (yükselen piyasa ekonomileri) için kalkınmanın finansmanı aracı olarak görülmesi, oysa ekonomiyi hararetlendiren, spekülatif amaçlı, geri dönüş kabiliyeti yüksek olan ve sıcak para olarak da isimlendirilen bu fonların, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ekonomik krizlerin temel sebebi olduğunu ortaya çıkarmaktır. Çalışmanın hipotezini iki iddia oluşturmaktadır. Bunlar; kısa vadeli sermaye hareketleri, Türkiye'deki 1990 sonrası ekonomik krizlerin nedenidir ve söz konusu fonlar, makro ekonomik değişkenleri olumsuz etkilemektedir. Çalışmadan çıkarılan sonuçlar şöyle özetlenebilir:

- Gayri Safi Milli Hasıla'daki bir birim şokun, ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığı incelendiğinde; kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, net hata noksan değişkenlerinin (serilerinin) etkileri görülmektedir. Etki/tepki analizleri çerçevesinde, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki bir birimlik şoka, GSMH ilk dönemde (her dönem ortalama 1,5 yıla karşılık gelmektedir) %2.16'lık bir tepki verirken (GSMH'daki

değişimin %2.16'lık kısmı KVSH kaynaklıyken), son döneme kadar bu oran artarak %13.86 olarak gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarındaki oran dönemler ortalaması olarak %25, net hata noksandaki oran ise, %8 seviyesindedir. Son dönemdeki kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve net hata noksandaki bir birimlik şokun GSMH'daki tepkisi (GSMH'daki bir birimlik şokun ne kadarının söz konusu değişkenlerden meydana geldiği) toplam olarak %56 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam geniş tanımıyla kısa vadeli sermaye akımlarının (KVSH, PY ve NHN toplamı olarak tanımlanan) tersine dönmesi gibi beklenmedik bir şok durumunda, ekonomideki küçülmeyi göstermesi açısından önemlidir. Bu rakamdan, sıcak para fonlarının tersine dönmesi ile yaşanan ekonomik kriz sebebiyle GSMH'nın yarısına yakın bir yoksullaşma yaşanacağı sonucu çıkarılabilir.

- Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki biri birimlik şokun, %21'i portföy yatırımlarından, %26'sı net hata noksandan ve %9'u cari işlemler dengesinden kaynaklanmaktadır. Bu rakamlar, sıcak para tanımı içinde yer alan söz konusu değişkenlerin (KVSH, PY, NHN) birbirini izleyerek aynı güdülerle hareket eden değişkenler olduğunu ifade etmektedir. Bu sonuç, çalışmada yapılan geniş tanımlı kısa vadeli sermaye hareketi kavramını desteklemektedir. Cari işlemler dengesindeki etkiden kaynaklanan tepkinin sebebi de çalışmada açıklandığı üzere; söz konusu fonların, ülkelerin cari işlemler dengesi açıklarına göre yön değiştirdiği, cari açıklar sebebiyle aşırı değerlenmiş döviz kurunun devalüasyon beklentisine sebep olması ve bunun da sıcak para fonlarının dövizde çevrilip yurt dışına kaçması etkileri gözlenmektedir. Ayrıca portföy yatırımlarının, faizlere ve kura verdiği tepki, fon sahiplerinin bu göstergeleri yakından takip ettiğini gösterir. Aynı şekilde, portföy yatırımlarındaki bir birimlik şokun diğer değişkenlerin etkileri araştırıldığında, sıcak para tanımı içinde yer alan diğer değişkenlerin payının olduğu saptanmıştır. Son dönem göz önüne alındığında KVSH'nin ve NHN'nin etkisi ayrı ayrı %13 seviyesindedir. Net hata noksandaki şokun ise, %22'si KVSH'den ve PY'den kaynaklanmaktadır. Cari işlemler dengesindeki tepkiler ise, söz konusu sıcak para fonlarının faiz oranları ve döviz kuru üzerindeki etkilerinin dolaylı olarak yansımalarıdır.

- Faiz oranlarındaki tepkinin %13'ü KVSH'den, %26'sı PY'den, %33'ü NHN'den ve %11'i de CID'den kaynaklanmaktadır. Bu rakamlar, ekonomik krizin canlanma aşamasında, sıcak para fonlarının tersine dönmesi ve açık pozisyondaki bankaların döviz almak için TL sıkışıklığı sebebiyle faiz oranlarının aşırı yükselmesini açıklamaktadır. Hükümetler de, sıcak para fonlarını ülkeye çekmek için, faizleri yüksek tutmak istemektedirler. Faiz oranlarının aşırı yükselmesi sonucunda, reel ekonomi de bundan olumsuz etkilenmekte, yatırım tasarruf dengesini sağlayan faiz mekanizması bozulmaktadır. Yatırımların azalması ise, sonraki dönemde GSMH'da azalmalara sebep olmaktadır. Negatif “Çarpan” etkisi, ekonomik krizin derinlik kazanması döngüsünü sağlamaktadır.
- İMKB endeksindeki bir birimlik şokun ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığı incelendiğinde, %36 oranında NHN ve %20 oranında kendinden kaynaklı olduğu gözlenmektedir. %36'lık oran, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri içinde gösterilemeyen fonların menkul kıymetler borsasında değerlendirildiğini (ayrıca NHN'nin İMKB'de değerlendirilen fonları ifade ettiği için ona eşit bir büyüklük olduğunu), %20'lik oran ise, spekülasyonun ve rasyonel beklentilerin endekste oynamalara sebep olduğunu ifade etmektedir. Endeks; borsadaki fonların gerektiğinde ülke dışına çıkması ve ikame yatırım olanaklarından dolayı, diğer sıcak para hareketlerini, döviz kurunu, faiz oranlarını takip etmektedir.
- Enflasyonun değişkenlere tepkisi incelendiğinde ise, söz konusu değişkenlerin neredeyse tümünün enflasyonun dinamikleri olması sebebiyle çalışmanın konusu çerçevesinde yapılabilecek yorum, sıcak para tanımı içinde anılan değişkenlerin (KVSH, PY, NHN), iç piyasada likidite yaratarak, satın alma gücünü etkilemek yoluyla enflasyon baskısı yaratması, ekonomik kriz dönemlerinde ise likiditenin azalmasına sebep olması tespitidir.
- Döviz kurunun tepkisi incelendiğinde ise, enflasyon ve GSMH dışındaki tüm değişkenlerin etkileri gözlenmektedir. Son dönemdeki etkiler incelendiğinde; döviz kurundaki tepkinin %22'si KVSH'den, %12'si PY'den, %19'u NHN'dan, %23'ü İMKB'den, %8'i CID'den %11'i de FO'dan

kaynaklanmaktadır. Bu rakamlardan, sıcak para fonlarının döviz kuru üzerindeki etkisi ve para krizlerinin sıcak para fonlarının yön değiştirmesi ile oluştuğu gerçeği görölmektedir. sıcak para fonları olarak tanımlanan geniş tanımlı kısa vadeli sermaye hareketlerinin, döviz kuruna etkisi toplam olarak %53 seviyesindedir. Sıcak paranın ekonomik krizin canlanma aşamasında yön değiştirmesi (tersine dönmesi) sonucunda, yerli paranın ortalama olarak %53 değer kaybettiği söylenilebilir.

Bahsedilen etki/tepki analizlerinden yola çıkılarak, “kısa vadeli sermaye hareketleri, Türkiye’deki 1990 sonrası ekonomik krizlerin nedenidir ve söz konusu fonlar, makro ekonomik değişkenleri olumsuz etkilemektedir” hipotezini destekleyen sonuçlara varılmış, hipotez kabul edilmiştir. Bu doğrultuda, gelişmekte olan ölkelerin reel piyasalarını koruyabilmeleri, makro ekonomik göstergelerde iyileşme sağlayabilmeleri için, söz konusu fonları reel piyasaya aktarabilecek bir mekanizma oluşturmaları gerekmektedir. Yine de ekonomik krizin tek bir nedene bağlı olmadığını vurgulamak gerekmektedir. Gerekli yapısal düzenlemeler yapılmadan, sermaye deregölasyonuna gidilmesi, sıcak para fonlarını harekete geçirerek, yaşanan ekonomik krizlerin etkisiyle ölkeyi yoksullaştırmaktadır. Bu noktada sermaye hareketlerine regölasyon uygulayacak bir vergileme sistemine gidilmesi (çalışmanın birinci bölümünde bahsedilen “Tobin Vergisi” benzeri) önerilebilir. Alınabilecek önlemler, ancak bir başka çalışmanın konusu olabileceği için, yapılan bu çalışmanın önlemler konusundaki diğer çalışmalara temel olması umulmaktadır. Çalışmada etki/tepki analizlerinden yapılan yorumlara ek olarak başkaca yorumlar da yapılabilecekken, sıcak para hareketlerinin ekonomik kriz etkileri çalışmanın konusunu oluşturdüğundan, sadece bu konuda yorumlara yer verilmiştir.

KAYNAKÇA

- Abel, Andre B., Ben S.Bernanke: **Macroeconomics**, New York, Addison Wesley, 2001.
- Afşar, Muharrem: **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004.
- Agénor, Pierre R., Jagdeep S.Bhandari, Robert P.Flood: “Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises”, **NBER Working Papers Series 3919**, November 1991, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w3919>, 10 Eylül 2004.
- Aggarwal, Raj: “Restoring Growth in Asia After the Late 1990s Economic Crisis: Need For Domestic and International Economic Reforms”, **Multinational Business Review**, Vol.7, Fall 1999, s.22-31.
- Akalm, Güneri: **Türkiye'de Ekonomi-Politik Kriz ve Piyasa Ekonomisine Geçiş**, Ankara, Akçağ Yayınları, 2002.
- Akdış, Muhammet: **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001.
- Akman, Vedat: **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz: Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri**, İstanbul, Rota Yayınları, 1998.
- Akyüz, Yılmaz, Andrew Cornford: “Capital Flows To Developing Countries and The Reform Of The International Financial System”, (Çevrimiçi) <http://www.wider.unu.edu/publications/project%20overview%20paper%20capital%20flows.pdf>, 15 Haziran 2004.
- Akyüz, Yılmaz, Korkut Boratav: “Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.197, Ağustos 2002, s.20-23.
- Akyüz, Yılmaz: “Finansal İstikrarsızlığın ve Şokların Yönetimi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.221, Ağustos 2004, s.8-11.
- Akyüz, Yılmaz: “Gelişmekte Olan Ülkelerde Para ve Kur Politikaları: Türkiye Deneyimi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.224, Kasım 2004, s.11-14.
- Alfaro, Laura: “Capital Controls: A Political Economy Approach”, (Çevrimiçi) <http://www.people.hbs.edu/lalfaro/kcontrols.pdf>, 10 Haziran 2004.

- Alp, Ali: **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000.
- Alp, Ali: **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 2002.
- Altuğ, Nuray: **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, İstanbul, Türkmen Kitabevi Yayınları, 2001.
- Apak, Sudi: **Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1995.
- Aslan, Nurdan: **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997.
- Balkan, Neşecan: **Kapitalizm ve Borç Krizi**, İstanbul, Bağlam Yayınları, 1994.
- Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, “Hazine İstatistikleri”, (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/yayin/hazineistatistikleri/contents.htm>, 11 Kasım 2005.
- Benli, Abdurrahman, Gökhan Sönmezler: “Türk Bankacılık Sistemi ve Kriz”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.195, Haziran 2002, s.84-87.
- Berberoğlu, C.Necat: **Makro Ekonomi Teorisi: Makro Ekonomik Analiz**, Eskişehir, Birlik Yayınları, 1994.
- Berksoy, Taner, Burak Saltoğlu: **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul, İTO yayınları, 1998, s.40.
- Betcherman, Gordon, Rizwanul Islam: “East Asian Labor Markets: And The Economic Crisis”, **World Bank Publications**, (Çevrimiçi) Http://Wdsbeta.Worldbank.Org/External/Default/Wdscontentserver/Iw3p/Ib/2001/03/30/000094946_01032006582817/Rendered/Pdf/Multi0page.Pdf, 23 Temmuz 2005.
- Boratav, Korkut: **Türkiye İktisat Tarihi 1908-1985**, İstanbul, 6. Basım, Gerçek Yayınevi, 1998.

- Bryant, Ralph C.: “The Exchange Risk Premium: Uncovered Interest Parity, and The Treatment Of Exchange Rates In Multicountry Macroeconomic Models”, **The Brookings-Sponsored Projects**, January 1995, (Çevrimiçi) <http://www.brookings.edu/views/papers/bdp/bdp111/bdp111.pdf>, 14 Temmuz 2005.
- Büker, Semih, Rıza Aşkoğlu, Güven Sevil: **Finansal Yönetim**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Basımevi Yayınları, 1994.
- Cardoso, Eliana, Ann Helwege: “Currency Crises in the 1990s: The Case of Brazil”, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/%7Eeconfer/2000/brazil00/CardosoHelwege.pdf>, 12 Şubat 2005.
- Cardoso, Eliana: “Brazil’s Macroeconomic Policies and Capital Flows in the 1990s”, **Short-Term Capital Flows and Economic Crises**, Ed.by. Stephany Griffith Jones, Manuel F.Montes, Anwar Nasution, Oxford University Press, 2001.
- Claessens, Stijn, Michael P. Dooley, Andrew Warner: “Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?”, **The World Bank Economic Review, Development Discussion Paper No. 501**, March 1995, (Çevrimiçi) <http://www.cid.harvard.edu/hiid/501.pdf>, 11 Temmuz 2005.
- Corsetti, Giancarlo, Paola Pesenti, Nouriel Roubini: “What caused the asian currency and financial crisis?”, **World Bank Conference on “Financial Crises: Contagion and Market Volatility”**, January, 1998, (Çevrimiçi) <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>, 19 Mart 2004.
- Coşkun, Kutlu Tekin: **Ekonomik Krizler**, Ankara, Vergi Denetmenleri Derneği Yayınları, 2004.
- Coşkun, Metin: **Finansal Piyasalar: Kurumlar, Araçlar, Analiz**, Eskişehir, Birlik Ofset Yayıncılık, 2002.
- Çakman, Kemal, Umut Çakmak: “1989 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Kriz Dinamikleri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2003, s.30-35.

- Davis, Ricardo F., Guillermo Larraín: “How Optimal are the Extremes?: Latin American Exchange Rate Policies During the Asian Crisis”, **World Institute for Development Economics Research (United Nations University) - WIDER Discussion Paper No. 2002/18**, January 2002, (Çevrimiçi) <http://www.wider.unu.edu/publications/dps/dps2002/dp2002-18.pdf>, 20 Haziran 2004.
- De Rivero, Osvaldo: **Kalkınma Efsanesi: XXI. Yüzyılın Bağımsız Yaşayamayan Ekonomileri**, Çev. Ömer Karakurt, İstanbul, Çitlembik Yayınları, 2003.
- Dekle, Robert, Cheng Hsiao, Siyan Wang: “Interest Rate Stabilization of Exchange Rates During Financial Crises”, **Financial Crises in Emerging Markets**, Ed. By. Reuven Glick, Ramon Moreno, Mark M.Spiegel, Cambridge, Cambridge University Pres, 2001.
- Demir, Gülten: "IMF modeli ve Krizler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.213, Aralık 2003, s.70-73.
- Demir, Osman: “Türkiye ekonomisi sorunlar, hatalar ve krizler”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.202, s.88-93.
- DİE, **Ekonomik Göstergeler II. Dönem 2005**, Ankara, Devlet İstatistik Enstitüsü Yayınları, 2005.
- DİE, “Fiyat ve Endeksler”, (Çevrimiçi) http://www.die.gov.tr/yillik/19_Fiyat.pdf, 27 Kasım 2005.
- DİE, **İstatistik Göstergeler 1923-2003**, Ankara, Devlet İstatistik Enstitüsü Yayınları, 2004.
- Doley Michael P., Inseok Shin: “Private Inflows When Crises Are Anticipated: A Case Study of Korea”, **Financial Crises in Emerging Market**, Ed. by. Reuven Glick, Ramon Moreno, Mark M.Spiegel, Cambridge, Cambridge University Pres, 2001.
- Dornbusch, Rudi: “Was It Different?”, **Preventing Currency Crises in Emerging Markets**, Ed.by. Sebastian Edwards, Jeffrey A. Frankel, Chicago, The University of Chicago Press, 2002.
- Dornbush, Rudiger W.: “Küresel İktisadi Kriz ve Türkiye”, Çev. Ali Bilge, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.198, Eylül 2002, s.53-57.

- DPT: **8. Beş Yıllık Kalkınma Planı: Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, DPT Yayınları, 2001.
- DPT, “Ekonomik Göstergeler”, (Çevrimiçi)
<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-05/6.zip>, 28 Kasım 2005.
- DPT: **Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu: Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, 2000.
- Durucker, Peter F.: **Yeni Gerçekler: Devlet ve Politika Alanında, Ekonomi Bilimi ve İş Dünyasında, Toplumda ve Dünya Görüşünde**, Çev. Birtane Karanakçı, 6. bs., Ankara, T. İş Bankası Kültür Yayınları, 1998.
- Eğilmez, A. Mahfi: “Finansal Kriz ve Türkiye'ye Etkileri: İleriye Dönük Beklentiler”, **Ekonomik Kriz: Etkileri, Önlemleri ve Yönetimi**, Haz. MESS Araştırma, İstanbul, Türkiye Metal Sanayicileri Sendikası (MESS) Yayınları, 1999.
- Engincan, Yakup: **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1996.
- Ercan, Hakan: **Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye**, Ankara, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, 2000.
- Erdal, Fuat: “Stand-by Düzenlemeleri ve Piyasa Ekonomisi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.212, Kasım 2003, s.64-67.
- Eroğlu, Ömer, Mesut Albeni: **Küreselleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Isparta, Bilim Kitabevi Yayınları, 2002.
- Ertürk, Emin: **Döviz Ekonomisi**, İstanbul, Der Yayınları, 1994.
- Espinosa, Marco, Steven Russell: “The Mexican Economic Crisis: Alternative Views”, **Federal Reserve Bank of Atlanta-Economic Review**, January-February 1996, <http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/Espin811.pdf>, 22 Eylül 2005.
- Eşkinat, Rana: **Küreselleşme ve Türkiye Ekonomisine Etkisi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1998.
- Felix, David: “U.S. Foreign Policy In Focus: IMF Bailouts and Global Financial Flows”, (Çevrimiçi) <http://archives.econ.utah.edu/archives/penn/1998m04.c/msg00045.htm>, 24 Mayıs 2005.

- FitzGerald E.V.K.: “Policy Issues in Market Based and Non Market Based Measures to Control the Volatility of Portfolio Investment”, **Paper for The UNCTAD Expert Group meeting**, June 28-30, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.bahria.edu.pk/BU%20Archive/Oxford/qehwps26.pdf>, 17 Eylül 2004.
- Frankel, Jeffrey: “Proposals Regarding Restrictions on Capital Flows”, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg/afjfrankel20.pdf>, 27 Haziran 2004.
- Frenkel, Roberto: “Arjantin: On-Yıllık Bir Konvertibilite Rejiminin Hikayesi”, Çev.Kemal Çakman, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.195, Haziran 2002, s.11-17.
- Greider, William: **Tek Dünya: Küresel Kapitalizmin Manik Mantığı**, Çev. Yavuz Alogan, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003.
- Griffith Jones, Stephany: “Stabilizing Capital Flows to Developing Countries”, **Paper Prepared For Conference on The East Asian Crisis, Held at The Institute of Development Studies**, 13-14 July, 1998, (Çevrimiçi) <http://www.ids.ac.uk/ids/global/conf/pdfs/sgj3.pdf>, 22 Mart 2005.
- Güngör, Bayram: “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Yabancı Direkt Sermaye Politikaları”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.200, Kasım 2002, s.80-84.
- Güran, Tevfik: **İktisat Tarihi**, İstanbul, Acar Yayıncılık, 1993.
- Hall, Robert E., John B.Taylor: **Macro Economics: Theory, Performance and Policy**, New York, Norton Company,1991.
- Henderson, Callum: **Asya Çöküyor: Asya Krizi ve Sonrası**, Çev. Meral Güneç, İstanbul, Alfa Yayınları, 2000.
- IMF: “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, **IMF Occasional Paper 190**, May 17, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/pdf/part1.pdf>, 20 Temmuz 2005.
- IMF: “The Asian Crisis: Capital Markets Dynamics and Spillover”, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>, 20 Haziran 2004.

- IMF: “The IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil”, **IMF Evaluation Report, 2003**, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/cac/pdf/all.pdf>, 25 Haziran 2005.
- IMF: **Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization**, Washington DC, 2000.
- Işık, Sayım, Selahattin Togay: “Para Krizi Modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.191, Şubat 2002, s.30-36.
- Işık, Sayım: “Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uygulanması”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Mayıs 2004, s.69-74.
- İlyas, Atilla İmrahor: **Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul, İTO Yayınları, 1998.
- İmren, Arzu, Vedat Akman: **Türkiye’de ve Dünyada Enflasyon: Enflasyon Olgusuna Genel Bir Bakış**, İstanbul, Era Yayıncılık, 1994.
- Kalaycı, İrfan: "IMF Kıskaçında Arjantin Ekonomisi: Bir Çöküşün Arkaplanı ve Türkiye Açısından Bazı Dersler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.203, Şubat 2003, s.72-75.
- Kamin, Steven B.: “The Current International Financial Crisis: How Much Is New?”, **Board of Governors of the Federal Reserve System-International Finance Discussion Papers Number: 636**, June 1999, (Çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1999/636/ifdp636.pdf>, 15 Eylül 2005.
- Karacabey, Argun: **Düşen Enflasyon Ortamında Yaşamak**, Ankara, Ankara Sanayi Odası Yayınları, 2004.
- Kargı, Nihal: **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:115, 1998.
- Karluk, Rıdvan: **Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim**, İstanbul, Beta Yayınları, 1996.
- Karluk, Rıdvan: **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul, Beta Yayınları, 1998.

- Kaufman, George G.: “Banking and currency crises and systemic risk: Lessons from Recent events”, <http://www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/2000/3qep2.pdf>, 20 Aralık 2004.
- Kawai, Masahiro, Richard Newfarmer, Sergio Schmukler: “Crisis And Contagion in East Asia: Nine Lessons”, **Seminar on ASEAN Macroeconomic Outlook and Economic Recovery**, February 27, 2001, (Çevrimiçi) http://econ.worldbank.org/files/2202_wps2610.pdf, 25 Kasım 2005.
- Keyder, Nur: “Kura Dayalı Program ve Dalgalı Kur Rejimi Uygulaması Sırasında TL'nin Yabancı Para Karşısında Reel Değeri ve Cari İşlemler Dengesi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.202, s.76-81.
- Keyder, Nur: **Para: Teori, Politika, Uygulama**, Ankara, Bizim Basımevi Yayınları,2000.
- Kovancılar, Birol: **Ülkemizde Yatırım Ortamının İyileştirilmesi, Yatırımların Teşviki ve Avrupa Birliği Uygulamaları Çerçevesinde Alternatif Modeller: İnovasyon Odaklı, İhracat Yönelimli Yatırım Hedefleme Modeli**, İstanbul, TÜGİAD Yayınları, 2003.
- Krol, Robert: “The Case for Open Global Capital Markets”, (Çevrimiçi) <http://www.freetrade.org/pubs/briefs/tbp-011.pdf>, 7 Ağustos 2004.
- Krugman, Paul: “Bahtulism Who Poisoned Asia's Currency Markets?”, **The Dismal Science**, August 14, 1997, (Çevrimiçi) http://www.econ.upenn.edu/Courses/2001/spring/econ2_jknowles/Readings/Krugman%20Malaysia.pdf, <http://web.mit.edu/krugman/www/baht.html>, 11 ağustos 2005.
- Kuwabara, Sayuri: “Capital Flows to Latin America and Asia in the 1990s and the Role of Japan”, (Çevrimiçi) <http://orpheus.ucsd.edu/las/studies/pdfs/sayuri.pdf>, 18 Ocak 2005.
- Küçükaksoy, İsmail: **Türkiye'nin Enerji Politikası ve Hazar Enerji Havzası**, Kütahya, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2002.
- Lau, Lawrence J.: “China's Progress Towards Capital Account Convertibility”, (Çevrimiçi) <http://credpr.stanford.edu/events/6>, 28 Temmuz 2004.
- Lipsey, Richard G., v.d.: **Economics**, New York, Harper&Row Publishers, 1990.

- Loungani, Prakash, Paolo Mauro: “Capital Flight From Russia”, **Research Department-IMF, Conference On Post-Election Strategy**, Moscow, April 5-7, 2000, (Çevrimiçi)
[Http://Www.Imf.Org/External/Pubs/Ft/Seminar/2000/Invest/Pdf/Loung.Pdf](http://Www.Imf.Org/External/Pubs/Ft/Seminar/2000/Invest/Pdf/Loung.Pdf),
7 Mayıs 2005.
- Malecki, Witold: “The Risk of Currency Crisis in Poland”, **Transformation, Integration And Globalization Economic Research-TIGER Working Paper Series No. 3**, March 2001, (Çevrimiçi)
<http://kolodko.tiger.edu.pl/publikacje/TWPNo3.pdf>, 10 Ekim 2004.
- Maliye Bakanlığı: “Yıllık Ekonomik Rapor 2005”, (Çevrimiçi)
http://www.maliye.gov.tr/apk/rapor_2005.pdf, 28 Kasım 2005.
- Manisalı, Erol: **Dünya'da ve Türkiye'de Büyük Sermaye**, Güncelleştirilmiş 4. Basım, Derin Yayınları, İstanbul, 2003.
- Mankiw, N.Gregory: **Principles of Economics**, Orlando, Harcourt Brace College Publishers, 1998.
- Mccann, Karen, Mary Nordström: “The Unique Risks of Emerging Markets Investments: A Perspective On Latin America”, **Federal Reserve Bank of Chicago Publishers-Financial Markets Unit**, December 1996, (Çevrimiçi)
[Http://www.Chicagofed.Org/Publications/Capitalmarketnews/Uniquer.Pdf](http://www.Chicagofed.Org/Publications/Capitalmarketnews/Uniquer.Pdf),
15 Kasım 2004.
- Mehta, Ashir: “East Asian Crisis and Recovery: The Role of International Capital Flows”, **International Conference on Asian Crisis V: New Challenges and Oppurtunities for Post-Crisis Asia**, June 26-27, 2003, (Çevrimiçi)
<http://faculty.washington.edu/karyiu/confer/kangwon03/papers/mehta.pdf>, 3 Haziran 2004.
- Mishkin, Frederic S.: “Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper Series 8087**, January, 2001, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w8087.pdf>, 7 Ağustos 2001.
- Mishkin, Frederic S.: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 2004.
- Mortan, Kenan: **Uluslararası Kaos mu? Türkiye'de Kriz mi?**, İstanbul, Dünya Yayınları, 2001.

- Mundell, Robert: “On the History of the Mundell-Fleming Model”, **IMF Staff Papers** Vol. 47, © 2001, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2000/00-00/mundell.pdf>, 13 Temmuz 2005.
- Nazmi, Nader: “The Internationalization of Capital in a Small and Vulnerable Economy”, (Çevrimiçi) <http://www.lfc.edu/~nazmi/LABR%20article.pdf>, 10 Eylül 2004.
- Nobelprize Organization: “The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1999”, (Çevrimiçi) <http://nobelprize.org/economics/laureates/1999/press.html>, 17 Mayıs 2005.
- Özer, Mustafa: **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999.
- Özmen, Erdal: “Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.223, Ekim 2004, s.13-15.
- Özsoylu, Ahmet Fazıl: **Türkiye’de Kayıt Dışı Ekonomi**, İstanbul, Bağlam Yayıncılık, 1998.
- Öztürk, Fahriye, Kemal Çakman: “Keynes, Krizlerin Dinamiği ve Globalizasyon”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.190, Ocak 2002, s.11-14.
- Parasız, M.İlker: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994.
- Park, Jonk H.: “Globalization of Financial Markets and The Asian Crisis: Some Lessons for Third World Developing Countries”, **Journal of Third World Studies Americus**, Vol.19, Fall 2002, s.21-35.
- Parkin, Michael: **Economics**, New York, Addison Wesley , 2003, s.789.
- Petras, James, Henry Veltmeyer: **System in Crisis: The Dynamics of Free Market Capitalism**, Canada, Fernwood Publishing, 2003.
- Ramkishen, S.Rajan: “International Financial Liberalisation in Developing Countries: Lessons from Recent Experiences”, **Centre For International Economic Studies Discussion Paper No. 0220**, July, 2002, <http://www.adelaide.edu.au/cies/0220.pdf>, 15 Haziran 2005.

- Ramkishen, S.Rajan: “The Tobin Tax Revisited: A Global Tax For Global Purposes”, (Çevrimiçi) <http://www.economics.adelaide.edu.au/staff/rrajan/pubs/sumTT.pdf>, 24 Mayıs 2005.
- Ricardo Davis, “Policy Implications of The Tequila Effect”, **Challenge**, Vol.41, March-April 1998, ss.15-43.
- Rodrik, Dani, Andrés Velasco: “Short-Term Capital Flows”, **National Bureau of Economic Research-NBER Working Paper 7364**, September 1999, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w7364.pdf>, 15 Temmuz 2004.
- Rodrik, Dani: “Arjantin Çok Çalışmalı”, Çev. ç.y., **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.191, Şubat 2002, s.14-17.
- Rodrik, Dani: **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Dışa Açılma Nasıl Gerçekleştirilmeli?**, Çev. Sultan Gül, İstanbul, Sabah Kitapları, 2000.
- Savaş, Vural: **Politik İktisat**, İstanbul, Beta Yayınları, 1994.
- Serdengeçti, Süreyya: “T.C. Merkez Bankası 2001-2002 Yılı Para Politikası Uygulamaları: Kriz, Nereden Nereye, Konulu Sempozyum”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.194, Mayıs 2002, s.51-54.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003.
- Sivrekli Demircan, Esra: “Türkiye, Ekonomik Kriz, Borç Üçgeni”, Muğla, **Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2004, s.15-19.
- Sönmez, Attila: **Doğu Asya “Mucize”si ve Bunalımı: Türkiye İçin Dersler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2001.
- Sönmez, Mustafa: **100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2002.
- Stiglitz, Joseph E.: “Hasta Eden Hastane: IMF'nin Başarısızlığı”, Çev. Gözde Işık, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.219, Haziran 2004, s.17-20.
- Şişman, Mehmet: **Mali Sermayenin Küreselleşmesi: Tarihselliği ve Problemleri Üzerine Değerlendirmeler**, İstanbul, Set Yayınları, 2003.
- T.C.M.B., “Ekonomik Göstergeler”, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 8 Kasım 2005.

- Tonak, E.Ahmet, v.d.: **Küreselleşme: Emperyalizm Yerelcilik İşçi Sınıfı**, Ankara, İmge Kitabevi Yayınları, 2000.
- Tunca, Zafer: **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi Yayınları, 2001.
- Türkay, Orhan, **Mikro İktisat Teorisi**, Ankara, Adım Yayınları, 1993.
- Türker Kaya, Yasemin: **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Ankara, DPT Yayınları.
- Ulusoy, Ahmet, Birol Karakurt: “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Ekim 2004, s.110-117.
- UNCTAD: **Management of Capital Flows: Comperative Experiences and Implications For Africa**, New York, United Nations Publication, 2003.
- Uzunoğlu, Sadi, Kerem Alkin, Can F.Gürlesel: **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, Haziran 1995.
- Uzunoğlu, Sadi: **Bankacılık**, Ankara, Kültür Bakanlığı Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, 1996.
- Varış Tezcanlı, Meral, v.d.: **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994.
- Velasco, Andrés: “Finansal Aksaklıklar ve Yükselen Piyasalarda Döviz Kuru Politikası”, Çev.Ali M.Serasker, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Kasım 2002, s.30-36.
- Voyvoda, Ebru, Erinç Yeldan: “Türkiye Ekonomisi İçin Kriz Sonrası Alternatif Uyum Stratejileri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Kasım 2002, s.18-25.
- Walther, Ted: **Dünya Ekonomisi**, Çev.Ünal Çağlar, İstanbul, Alfa Yayınları, 2002.
- Wessels, Walter J.: **İktisat**, Çev.Ünal Çağlar, İstanbul, Alfa Yayınları, 2002.
- World Bank: “Private Capital Flows in Historical Perspective”, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/prospects/gdf2000/CH6--118-139.pdf>, 25 Haziran 2004.
- Yay, Turan, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz: **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001.

Yentürk, Nurhan: “Arjantin Krizi: Dış Borç İle Tango”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, S.193, Nisan 2002, s.54-60.

Yentürk, Nurhan: **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003.

Yıldırım, Kemal, Doğan Karaman: **Makroekonomi**, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, 1999.

Yörükoğlu, Rıza: **Doğu Asya Krizi Nereden Çıktı?**, İstanbul, Alev Yayınları, 1998, s.14-26.

EK-I: Değişkenlerin Birim Kök Testleri (“Unit Root Test” Sonuçları)

EK-I (1): Net Hata Noksan, Orjinalde (“Io” da) Durağan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on NHN

Null Hypothesis: NHN has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.785311	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on NHN

Null Hypothesis: NHN has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.766784	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

EK-I (2): Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Orjinalde (“Io” da) Durağan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on KVSH

Null Hypothesis: KVSH has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.616660	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on KVSH

Null Hypothesis: KVSH has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.511266	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

EK-I (3): Portföy Yatırımları, Orjinalde (“Io” da) Durağan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on PY

Null Hypothesis: PY has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.730798	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on PY

Null Hypothesis: PY has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.783591	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

EK-I (4-a): Gayri Safi Milli Hasıla, Orjinalde (“I₀” da), Durağan Olmayan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on GSMH

Null Hypothesis: GSMH has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 12 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.011173	0.6818
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on GSMH

Null Hypothesis: GSMH has a unit root Exogenous: None Lag Length: 8 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.981287	0.9875
Test critical values:		
1% level	-2.617364	
5% level	-1.948313	
10% level	-1.612229	

EK-I (4-b): Gayri Safi Milli Hasıla, Birinci Farklarda (“I₁” de) Durağanlaştırılan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on DGSMH

Null Hypothesis: DGSMH has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 11 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-21.07703	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DGSMH

Null Hypothesis: DGSMH has a unit root Exogenous: None Lag Length: 7 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.444493	0.0156
Test critical values:		
1% level	-2.617364	
5% level	-1.948313	
10% level	-1.612229	

EK-I (5-a): Cari İşlemler Dengesi, Orjinalde (“I₀” da), Durağan olmayan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on CID

Null Hypothesis: CID has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 7 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.191929	0.0286
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CID

Null Hypothesis: CID has a unit root Exogenous: None Lag Length: 7 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.790744	0.8803
Test critical values:		
1% level	-2.616203	
5% level	-1.948140	
10% level	-1.612320	

**EK-I (5-b): Cari İşlemler Dengesi, Birinci Farklarda (“I1” de)
Durağanlaştırılan Seri**

Phillips-Perron Unit Root Test on DCID

Null Hypothesis: DCID has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 51 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.68319	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DCID

Null Hypothesis: DCID has a unit root Exogenous: None Lag Length: 6 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.064366	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.616203	
5% level	-1.948140	
10% level	-1.612320	

EK-I (6-a): İMKB Endeksi, Orjinalde (“Io” da), Durağan Olmayan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on İMKB

Null Hypothesis: İMKB has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	1.964998	0.9872
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on İMKB

Null Hypothesis: İMKB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.896198	0.9851
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

**EK-I (6-b): İMKB Endeksi, Logaritmik Birinci Farklarda (“I1” de)
Durağanlaştırılan Seri**

Phillips-Perron Unit Root Test on DLİMKB

Null Hypothesis: DLİMKB has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.919524	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLİMKB

Null Hypothesis: DLİMKB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.793953	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

EK-I (7-a): Faiz Oranları, Orjinalde (“I₀” da), Durağan Olmayan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on FO

Null Hypothesis: FO has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.113648	0.2378
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on FO

Null Hypothesis: FO has a unit root Exogenous: None Lag Length: 2 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.957355	0.2978
Test critical values:		
1% level	-2.611094	
5% level	-1.947381	
10% level	-1.612725	

EK-I (7-b): Faiz Oranları, Birinci Farklarda (“I₁” de) Durağanlaştırılan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on DFO

Null Hypothesis: DFO has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 21 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-15.50562	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DFO

Null Hypothesis: DFO has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.553074	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.611094	
5% level	-1.947381	
10% level	-1.612725	

EK-I (8-a): Enflasyon, Orjinalde (“I₀” da), Durağan Olmayan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on ENF

Null Hypothesis: ENF has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.935450	0.3070
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ENF

Null Hypothesis: ENF has a unit root Exogenous: None Lag Length: 7 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.793218	0.3670
Test critical values:		
1% level	-2.616203	
5% level	-1.948140	
10% level	-1.612320	

**EK-I (8-b): Enflasyon, Birinci Farklarda (“I” de)
Durağanlaştırılan Seri**

Phillips-Perron Unit Root Test on DENF

Null Hypothesis: DENF has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.464963	0.0008
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DENF

Null Hypothesis: DENF has a unit root Exogenous: None Lag Length: 6 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.094099	0.0027
Test critical values:		
1% level	-2.616203	
5% level	-1.948140	
10% level	-1.612320	

EK-I (9-a): Döviz Kuru, Orjinalde (“Io” da), Durağan Olmayan Seri

Phillips-Perron Unit Root Test on DK

Null Hypothesis: DK has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.932996	0.9044
Test critical values:		
1% level	-2.609324	
5% level	-1.947119	
10% level	-1.612867	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DK

Null Hypothesis: DK has a unit root Exogenous: None Lag Length: 10 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.431579	0.9957
Test critical values:		
1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

**EK-I (9-b): Döviz Kuru, Logaritmik Birinci Farklarda (“I” da)
Durağanlaştırılan Seri**

Phillips-Perron Unit Root Test on DLDK

Null Hypothesis: DLDK has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.960080	0.0038
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLDK

Null Hypothesis: DLDK has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic based on HQ, MAXLAG=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.512437	0.0006
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

EK- II: Granger Nedensellik Testi

Örnekleme: 1992Q1- 2005Q2

VAR Gecikmesi: 4

Boşluk Hipotezi	F-istatistik	Olasılık
PY, KVSH için Granger Nedensel değildir	0.56163	0.69179
KVSH, PY için Granger Nedensel değildir	0.32181	0.86173
CID, KVSH için Granger Nedensel değildir	2.73550	0.04166
KVSH, CID için Granger Nedensel değildir	0.67625	0.61232
NHN, KVSH için Granger Nedensel değildir	1.71057	0.16616
KVSH, NHN için Granger Nedensel değildir	3.47972	0.01548
IMKB, KVSH için Granger Nedensel değildir	2.79069	0.03868
KVSH, IMKB için Granger Nedensel değildir	1.17174	0.33738
FO, KVSH için Granger Nedensel değildir	4.07396	0.00716
KVSH, FO için Granger Nedensel değildir	0.98933	0.42414
DK, KVSH için Granger Nedensel değildir	0.93161	0.45514
KVSH, DK için Granger Nedensel değildir	1.75660	0.15621
ENF, KVSH için Granger Nedensel değildir	1.07217	0.38266
KVSH, ENF için Granger Nedensel değildir	0.80176	0.53114
GSMH, KVSH için Granger Nedensel değildir	2.08423	0.10041
KVSH, GSMH için Granger Nedensel değildir	2.27292	0.07778
CID, PY için Granger Nedensel değildir	1.62358	0.18666
PY, CID için Granger Nedensel değildir	3.16423	0.02349
NHN, PY için Granger Nedensel değildir	0.67844	0.61084
PY, NHN için Granger Nedensel değildir	2.56775	0.05222
IMKB, PY için Granger Nedensel değildir	3.20312	0.02231
PY, IMKB için Granger Nedensel değildir	0.59308	0.66959
FO, PY için Granger Nedensel değildir	1.36701	0.26209
PY, FO için Granger Nedensel değildir	3.79546	0.01025
DK, PY için Granger Nedensel değildir	0.98870	0.42447
PY, DK için Granger Nedensel değildir	1.53354	0.21043
ENF, PY için Granger Nedensel değildir	1.07076	0.38334
PY, ENF için Granger Nedensel değildir	0.71235	0.58826
GSMH, PY için Granger Nedensel değildir	0.85689	0.49782
PY, GSMH için Granger Nedensel değildir	0.97404	0.43219
NHN, CID için Granger Nedensel değildir	1.23596	0.31072
CID, NHN için Granger Nedensel değildir	1.51382	0.21600
IMKB, CID için Granger Nedensel değildir	3.31657	0.01919
CID, IMKB için Granger Nedensel değildir	1.03456	0.40106

FO, CID' için Granger Nedensel değildir	6.69688	0.00030
CID, FO' için Granger Nedensel değildir	0.32409	0.86019
DK, CID' için Granger Nedensel değildir	2.19301	0.08667
CID, DK' için Granger Nedensel değildir	0.73422	0.57395
ENF, CID' için Granger Nedensel değildir	1.41901	0.24481
CID, ENF' için Granger Nedensel değildir	1.10164	0.36875
GSMH, CID' için Granger Nedensel değildir	5.60937	0.00107
CID, GSMH' için Granger Nedensel değildir	4.64881	0.00346
IMKB, NHN' için Granger Nedensel değildir	0.46952	0.75774
NHN, IMKB' için Granger Nedensel değildir	1.56302	0.20235
FO, NHN' için Granger Nedensel değildir	1.48428	0.22462
NHN, FO' için Granger Nedensel değildir	1.21665	0.31853
DK, NHN' için Granger Nedensel değildir	1.18082	0.33349
NHN, DK' için Granger Nedensel değildir	1.59401	0.19417
ENF, NHN' için Granger Nedensel değildir	0.33157	0.85512
NHN, ENF' için Granger Nedensel değildir	0.84809	0.50304
GSMH, NHN' için Granger Nedensel değildir	0.73716	0.57204
NHN, GSMH' için Granger Nedensel değildir	2.14711	0.09222
FO, IMKB' için Granger Nedensel değildir	1.85782	0.13632
IMKB, FO' için Granger Nedensel değildir	4.44639	0.00446
DK, IMKB' için Granger Nedensel değildir	1.45530	0.23338
IMKB, DK' için Granger Nedensel değildir	4.95387	0.00237
ENF, IMKB' için Granger Nedensel değildir	1.43722	0.23901
IMKB, ENF' için Granger Nedensel değildir	2.40026	0.06548
GSMH, IMKB' için Granger Nedensel değildir	2.79701	0.03836
IMKB, GSMH' için Granger Nedensel değildir	1.56603	0.20154
DK, FO' için Granger Nedensel değildir	2.15254	0.09155
FO, DK' için Granger Nedensel değildir	3.68942	0.01177
ENF, FO' için Granger Nedensel değildir	1.39440	0.25285
FO, ENF' için Granger Nedensel değildir	2.09644	0.09876
GSMH, FO' için n Granger Nedensel değildir	0.91370	0.46511
FO, GSMH' için Granger Nedensel değildir	2.64264	0.04721
ENF, DK' için Granger Nedensel değildir	0.78228	0.54326
DK, ENF' için Granger Nedensel değildir	3.64930	0.01240
GSMH, DK' için Granger Nedensel değildir	1.91238	0.12665
DK, GSMH' için Granger Nedensel değildir	3.35364	0.01828
GSMH, ENF' için Granger Nedensel değildir	1.14697	0.34819
ENF, GSMH' için Granger Nedensel değildir	0.78995	0.53847

Kaynak: Eviews Programı “Granger Causality”, 10 Aralık 2005.

EK-III: Gecikme Uzunluğu-4 Seçilmesinin Nedenleri

VAR Lag Seçim Kriterleri
Değişkenler: KVSH PY NHN CID LIMKB FO LDK ENF
GSMH

Örnekleme: 1992Q1 2005Q2

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2802.796	NA	5.67e+37	112.4719	112.8160	112.6029
1	-2462.374	544.6759	1.86e+33	102.0950	105.5366*	103.4056
2	-2357.687	129.8118	9.83e+32	101.1475	107.6866	103.6376
3	-2254.096	91.16008	1.03e+33	100.2438	109.8804	103.9135
4	-1995.189	134.6316*	9.95e+30*	93.12756*	105.8616	97.97677*

* işaretle değerler göz önünde bulundurularak gecikme uzunluğu 4 tercih edilmiştir.

LR test istatistiği (her bir test %5 anlam düzeyinde)

LogL: Log Likelihood (en büyük olan -işaret dikkate alınarak-tercih edilir)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion (en küçük olan tercih edilir)

SC: Schwarz information criterion (en küçük olan tercih edilir)

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Kaynak: Eviews Programı, 10 Aralık 2005.

ÖZGEÇMİŞ

1972 Kütahya doğumlu olup, ortaöğrenimini ve lise tahsilini Kütahya’da tamamladı. 1997 yılında Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümünde lisans eğitimini, 2002 yılında Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde yüksek lisans eğitimini tamamlayarak, “Türkiye’nin Enerji Politikası ve Hazar Enerji Havzası” konulu yüksek lisans tezi ile mezun oldu. 1998 yılında başladığı, Dumlupınar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü İktisadi Gelişmeler ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalındaki Araştırma Görevliliği, doktora eğitiminin İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında başlaması üzerine, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’ne aktarıldı. Halen İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde Araştırma Görevlisi olarak görev yapmaktadır.