

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE SERMAYE HAREKETLERİ
ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Bilim Dalı**

Övgü Irmak ŞAHİN

Danışman: Doç. Dr. İsmail ÇEVİŞ

**Mayıs, 2012
DENİZLİ**

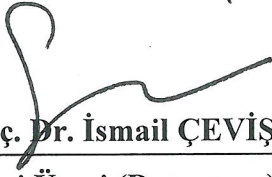
YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

İKTİSAT Anabilim Dalı öğrencisi Övgü Irmak ŞAHİN tarafından, Doç. Dr. İsmail ÇEVİŞ yönetiminde hazırlanan “KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE SERMAYE HAREKETLERİ ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 16/05/2012 tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Nihal YAYLA

Jüri Başkanı



Doç. Dr. İsmail ÇEVİŞ

Jüri Üyesi (Danışman)



Yrd. Doç. Dr. Hafize MEDER ÇAKIR

Jüri Üyesi

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 04/07/2012..tarih ve ...12/14... sayılı kararıyla onaylanmıştır.



Prof. Dr. Turhan KAÇAR
Müdür

TEŐEKKÜR

Çalıőmamın hazırlanması sırasında destek ve yardımlarını esirgemeyen danışmanım Doç. Dr. İsmail Çeviş' e teőekkür ederim. Ayrıca, çalıőmalarımın her aőamasında manevi destek veren aileme sonsuz teőekkürlerimi sunarım.

ETİK

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atfedildiğini beyan ederim.

İmza: 

Adı Soyadı: Övgü Irmak Şahin

ÖZET

KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE SERMAYE HAREKETLERİ ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Şahin, Övgü Irmak
Yüksek Lisans Tezi, İktisat
Tez Yöneticisi: Doç. Dr. İsmail Çeviş
Mayıs 2012, 82 Sayfa

Dünyada birçok farklı ülkede sıklıklı finansal krizler meydana gelmektedir. Ancak 2008 yılında ABD konut sektöründe başlayan kriz gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru yayılan küresel bir kriz haline gelmiştir. Çalışmanın temel amacı küresel bir boyut kazanan krizin nasıl oluştuğunu, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde krizin etkilerinin neler olduğu, ve bu krize karşı alınan önlem paketlerine ve sermaye hareketlerinin gelişimini incelemektir. Bu amaçla sermaye hareketlerinin finansal tabloları oluşturan doğrudan yatırımların, portföy yatırımlarının ve finansal türevlerinin kriz dönemi hareketliliğine bakılmış, Türkiye analizinde VAR modeli kullanılarak etki tepki fonksiyonlarına ve varyans ayrıştırması teknikleri kullanılmıştır.

Çalışmanın amacı olarak Türkiye analizinde 2001:Q1-2010:Q1 dönemine ait üçer aylık değerleri ile alınan değişkenler durağanlık ölçümü için birim kök testi sonucunda durağanlık elde edilmiştir. Değişkenler üzerinde daha sonra Vektör Otoregresyon (VAR) yöntemi ile net sermaye hareketleri ile doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarının birbirleri ile etkileşimleri incelenecektir. Ayrıca küresel finansal krizin Türkiye’de net sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılacaktır. Bu amaçla VAR tahmin yönteminde kullanılan Etki- Tepki Fonksiyonları, Varyans Ayrıştırması ve Nedensellik Testi sonuçlarına yer verilecektir.

Anahtar Kelimeler: küresel finansal kriz, gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketleri, finansal hesap tabloları, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, VAR modeli

ABSTRACT**THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND ANALYSIS OF CAPITAL MOVEMENTS:
THE TURKEY EXAMPLE**

Şahin, Övgü Irmak

M. Sc. Thesis in Economy

Supervisor: Ass. Prof. Dr. İsmail Çeviş

May 2012, 82 Pages

Financial crisis often occurs in different countries of the world. However, the crisis which begins housing sector in USA in 2008 becomes a global crisis that spreads developed countries to developing countries. The main aim of the work is to show how crisis that has a global effect occurs, the effects of the crisis in developed countries and developing countries and growing movements of funds. With this aim investments that creates movements of funds belong to financial charts, portfolio investments and movements of financial derivatives in crisis term are checked and effect-reaction functions and variance decomposition are used with the help of VAR model in Turkey analysis.

For the stability test, the variations that get three months rates which belong to 2001:Q1-2010:Q1 period in Turkey analysis are received as stable as the result of unit root test. After that on investigation is done with VAR model on variables. According to the effect-reaction that gets from model's estimate and the result of variance decomposition, it is seen that portfolio investments and direct investments have not any effects with each other, they just affect financial account chart.

Key Words: global financial crisis, developed countries, developing countries, capital movements, financial statements, direct investments, portfolio investments, VAR model

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
GRAFİKLER DİZİNİ.....	v
TABLolar DİZİNİ.....	vi
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	vii
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM 1

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN OLUŞUMU VE NEDENLERİ, BOYUTLARI VE ÖNLEM PAKETLERİ

1.1. Küresel Finansal Krizin Oluşumu ve Nedenleri.....	3
1.2. Küresel Finansal Krizin Boyutları.....	12
1.3. Küresel Finansal Kriz Süresince Alınan Önlem Paketleri.....	16

BÖLÜM 2

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE OLAN ETKİLERİ VE UYGULANAN MAKROEKONOMİK POLİTİKALAR

2.1. Küresel Finansal Krizin Küresel Makroekonomik Etkileri.....	20
2.1.1. Gelişmiş Ülkeler Üzerindeki Makroekonomik Etkileri.....	24
2.1.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Makroekonomik Etkileri.....	26
2.2. Küresel Finansal Kriz Döneminde Gelişme Gösteren Ülkelerin Makroekonomik Göstergeleri.....	29
2.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Para ve Maliye Politikaları.....	38
2.3.1. Para Politikaları.....	38
2.3.2. Maliye Politikaları.....	40

BÖLÜM 3

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ ANALİZİ

3.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Kapsamı, Gelişimi ve Kontrolleri.....	43
3.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	43
3.1.2. Portföy Yatırımları.....	46
3.1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	47
3.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Etkileri.....	48
3.2.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri.....	48
3.2.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri Etkileri.....	50
3.2.3. Küresel Finansal Kriz Karşısında Sermaye Hareketleri Kontrolleri.....	53
3.3. Küresel Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Sermaye Hareketleri Gelişimi.....	57
3.4. Sermaye Hareketleri Oynaklık Düzeyi Karşılaştırması.....	63
3.5. Vektör Otoregresyon (Var) Modeli İle Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği.....	66
SONUÇ.....	74

KAYNAKLAR.....	78
ÖZGEÇMİŞ.....	82

GRAFİKLER DİZİNİSayfa No

Grafik 1.1: ABD’de Konut Fiyatları, Vadesinde Ödenmeyen Borçlar ve Konut Hacizleri.....	4
Grafik 2.1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranları (%).....	21
Grafik 2.2: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde İşsizlik Oranları (%).....	21
Grafik 2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Ticaret Hacmi.....	22
Grafik 2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları (%).....	23
Grafik 2.5: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesi.....	24
Grafik 2.6: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Dış Ticaret Değerleri.....	25
Grafik 2.7: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	26
Grafik 2.8: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Ticaret Değerleri.....	27
Grafik 2.9: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	28
Grafik 2.10: Brezilya İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%).....	31
Grafik 2.11: Rusya İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%).....	32
Grafik 2.12: Hindistan İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%).....	35
Grafik 2.13: Çin İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%).....	36
Grafik 2.14: Türkiye İthalat ve İhracat Artış Hızları.....	37
Grafik 3.1: Değişkenlerin Birbiri İle Etkisi.....	73

TABLOLAR DİZİNİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1: Küresel Finansal Krizin İç ve Dış Etkenleri.....	6
Tablo 1.2: Küresel Finansal Krizin Haftalık Gelişim Kronolojisi.....	7
Tablo 1.3: Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluşların İflasları 2008-2009.....	15
Tablo 1.4: Çeşitli Ülkelerde Uygulanan Önlem Paketleri.....	19
Tablo 2.1: Brezilya Temel Ekonomik Göstergeler.....	29
Tablo 2.2: Rusya Temel Ekonomik Göstergeler.....	31
Tablo 2.3: Hindistan Temel Ekonomik Göstergeler.....	33
Tablo 2.4: Çin Temel Ekonomik Göstergeler.....	35
Tablo 2.5: Türkiye Temel Ekonomik Göstergeler.....	37
Tablo 2.6: Gelişmiş Ülkelerde Maliye Politikası Türleri.....	41
Tablo 3.1: 1980-1989 Yıllarında Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımlar (% oran).....	45
Tablo 3.2: 1990-1999 Yıllarında Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımlar (% oran).....	45
Tablo 3.3: 2000-2010 Yıllarında Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımlar (% oran).....	46
Tablo 3.4 : Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Net Sermaye Hareketleri.....	58
Tablo 3.5: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Doğrudan Yatırımlar.....	59
Tablo 3.6: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Portföy Yatırımları.....	59
Tablo 3.7: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Finansal Türevler.....	60
Tablo 3.8: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Sermaye Hareketleri.....	61
Tablo 3.9: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Doğrudan Yatırımlar.....	61
Tablo 3.10: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Portföy Yatırımlar.....	62
Tablo 3.11: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Finansal Türevler.....	63
Tablo 3.12: Sermaye Hareketlerinin Varyans Katsayıları.....	64
Tablo 3.13: Birim Kök Testi.....	68
Tablo 3.14: VAR Modeli Parametre Tahmin Değerleri.....	69
Tablo 3.15: TR-KRİZ Granger Nedensellik Testi.....	69
Tablo 3.16: TRDY-KRİZ Granger Nedensellik Testi.....	70
Tablo 3.17: TRPY-KRİZ Granger Nedensellik Testi.....	70
Tablo 3.18: Varyans Ayırıştırması.....	70

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIG	American International Group
BOE	İngiltere Merkez Bankası
BRIC	Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
ECB	İspanya Merkez Bankası
FDIC	Tasarruf Sigorta Mevduat Fonu
FED	Amerika Merkez Bankası
FME	Finansal Denetleme Kurumu
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IFS	Uluslar Arası Finans İstatistikleri
IMF	Uluslar Arası Para Fonu
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük Ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MUGF	Mitsubishi UFJ Financial Group
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
OECD	Ekonomi İşbirliği Ve Kalkınma Örgütü
PBC	Çin Merkez Bankası
RBI	Hindistan Merkez Bankası
RCB	Rus Merkez Bankası
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı

GİRİŞ

Ekonomi alanında; beklenmedik bir zamanda aniden ortaya çıkan devlet ve firmalar için olumsuz sonuçlar ortaya çıkaran gelişmelere kriz denir. Krizin özellikleri şu şekilde sıralanabilir; önceden bilinmeyen bir zamanda oluşur, kişiler ve firmalar için bir tehlike oluşturabildiği gibi bu tehlike yeni fırsatlara dönüşebilir, kısa ya da uzun sürebilirler bu da krize karşı alınan önlemlere bağlı olarak değişebilir, bir sektörde ortaya çıkan kriz o sektöre bağlı diğer sektörleri de etkileyebilir.

Bu durumda ekonomik kriz, aniden beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin makro düzeyde ülke ekonomisini, mikro düzeyde ise firmaları etkisi altına alarak ciddi sonuçlar ortaya çıkarması olarak tanımlanabilir.

Dünyada ülkemizi de etkisi altına alan birçok kriz yaşanmıştır. Dünyada meydana gelen 1929 Büyük Buhran'dan günümüze kadar birçok kriz meydana gelmiştir. Ancak 1991 krizi, 1994 krizi, 1998-1999 krizi ve günümüzde halen etkileri devam eden 2008 küresel finansal krizi Türkiye'de oluşan ve Türkiye'yi etkisi altına alan en etkili krizlerdir. 2007 yılında Amerika Birleşik Devleti (ABD) konut sektöründe başlayan¹ daha sonra 2008 yılında ABD'nin en büyük dördüncü yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın iflasını açıklaması ile küresel krize dönüşen bu kriz dünyanın geçirdiği ve reel sektördeki etkilerinin halen devam ettiği en büyük krizdir.

ABD ekonomisinde prime ve subprime olmak üzere iki adet kredi uygulaması vardır. Prime krediler; sermaye yapısı, ödemeler dengesi, genel finansal tabloları olumlu olan firmalar, kişiler ve kuruluşlara verilen kredi çeşididir. Subprime krediler ise bu krediyi sağlayan finans kuruluşunun, daha da yüksek risk olarak, gelir düzeyi ve sermaye yapısı daha alt seviyede bulunan gerçek veya tüzel kişilere sağladığı kredi çeşididir. Prime kredi uygulamalarının faizleri subprime krediye göre daha düşüktür. Bu krizde de FED (ABD Merkez Bankası)'in faiz politikası daha önceki yıllara göre beklenmedik gelişmelerden dolayı subprime kredi uygulamasından faydalananları zora sokmuştur. Çünkü mortgage kredi sistemi uzun vadeli bir sistem olduğu için faiz politikalarından dolayı kredi borçlarında ödeme zorluğu yaşanmıştır.

ABD bankaları fonlarını, komisyonculuk ve sigortacılık sistemlerine dayalı komisyonculuk modeli olan yatırım bankacılığı ile uzun vadeli menkul kıymet ihraç

¹ Kriz ile ilgili ayrıntılı bilgi için Kenc, T., Diboğlu (2009) 'a bakınız.

ederek sağladığı için bu kadar fazla fon verebiliyordu. ABD’de konut fiyatları ile kira bedellerinin düşmesi inşaat ve gayrimenkul sektörlerini de etkileyerek reel sektörde etkisini göstermiştir. Finans sektörüne bağlı olan reel sektördeki olumsuz gelişme ile içinde barındırdığı birçok sektörü de etkilemiştir (Doğruok, 2010).

Halen etkilerinin devam ettiği küresel finansal krize subprime mortgage sektörü, genişleyen kredi hacmi, yetersiz finansal düzenleme ve gözetim ile küresel makroekonomik dengesizliklerdeki gelişmeler gibi birçok değişik faktör sebep olmuştur (Danacı ve Ceyhan, 2009).

Küresel ekonomi, ABD konut sektöründe başlayan daha sonra başta en büyük yatırım bankası olan Lehman Brothers ile birçok yatırım bankasının iflasını açıklaması ile tüm dünyaya yayılan bir krizin içine girmiştir.

Çalışmamızın birinci bölümünde küresel finansal krizin nasıl ortaya çıktığına, bu krizin nedenlerine, aylar itibari ile küresel finansal krizin kronolojik gelişimine, krizin firmalara, bankalara ve şirketlere olan etkilerinin neler olduğuna, yani krizin boyutlarına yer verilecek ve ortaya çıkan bu küresel finansal krize karşı alınan önlem paketlerine değinilecektir. İkinci bölümde ise, küresel finansal krizin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri etkileme kanalları makroekonomik göstergeler ile açıklanacak ve küresel finansal kriz sürecinde gelişme gösteren ülkelere yer verilecektir. Ayrıca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin küresel finansal kriz sürecinde uyguladıkları para ve maliye politikaları incelenecektir. Üçüncü bölümde ise uluslararası sermaye hareketlerinin analizi yapılarak sermaye hareketlerini oluşturan doğrudan yabancı yatırımlarına, portföy yatırımlarına ve kısa vadeli sermaye hareketlerine kısaca değinilerek gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamaları incelenecektir. Bu bölümde ayrıca uluslararası sermaye hareketlerinin nedenleri, etkileri ve bazı ülkelerdeki kriz öncesi ve kriz sonrası uygulamaları incelenecektir. Son bölümde Vektör Otoregresyon (VAR) yöntemi uygulanarak, Türkiye’de 2001:Q1-2010:Q1 dönemi verileri ile sermaye hareketlerinin birbirleri ile etkileşimleri incelenecektir. Ayrıca Granger Nedensellik analizi ile küresel krizin Türkiye’de sermaye hareketleri üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılacaktır.

BÖLÜM 1: KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN OLUŞUMU, NEDENLERİ, BOYUTLARI VE ÖNLEM PAKETLERİ

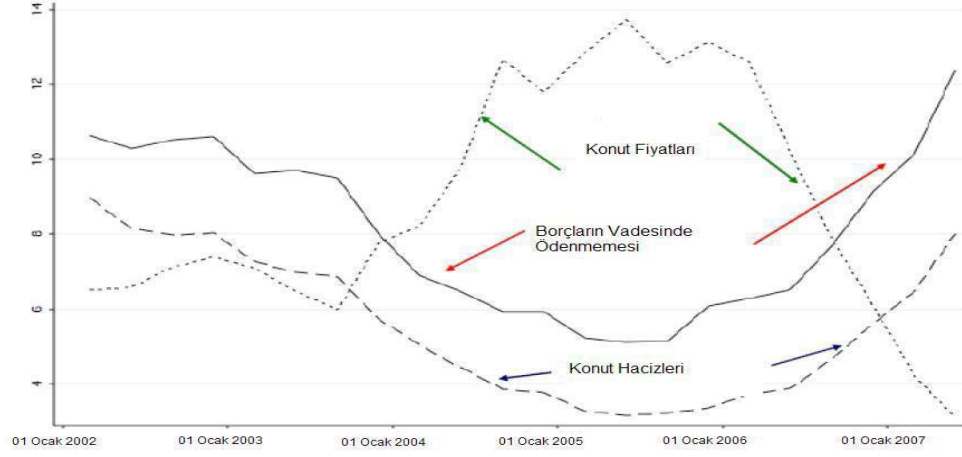
1.1 Küresel Finansal Krizin Oluşumu² ve Nedenleri

1997-1998 Asya krizinden sonra, Asya ekonomisinde cari işlemler fazlası ve yüksek kar oranları ile ortaya çıkan fon fazlalığı, artan teknoloji hisselerine aktarılmıştır. Dot-com Stocks olarak adlandırılan bu balon 2000 yılı Mart ayında teknoloji firmalarının içinde bulunduğu borsa endeksi olan NASDAQ' daki senetlerin değer kaybetmesi ile sönmüştür (Danacı ve Ceyhan, 2009). Bu durumun nedeni, gelişen bilgisayar ve teknoloji sektörüne yatırım yapan risk sermayesi şirketlerinin sektörden geri dönüş alamadıkları için çekilmeleridir. 2001 yılında teknoloji hisselerinin değer kaybetmesi ile ABD ekonomisi resesyona girmiştir. Daha sonra 11 Eylül'de yaşanan terör olayları ve sonraki gelişmeler, mevcut resesyona artmasına neden olmuştur. Bunun üzerine FED (Amerikan Merkez Bankası) deflasyonu önlemek amaçlı, %1'in altına inen, faiz oranlarında düşüşe gitmiştir. Uzun süre devam eden bu para politikası ile konut kredilerinde artış başlamıştır. ABD finans sektörü düşük gelirli, kredileri ödemeleri mümkün olmayan insanlara çok daha düşük faizli konut kredileri (subprime mortgage) vermeye başlamıştır. Geri ödemeleri mümkün olmayan ve riski yüksek olan kişilere vermiş oldukları kredileri teminat göstererek emlak tahvilleri çıkaran bankalar, daha yüksek faizli hedge fonlara satmışlardır. Konut fiyatlarındaki hızlı yükseliş ile yeni ipotekler yapılmıştır. Yeni kredi alımları ile birlikte reel karşılığı olmayan kredi oranlarında artış meydana gelmiştir. Böylece ABD konut sektöründe konut fiyatları rekor rakamlara ulaşmıştır.

2004 yılında FED' in enflasyona yönelik önlemler için faiz oranlarını artırmaya gitmesi ile değişken faizli mortgage kredilerinin geri ödemelerinde sorunlar ortaya çıkmıştır. Geri ödeme sorunları ve yüksek faiz nedeniyle konut fiyatlarında düşüş başlamıştır. Grafik 1.1, ABD emlak fiyatlarının değişimini ölçmede kullanılan Case-Schiller endeksinin Ocak, 2002-Ocak, 2007 dönemleri arasındaki emlak fiyatlarının değişimini göstermektedir. 2003 yılından itibaren artışa geçen emlak fiyatları 2005 yılında tavan fiyata ulaşmış, sonraki tarihlerde düşüşe geçmiştir. Emlak fiyatlarının

² Krizin oluşumu ve FED'in uyguladığı politikalar ile ilgili ayrıntılı bilgi için Birdal, M. (2009)' a bakınız.

tavan yaptığı 2005 yılında ise borçların vadesinde ödenmemesi ile konut hacizleri taban yapmış durumdadır.



Grafik 1.1: ABD’de Konut Enflasyonu, Vadesinde Ödenmeyen Subprime Kredileri ve Konut Hacizleri

Kaynak: Taylor (2009).

Birçok finansal kuruluşun mortgage’ye (konut kredileri) dayalı yatırım araçlarından kaynaklanan zararlarını açıklamaları ile birlikte yatırımcıların paralarını geri alma isteği başlamış ancak ürünler nakde dönüştürülemediği için piyasalarda likidite krizi başlamıştır. Buna önlem olarak merkez bankaları piyasaya para sürmeye başlamıştır. Daha sonra subprime mortgage yolu ile kredi veren bankalar kredilerini geri ödeyememiş, konut fiyatları düşmüş ve birçok banka ile en son Lehman Brothers’ın iflasını açıklaması ile birlikte tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz başlamıştır.³

Krizin başlamasından itibaren FED para miktarını ve likiditeyi artıran, daralmayı önleyen politika izlemiştir. Bu politika ile FED piyasalarda daha fazla daralma olmasının önüne geçmiştir. Bunun yanında piyasalardaki likidite bolluğu insanların daha fazla risk almasına neden olmuştur. Bu durum likidite bolluğunun krizin çıkışının nedenlerinden olmasına yol açmıştır. Finans kuruluşları da insanların önüne daha riskli işlemler ortaya çıkardıkça artan bu riskler krizin çıkışında etkili olmuştur. Krizin

³ Ayrıntılı bilgi için Ünal, Kaya, (2009)’a bakınız.

oluşumuna FED'in izlediği para politikasının yanı sıra, likidite bolluğu ve özensiz krediler, menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşları gibi etkenler⁴ de neden olmuştur.

Likidite Bolluğu; 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasalarda likidite sürekli artmıştır. Bankalar işi ve geliri olmayan kişilere kredi vermeye başlamıştır. Buna bağlı olarak, varlık fiyatları çok hızlı artmıştır. Konut kredilerindeki geri ödeme sorunları sonucunda bankalardaki hacizli konutların sayısı artmış ve bankalar bu konutları piyasaya sundukça konut fiyatları düşmeye başlamıştır. Kredilerini ödemekte olan kişilerin evlerinin değeri bugünkü değerinin altında kalmıştır.

Menkul Kıymetleştirme, borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişimidir. Tasarruf kurumlarının ve diğer aracılardan likit olmayan aktiflerinin paketlenerek menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemidir. Likidite bolluğuna menkul kıymetleştirme de eklenince insanlar normalden fazla kredi kullanmışlardır. Menkul kıymetleştirme riskin bir kurumdan diğer bir kuruma geçilmesini kolaylaştırdığı için krizin sebeplerinden biri olmuştur. Menkul kıymetleştirmeden dolayı kredi ödemelerindeki aksamalar krediyi veren bankaya ve menkul kıymeti satın alan finansal kuruluşları zarara uğratmıştır. Bu durum mali sistemin kırılgan hale gelmesinde önemli rol oynamıştır.

Saydamlık eksikliği; gelişmiş ülkelerde birbirleri ile bağlantılı ayrı mali kurumlar ve mali araçlar oluşturulmuştur. Sıradan yatırımcılar için sürekli ve hızlı değişen finansal piyasaları takip etmek zordur. Bu durum finansal piyasalar ve araçlar ile ilgili saydamlık sorunudur. Saydamlık arttıkça daha az finansal kriz oluşmaktadır. Ancak, son yaşanan küresel finansal kriz saydamlığın en fazla olduğu gelişmiş bir ülkede ortaya çıkmıştır.

Derecelendirme kuruluşları; denetledikleri mali kuruluşlar tarafından finanse edildikleri için objektif olamamaktalar ve her zaman firmaların finansal problemlerini ortaya çıkaramamaktadırlar. Küresel finansal kriz öncesinde iyi çalışmadıkları için, ancak kriz başladıktan sonra kredi notlarını düşürmüşlerdir.

Krizin oluşturan diğer etkenlere, iç ve dış etkenler, Tablo 1.1' de yer verilmiştir.

⁴ Krize neden olan bu etkenlerin oluşturulmasında Alantar (2007)' den yararlanılmıştır.

TABLO 1.1: Küresel Finansal Krizin İç ve Dış Etkenleri

İÇ ETKENLER	DIŞ ETKENLER
Kurumsal Temeldeki Etkenler	Makroekonomik Dalgalanmalar
<ul style="list-style-type: none"> • Finansal riskler • Operasyonel risk • Enformasyonel teknolojisi eksikliği • Bütünsellik eksikliği • Reputasyon riski • İşletme strateji riski • Risk yoğunlaşması • Sermaye yeterliliği riski 	<ul style="list-style-type: none"> • Ekonomik Çevre Riski • Ekonomi Politikası Dengesizlikleri
Piyasa Temelindeki Etkenler	
<ul style="list-style-type: none"> • Karşı taraf riski • Yanlış değerlendirilmiş varlık fiyatları riski • Risklerin bulaşıcılığı 	
Yapısal Riskler	
<ul style="list-style-type: none"> • Ödeme sistemindeki sorunlar • Yasa eksiklikleri • Kurul eksiklikleri • Muhasebe eksiklikleri • Denetim eksiklikleri 	

Kaynak: Eğilmez (2009).

Tablo 1.2' de Küresel finansal krizin haftalık gelişim kronolojisi yer almaktadır.

TABLO 1.2: Küresel Finansal Krizin Haftalık Gelişim Kronolojisi

7 Eylül	Konut finansman kurumu olan Fannie Mae ve Freddie Mac Amerikan Hükümeti'nin kontrolüne geçmiştir.
14 Eylül	Merrill Lynch 50 milyar Dolar ile Bank of America'ya satılmıştır. ABD Merkez Bankası sigorta şirketi olan AIG'yi 85 milyar Dolar ile kurtarmıştır. Krizin başlangıcı sayılan Lehman Brothers iflasını açıklamıştır.
21 Eylül	Goldman Sachs ve Morgan Stanley yatırım bankacılığında mevduat bankacılığına geçmiştir. İngiliz Hükümeti ise Bradford&Bingley'e el koymuştur.
28 Eylül	Washington Mutual 328 milyar Dolar aktif varlığı ile Amerikan tarihinin en büyük banka iflası olmuştur. Hükümetin bankaya el koyması ile varlıkları 1,9 milyar Dolara JP Morgan'a satılmıştır. Fortis Bank %49 oranında kamulaşmıştır. Citigroup Wachovia'yı satın almıştır. Japon Nomura, Lehman Brothers'ın Asya'daki varlıklarını, daha sonrada Avrupa'daki operasyonlarını satın almıştır. İzlanda Hükümeti ülkenin üçüncü büyük bankası Glitnir Bankası'nın %75'ini almıştır. Likidite sıkıntısı çeken Dexia'yı kurtarmak için Belçika, Fransa ve Lüksemburg devletleri tarafından 6,4 milyar Euro destek sağlanmıştır.
5 Ekim	BNP Paribas, Fortisbank'ın 14,5 milyar Euro değerindeki hisselerini satın almaya karar vermiş, %75 pay ile Fortisbank'ın en büyük hissedarı olmuştur. Amerikan Merkez Bankası (FED) ticari tahvil piyasasına Büyük Depresyondan beri ilk kez müdahale etmiştir. İzlanda'da ülkenin ikinci büyük bankası Landsbanki'ye el koyulmuştur. İspanya Hükümeti İspanya bankalarına ait aktifleri satın almak için 40 ile 68 milyar Dolar arasında acil fon oluşturmuştur. İngiltere Hükümeti ülkenin bankalarına kısa vade likidite sağlamak için 87,2 milyar Dolar acil fon sağlamıştır. ABD Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez

	TABLO 1.2: Küresel Finansal Krizin Haftalık Gelişim Kronolojisi (devamı)
	<p>Bankası, İsviçre, İsveç ve Kanada Merkez Bankaları ile koordineli faiz indirimi yaptı. Çin Merkez Bankası da eş zamanlı olarak faiz indirimi yapmıştır.</p> <p>ING Bank İzlanda Bankası Kaupthing'in 2,5 milyar sterlinlik bazı mevduatlarını Heritable Bank'ın ise 538 milyon sterline aldığını açıklamıştır.</p> <p>İzlanda Finansal Denetleme Kurumu (FME), ülkenin en büyük bankası Kaupthing bankasına el konulduğunu ve ülkedeki bütün mevduatların garanti altında olduğunu açıklamıştır.</p> <p>Finlandiya Mali Düzenleme Kurumu, İzlanda hükümetinin el koyduğu Kaupthing bankasının Finlandiya'daki şubesini geçici olarak kapatmıştır.</p>
12 Ekim	<p>Avrupa Hükümetleri 2,5 trilyon Dolar tutarında bankacılık sektörünün yeniden sermayelendirilmesi, interbank ve doğrudan kredilere garanti verilmesini içeren kurtarma paketleri açıklamıştır.</p> <p>İngiltere Hükümeti ülkenin üç en büyük bankasına 60 milyar Dolar sermaye sağlamıştır.</p> <p>Japonya'nın en büyük bankacılık kuruluşu Mitsubishi UFJ Financial Group (MUGF) Morgan Stanley'in yüzde 21'ini yaklaşık 9 milyar Dolara aldığını açıklamıştır.</p>
19 Ekim	<p>Belarus Merkez Bankası IMF'den kredi istendiğini açıklanmıştır.</p> <p>IMF, İzlanda'yla iki yıl vadeli 2,1 milyar Dolar tutarında ekonomik iyileşme programı üzerinde anlaşma sağlamıştır.</p> <p>Güney Kore Hükümeti Kore bankalarının dışarıdan yabancı para cinsinden temin ettiği yaklaşık 100 milyar Dolar tutarındaki krediyi, 30 Haziran 2009'a kadar devlet garantisi altına aldığını açıklamıştır.</p> <p>Bu arada bankalara 30 milyar Dolarlık likidite imkânı temin edileceğini ve KOBİ'ler için Kore Kalkınma Bankası'na 750 milyon Dolarlık bir kaynak aktarılacağını açıklamıştır.</p>
26 Ekim	<p>Meksika Merkez Bankası kredi piyasalarının sağlıklı işlemesi için 11 milyar Dolar tutarında bono alacağını belirtmiştir.</p> <p>Ayrıca, yatırımcıların uzun dönem bonolardan çıkmalarını önlemek için</p>

	TABLO 1.2: Küresel Finansal Krizin Haftalık Gelişim Kronolojisi (devamı)
	<p>merkez bankası 3,7 milyar Dolar tutarında swap işlemiyle sabit faizli uzun dönemli bono faizleri yerine değişken faiz imkanı getirmiştir.</p> <p>Amerikan Merkez Bankası Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur'un para birimlerini Dolara çevirmeleri için 30'ar milyar Dolar tutarında swap hattı açmıştır.</p>
2 Kasım	<p>Almanya'nın ikinci büyük bankası Commerzbank AG'nin Alman hükümetinden 8,2 milyar Euro (10.6 milyar Dolar) sermaye yardımı alacağı açıklanmıştır.</p> <p>Brezilya'da Banco Itau Holding Financeira SA ve Uniao de Bancos Brasileiros SA birleşme kararı almıştır. Brezilya merkez bankası 24 Eylül'den bu zamana kadar piyasalara 46,1 milyar Dolardan fazla sermaye sağlamıştır.</p> <p>Güney Kore hükümeti ekonomiyi canlandırmak için piyasalara yaklaşık 11 milyar Dolar enjekte edeceğini açıklamıştır.</p> <p>İtalya hükümeti bankalara sermaye sağlamak için 30 milyar Euro tutarında bir kaynak ayırmayı planladığını açıklamıştır.</p> <p>Macaristan Hükümeti, bankalara 3 milyar Dolar sağlayabileceğini açıklamıştır.</p> <p>Avrupa Merkez Bankası, İngiltere, İsviçre Merkez Bankası gösterge faiz oranlarında indirim gitmiştir.</p>
9 Kasım	<p>Çin 586 milyar Dolarlık bir ekonomik teşvik planı açıklamıştır.</p> <p>Amerikan Merkez Bankası tarafından AIG sigorta şirketinin destekleme planının yeniden yapılandırıldığı açıklanmıştır.</p> <p>G-20 Liderler Zirvesi sonrasında küresel büyümeyi yeniden tesis etmek ve dünya finansal sistemleri için gerekli reformları gerçekleştirmek üzere bir aksiyon planı üzerinde mutabakata varılmıştır.</p>
23 Kasım	<p>Citigroup ABD Hazine Bakanlığı, FED ve FDIC ile anlaşma sonucu 40 milyar Dolar değerinde sermaye desteği almıştır.</p> <p>ABD Merkez Bankası 600 milyar Dolarlık ipotek finansmanı kredilerine dayalı menkul kıymet alacağını ve 200 milyar Dolar büyüklüğünde tüketici borçlarına dayalı menkul kıymet alma imkanı</p>

	TABLO 1.2: Küresel Finansal Krizin Haftalık Gelişim Kronolojisi (devamı)
	sunacağını açıklamıştır.
30 Kasım	Polonya Hükümeti 24 milyar Euro tutarında ekonomik istikrar ve kalkınma paketi açıklamıştır. Yeni Zelanda, İsveç Merkez Bankası İngiltere Merkez Bankası Avrupa Merkez Bankası gösterge faiz oranını düşürmüştür. Fransa Hükümeti, Fransız ekonomisini teşvik için 26 milyar Euro'luk (32,9 milyar Dolar) bir plan açıklamıştır. İsveç Hükümeti, 1,1 milyar Dolarlık ekonomik teşvik paketi açıklamıştır.
7 Aralık	Hindistan, ekonomiyi canlandırmak amacıyla, 4,1 milyar Dolarlık teşvik paketi açıklamıştır. Brezilya'da 13 milyar Doları aşan bir kurtarma paketi açıklamıştır. Japonya Hükümeti 255 milyar Dolarlık yeni bir teşvik planı açıklamıştır.
14 Aralık	İrlanda, bankalara 10 milyar Euroya kadar sermaye desteği Sağlayacağını açıklamıştır. Japonya'da Bakanlar Kurulu, 54 milyar Dolarlık yeni bir ekonomik paketi onaylamıştır.
21 Aralık	İrlanda Hükümeti, ülkenin üç büyük bankasına 5,5 milyar Euro (7,68 milyar Dolar) fon aktaracağını açıklamıştır. Çin Merkez Bankası faiz indirimine gitmiştir.
4 Ocak	Almanya'da, hükümet 50 milyar avroluk paket üzerinde anlaşmıştır.
11 Ocak	Avrupa Merkez Bankası faiz indirmiştir. ABD hazinesi Bank of Amerika'dan 20 milyar Dolar değerinde imtiyazlı hisse aldığını açıklamıştır. Danimarka, bankalar ve ipotekli konut kredisi kuruluşları için 18 milyar Dolarlık kurtarma planı hazırlamıştır. İngiltere Hükümeti küçük ve orta ölçekli şirketlere kredi ve sermaye yardımı açıklamıştır.
18 Ocak	Alman ipotekli konut kredisi kurumu Hypo Real Estate'in Alman hükümetinden borçlarına ilave 12 milyar Euro garanti temin edeceği açıklanmıştır.

	TABLO 1.2: Küresel Finansal Krizin Haftalık Gelişim Kronolojisi (devamı)
25 Ocak	<p>Fransa'nın ikinci büyük bankası Credit Agricole ile Societe Generale, varlık yönetim şirketlerini birleştirme kararı almıştır.</p> <p>Amerika Merkez Bankası ABD Merkez Bankası (FED), gösterge faiz oranını yüzde 0-0,25 aralığında tutmaya karar vermiştir. Hollandalı bankacılık devi Ing Group, Holanda hükümetinin, 27,7 milyar Euro'luk (35,8 milyar Dolar) ABD ipotekli konut kredisinden kaynaklı sorunlu varlıkların büyük çoğunluğunu satın alacağını bildirilmiştir.</p>
1 Şubat	<p>İsveç Hükümeti tekrar kredi vermeye başlamalarını sağlamak üzere bankalara 6 milyar Dolar sermaye yardımı yapılacağını bildirmiştir.</p> <p>Japonya Merkez Bankası Japon bankalarının global finansal kriz dolayısıyla maruz kaldıkları zorlukları azaltmak amacıyla bankaların elinde bulunan hisse senetlerini almak için 11 milyar Dolar kaynak sağlayacağını açıklamıştır.</p> <p>Avustralya hükümetinin, küresel krizden korunmak için 26 milyar Dolarlık teşvik paketi hazırladığı açıklanmıştır.</p>
8 Şubat	<p>ABD Hazinesi, bankacılık sistemini kurtarmak için büyüklüğü 2 trilyon Dolara ulaşabilecek yeni bir plan açıklamıştır. Buna göre bankaların bilançolarındaki kötü varlıkları satın almak için kamu ve özel sektör ortaklığıyla 1 trilyon Dolarlık bir fon oluşturulurken, tüketici kredilerini canlandırmak için de 1 trilyon Dolarlık bir kaynak sağlanacağı açıklanmıştır. Bu plan ile ;</p> <p>ABD Tasarruf Sigorta Mevduat Fonu (FDIC), ABD Merkez Bankası (FED), ABD Hazinesi ve özel sektörün ortaklığıyla bir yatırım fonu kurulması,</p> <p>Kamu-Özel Yatırım Fonu, bankaların bilançolarındaki ipotekli konut finansmanı kaynaklı zararlı menkul kıymetleri satın alması,</p> <p>Fonun büyüklüğü başlangıçta 500 milyar Dolar olacak, ancak bu rakam 1 trilyon Dolara kadar çıkabilmesi,</p> <p>FED'in tüketici kredilerinin yanı sıra küçük ölçekli şirketlere verilen ticari kredileri desteklemek için uyguladığı 200 milyar Dolarlı programın büyüklüğü 1 trilyon Dolara çıkması, İpotekli konut kredisi</p>

	<p>TABLO 1.2: Küresel Finansal Krizin Haftalık Gelişim Kronolojisi (devamı)</p> <p>kullanan ev sahiplerinin konutlarına haciz gelmesini önlemek ve tüm ekonomiyi etkileyen konut krizin bu etkisini hafifletmek için federal kurtarma fonlarına 50 milyar Dolar aktarılması öngörülmüştür.</p> <p>ABD Başkanı Barack Obama'nın reel ekonomiyi canlandırmak için hazırladığı 838 milyar Dolarlık teşvik paketi Senato'dan geçmiştir. Teşvik paketi ile yeni iş alanları yaratması ve ekonominin tekrar canlanmasını amaçlandığı belirtilmiştir.</p> <p>Avrupa Merkez Bankası faiz oranını değiştirmeyerek yüzde 2'de bırakmış, İngiltere Merkez Bankası (BOE) ise faiz oranlarını indirerek yüzde 1,5'ten yüzde 1'e düşürmüştür.</p> <p>Japonya'ya IMF küresel finansal krizde kredi sağlanmasına ilave 100 milyar Dolar sağlamıştır</p>
15 Şubat	<p>ABD'de işletmelere, birey ve ailelere, işsizlere yönelik teşvikler ile enerji yatırımları, otoyol ve köprü inşaatları, sağlık bilim ve araştırma için kaynak ayrılmasını öngören ve kongrede kabul edilen 787 milyar Dolarlık paket yürürlüğe girmiştir.</p>

Kaynak: Erdönmez (2009)

1.2 Küresel Finansal Krizin Boyutları

Bankalardan alınan emlak kredileri, kredinin vadesi doluncaya kadar banka bilançosunda dururken, günümüzde ise kredi veren banka ya da kurumların kredileri kendi üstlerinde durmakta, kontrat imzalanmasıyla oluşan sabit ücretlerden ya da faizin bir kısmından %1 civarında pay alarak ikincil piyasalarda satılmaktadırlar. İkincil piyasaları, devletin desteklediği Ginny Mae, Fannie Mae, Freddy Mac gibi kuruluşlar ile Lehman Brothers, Countrywide Special, Bear Sterns, Indy Mac gibi Wall Street'e dayalı özel yatırım bankaları oluşturmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) konut fiyatları mortgage ile daha fazla artış göstermiş ve geliri düşük kişilerin konut almaları için bankalar kolay kredi vermişlerdir. Daha sonra konut fiyatlarındaki ani düşüş ile mortgage piyasasının çöküşü meydana gelmiş ve düşük gelirli bireyler

kredilerini geri ödeyemeyince bankalar da konutlara el koymuşlardır. Konut fiyatlarındaki bu düşüşün piyasalarda yarattığı sıkıntılar küresel finansal kriz döneminin başlangıcı olmuştur.

Krizin yarattığı en büyük sıkıntılar, çeşitli banka ve şirketlerin iflas etmesi ve bazı firma veya şirketlerin satışı şeklinde olmuştur. Bunlar arasında en önemlileri; yatırım bankacılığında faaliyet gösteren Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch; bankacılık sektöründe faaliyet gösteren Citigroup, IndyMac, Washington Mutual, Hypo Real Estate Bank, Fortis, UBS ve Creditte Suisse gibi bankalar, sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren AIG ve ipotek aracılığı sektöründeki Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kuruluşlar yer almaktadır.

The Bear Stearns Companies, Inc; 1923 yılında menkul kıymet ticareti amacıyla kurulmuştur. Konut kredisi ağırlıklı müşteri bulunan, dünyanın ipotekli konut finansmanı kredileri bakımından ilk sıralarda bulunan yatırım bankalarından birisidir. Temmuz 2007’de iki hedge fonunun batması ile birlikte Mart 2008’de %80 oranında değer kaybetmiş, Bear Stearns \$236 milyona ticari bir banka olan JP Morgan Chase’e satılmıştır.

Bear Stearns serbest fonlardan elde ettiği kredilere dayanan finansman yapısından, yeterli likiditeye sahip olmamasından ve para piyasası fonlarından elde ettiği gecelik repo kaynaklarından dolayı iflas etmiştir. Bear Stearns’in ipoteye dayalı konut finansmanı kredilerinden oluşan riskli kredi portföyü de iflasın gelişimini hızlandırmıştır. Çünkü 2008 yılında 17 milyar Dolar nakit rezervi bulunan bankanın 102 milyarlık karşılığı bulamaması, piyasaya güven vermemesinden dolayı müşterilerin kredileri geri çekmek istemesi ve bu talebi karşılayacak likiditenin olmaması bankanın iflasını sağlayan nedenleri oluşturmuştur.

Merrill Lynch Yatırım Bank A.Ş. ; 1914 yılında Wall Street’de kurulan en büyük yatırım bankalarından birisi aynı zamanda ABD’nin en büyük perakende menkul kıymetler aracısıdır. 1915 yılında ismini ‘Merrill Lynch & Co’ olarak değiştirmiştir. Kriz ile birlikte Ocak 2007’de 90 Dolardan işlem gören hisseleri Mayıs 2007’de 50 Dolardan işlem görmeye başlamış ve 14 Eylül 2008 tarihinde hisse başına 29 Dolar ile 50 milyar Dolara Bank of Amerika’ya satılmıştır. Lehman Brothers’dan sonraki kredi krizinin en büyük iflası Merrill Lynch ile gerçekleşmiştir.

Lehman Brothers Inc; 1850 yılında kurulmuştur. Lehman Brothers, Wall Street'teki en büyük dördüncü yatırım bankasıydı. 15 Eylül 2008 tarihinde 613 Milyar USD borcu ile iflasını açıklamıştır. Bu ABD tarihinin en büyük iflası olmuştur. Lehman Brothers Holdings Inc'in çöküşüyle tüm dünyayı sarsan finansal ekonomik kriz başlamıştır.

İflasın nedeni ise gayrimenkul yatırımları ve kötü ipotekli konut kredilerinin finansmanı olmuştur. ABD'de kredi arzlarının büyüdüğü dönemlerde, hızlı bir biçimde değer kaybeden gayrimenkul yatırımlarına yönelmesi ve bunun sonucunda ortaya çıkan sermaye yetersizliği ile birlikte şirket sonunu hazırlamıştır. Ağustos 2008'de ticari gayrimenkul portföyü 33 milyar \$ ve ikamet gayrimenkul portföyü 13 milyar \$'dır. Lehman'ın iflasını açıkladığı zaman varlıkları 639 milyar \$ iken, borçları ise 613 milyar \$'dır.

FED ve ABD Hazinesi Bear Stearns'i kurtarılmasında, Fannie Mae, Freddie Mac ile sigorta şirketi olan AIG'in devletleştirilmesine destek verirken, Lehman Brothers için hiç bir şey yapamamıştır. 2008 Ekim ayında Lehman Brothers'ın iflasını açıklaması ile birlikte ABD'de başlayan kriz küresel bir kriz halini almıştır.

American International Group (AIG); dünyanın en büyük sigorta şirketlerinden birisidir. AIG' in işlevleri; ev kredileri, menkul kıymet işlemleri, sigortacılık ürünleri ve özel bankacılık gibi işlemlerdir. AIG' un batmasının dünya çapında krize yol açacağından endişelenen Amerikan Hazinesi AIG' e 85 milyarlık kredi sağlamıştır. Daha sonra bu krediye ek olarak 37,8 milyar Dolarlık ve 20,9 milyar Dolarlık krediler sağlanarak toplam kredi tutarı 144 milyar Dolara çıkmıştır. Açılan krediler ile birlikte AIG' in varlıkları teminata bağlanmış ve devletleştirilmiştir.

AIG genellikle kredi temerrüt swapları ile şirket bankalarının portföyünde yer alan menkul kıymetleri sigortalamaktaydı. Konut fiyatlarındaki düşüş nedeniyle konut kredilerine bağlı menkul kıymetlerinde meydana gelen kayıplar AIG' nin iflas etmesine neden olmuştur. Konut piyasasındaki değer kayıplarından dolayı kredi temerrüt swaplarının değeri düşmüş ve elindeki sermaye zarara uğramıştır.

Fannie Mae ve Freddie Mac; ABD'nin iki mortgage devinden Fannie Mae 1938 yılında kurulmuştur. Başlangıçta Fannie Mae, sadece konut kredilerini satın alan bir portföy yatırımcısı olarak faaliyette bulunan bir kamu kurumuydu. Fannie Mae'nin

devlet sigortasına ya da garantisine sahip olan konut kredisi portföyü, aynı tarihte bir kamu kurumu statüsünde kurulan Ginnie Mae'ye aktarılırken, Fannie Mae de, hisseleri halka arz edilerek özelleştirilmiştir (Akçay, 2010). Freddie Mac ve Fannie Mae konut kredilerini satın almakta ve her ikisi de satın aldığı bu ipotekleri bir havuzda toplamaktadır. Buna bağlı olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetler hariç ihraç etmektedir. Freddie Mac ve Fannie Mae'nin hisse senetleri, küresel kriz öncesinde 70 Dolar civarındaki iken küresel finansal kriz ile 1 Doların altına inmiş ve ABD Hazinesi bu iki kurumu korumaya almıştır.

Bazı ülkelerde küresel finansal kriz sürecinde bazı kurumlar iflas etmiş, ulusallaştırılmış ya da kurtarılmışlardır. Bu kurumlar Tablo 1.3' de yer verilmiştir.

TABLO 1.3: Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluşların İflasları (2008-2009)

7 Şubat- İngiltere	Nothern Rock ulusallaştırıldı	88 milyar sterlin
14 Mart	Bear Stearns FED sübvansiyonundan sonra ticari bir banka tarafından alındı.	29 milyar Dolar
7 Eylül-ABD	Freddie Mac ve Fannie Mae ulusallaştırıldı.	200 milyar Dolar
15 Eylül-ABD	Lehman Brothers iflas etmiştir.	
17 Eylül-ABD	AIG ulusallaştırılmıştır.	87 milyar Dolar
18 Eylül-İngiltere	Lloyd TSB HBOS'u satın aldı.	12 milyar pound
29 Eylül-Benelux	Fortis kurtarıldı	16 milyar Dolar
29 Eylül-ABD	Citibank Washiova'ı aldı.	12 milyar Dolar
29 Eylül-Almanya	Hypo gayrimenkul kurtarıldı.	71 milyar Dolar
29 Eylül-İzlanda	Glitnir kurtarıldı.	850 milyon Dolar
29 Eylül-İngiltere	Bradford&Bingley kurtarıldı.	32,5 milyar Dolar
30 Eylül-Belçika	Dexia kurtarıldı.	9,2 milyar Dolar
30 Eylül-İrlanda	İrlanda bankaları kurtarıldı.	572 milyar Dolar
7 Ekim-İzlanda	Lansbanki ulusallaştırıldı.	
9 Ekim-İzlanda	Kaupthing ulusallaştırıldı.	864 milyon Dolar
12 Ekim-İngiltere	HBOS, Royal Bank of Scotland, Llyods TSB ve Barclays kurtarıldı.	60,5 milyar Dolar
16 Ekim-İsviçre	UBS kurtarıldı.	59,2 milyar Dolar
19 Ekim-Hollanda	ING sermaye yardımı aldı.	10 milyar Euro
20 Ekim-Fransa	Fransa hükümeti 6 büyük bankaya kredi açmıştır.	10,5 milyar Euro
27 Ekim-Belçika	KGB	3,5 milyar Euro
4 Kasım-Avusturya	Kommunal kredit ulusallaştırılmıştır. Constantine Priyatbank ulusallaştırıldı ve 5 Avusturya bankasına 1 Euro karşılığı satıldı.	
11 Kasım-Kazakistan	Hükümet 4 büyük bankaya sermaye enjekte etmiştir.	3,7 milyar Dolar
24 Kasım-ABD	Citigroup sermaye desteği almıştır.	40 milyar Dolar
22 Aralık-İrlanda	Anglo Irish Bankası ulusallaştırılmıştır. 3 büyük bankasına fon aktarılmıştır.	7,68 milyar Dolar

Kaynak: Erdönmez (2009)

1.3 Küresel Finansal Kriz Süresince Alınan Önlem Paketleri

Küresel finansal krize karşı gelişmiş ülkelerin ilk uyguladığı çözüm politikası faiz oranlarını indirmek olmuştur. Bu yöntem ile ekonomide güven eksikliği ve sermaye çıkışlarının önüne geçilmek istenmiş, ancak bu yöntem yeterli olmayınca ülkeler çeşitli kurtarma programları oluşturmuşlardır. Ele alınan bazı ülkelerin, kriz süresince aldıkları önlem paketlerine Tablo 1.4’ de yer verilmiştir. Bu ülkelerin uyguladıkları bir takım programlar ise şunlardır (Karagöz, 2009):

ABD’de ortaya çıkan küresel finansal krize karşı 789 milyar Dolarlık kurtarma paketi öngörülmüştür. Bu kurtarma paketi New Deal’ dan sonra yapılan en yüksek kurtarma paketi olmuştur. Programa göre kurtarma paketinin 150 milyon Dolarlık kısmı çocuk bakım merkezlerine ve üniversitelere ayrılarak eğitim sektörünün bütçesi ikiye katlanmıştır. Program sağlık sektörüne de yatırım yaparak eğitim sektöründe olduğu gibi iş olanakları sağlamak, ekonomiyi tekrar modernize etmek, zor durumdaki bankalara el koymak, mortgage kredilerinde devlet garantisi sağlamak gibi konuları da kapsamaktadır.

Almanya 5 Kasım 2008’de 31 milyar Euro yani 40 milyar Dolarlık, 2009 yılında ise 50 milyar Euro ile ikinci bir kurtarma paketi açıklamıştır. İlk kurtarma paketi vergi teşviklerine ve sanayiye desteklemeye dayanırken, 2009 yılında açıklanan ikinci kurtarma paketi otomotiv sektörünü, istihdamı desteklerken daha fazla vergi kesintilerini kapsamaktadır. Ayrıca uygulanan program altyapı yatırımlarını ve sosyal yardımları da içerirken, paketin 18 milyar Dolarlık kısmı vergi kesintilerini ve diğer kesintileri kapsamaktadır. Bunlara ek olarak 31 Aralık 2009 yılına kadar uygulanacak olan Finansal Piyasalar İstikrar Fonu Kanunu çıkartılarak bankalar arası borç faizleri 3 yıldan fazla süreyle garanti altına alınarak, bu garantilere paketten 20 milyar Euro ödenek ayrılacaktır.

İtalya ise 2,4 milyar Euroluk kurtarma paketi açıklamıştır. Bu kurtarma paketinin 1,7 milyar Euroluk kısmı otomotiv sektörüne ayrılarak, kalan kısmı şirketler için vergi kesintilerinde, hükümetin borçlarını finanse etmekte, hane halkı harcamalarına destekte kullanılacaktır. Programın içeriğinde vergi ödeme oranlarının düşürülmesi ve KDV’nin ertelenmesi de vardır.

Fransa kredi kurumlarının finansmanın geliştirilmesini ve finansal kurumların sermaye artışına yardımını kapsayan Banka Destekleme Planını çıkarmıştır. 360 milyar Euro olarak açıklanan kurtarma paketinin 320 milyar Euroluk kısmı finansmana, kalan kısmı ise sermaye artırımına ayrılmıştır. Bunun dışında program doğrudan devlet desteklerini, enerji, tren yolu, posta hizmetlerini kapsamaktadır.

Kanada işsiz insanların işsizlik sigortasından faydalanmasını sağlayacak, otomotiv, ormancılık gibi sektörleri destekleyen, internet bağlantısı, köprü ve hava yolları gibi altyapıları içeren 32 milyar Dolarlık bir kurtarma paketi açıklamıştır. Bu paketin 7,5 milyar Dolarlık kısmı ormancılık ve otomotiv gibi sektörler, 9,6 milyar Dolarlık kısmı altyapı çalışmalarına ayrılmıştır.

Güney Kore bir kısmı vergi kesintilerine kalan kısmı ise kamu harcamalarına ayrılacak olan 11 milyar Dolar değerinde kurtarma paketi açıklamıştır. Açıklanan kamu harcamaları hastane, yol, üniversite, okul altyapı çalışmalarını kapsarken, paket inşaat sanayine de destek vermiştir.

Küresel finansal krize karşı gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de çözüm politikaları uygulanmış, ancak yeterli olmayınca kurtarma programları oluşturulmuştur. Bazı gelişmekte olan ülkelerde uygulanan politikalar şunlardır:

Rusya bankaları korumak amaçlı bankalara yönelik yasa çıkarmıştır. Merkez Bankası'na bankaları korumaya yönelik hisse senedi alma yetkisi verilirken, kredi kurumlarını korumak için de rezervleri artırmıştır. Kriz ile birlikte vergilere yönelik önlemler de alınmıştır. Petrol fiyatlarında yaşanan düşüş nedeniyle petrol ihracında alınan vergiler düşürülmüştür, kurumlar vergisi %24'den %20'ye düşürülmüştür. Dünyanın 3. Büyük petrol rezervlerine sahip olan Rusya krize en hazırlıksız yakalanan ülke olmuştur. Uzun dönem yatırımlarını finanse etmek için aşırı borçlanmış ve 2008 yılında uzun yıllardan beri ilk defa cari açık vermiştir. Rusya kriz döneminde en çok uluslararası sermaye hareketlerinden ve emtia fiyatlarındaki düşüşten etkilenmiştir.

Brezilya'da uygulanan program yatırım düzeyinin daha yüksek olduğu sürdürülebilir hızlandırılmış bir büyümeyi kapsamaktadır. Böyle bir programın yürütülebilmesi için vergi indirimlerinin bütçe açığı fazlası ile fonlandırılması gibi para politikası uygulamaları olmuştur. Aylık geliri 870 Dolardan yüksek olanlar için gelir

vergisi ve finansal işlemlerde uygulanan vergiler düşürülmüştür. Uygulanan program kapsamında ulaştırma sistemi ve enerji kesimi gibi altyapı uygulamalarına 221,4 milyar Dolar bütçe ayrılmış olup, birçok kamu ulaştırma ve iletişim sistemleri özelleştirilmiştir.

Hindistan küresel finansal krize karşı iki kurtarma paketi açıklayan ülkelerden birisidir. Buna göre; birinci kurtarma paketi kapsamında finans sektörüne konut ve menkul kıymetlerle ilgili enstrümanlar getirilecek, Merkez Bankası para politikası araçlarını bir kereliğine uygulamayacak, emek yoğun küçük işletmelere olan kredi kanallarını artıracaktır. Açıklanan ikinci kurtarma paketi programı ise Merkez Bankası'nın borç verme faizlerini %5,5'e indirmesini, bono piyasasındaki yabancı yatırımların artırılmasını ve hükümetin iki sene içinde 200 milyar rupilik banknot basmasını kapsamaktadır.

Endonezya 5 milyar Doları düşürülen gelir vergisinden, hammadde ithalatı üzerindeki vergilerden ve petrol çıkarma faaliyetlerinde alınan KDV'den oluşan 6,3 milyar Dolarlık bir kurtarma paketi oluşturmuştur. Paketin kalan finansmanı, devlet bonolarından ve Dünya Bankası'ndan alınacak destekten karşılanacaktır. Bunun yanında, işletmelere uygulanan kurumlar vergisi düşürülecektir. Paketin amacı tüketim harcamalarının sürdürülebilir olması ve altyapı çalışmalarının emek yoğun olmasıdır.

Macaristan Yeni Macaristan Kalkınma Planına 400 milyar forint, Yeni Macaristan Kalkınma Planı altında şirketlere 500 milyar forint ayrımı olup, toplamda 1,4 trilyon forint değerinde kurtarma paketi açıklamıştır. AB kalkınma fonundan ise 1,800 milyar forint inşaat sektörüne ayrılmış ve IMF ile de 16,5 milyar Dolarlık Stand-by antlaşması imzalamıştır.

Arjantin ekonomik krize çözüm yolu olarak 32 milyar Dolarlık kurtarma paketi açıklamıştır. Paketin kapsamında inşaat sektörüne sağlanacak istihdam ve kamu harcamaları yer almaktadır. Daha sonra özel sektör desteklerine, emeklilik fonlarına, iç turizmi geliştirmeye yönelik ek paket oluşturulmuştur.

TABLO 1.4: Çeşitli Ülkelerde Uygulanan Önlem Paketleri

	Toplam Önlem Paketi Değeri
ABD	789 milyar Dolar
ALMANYA	40 milyar Dolar+50 milyar Euro
FRANSA	360 milyar Dolar
İTALYA	40 milyar Dolar
MACARİSTAN	3 milyar Dolar
KORE	100 milyar Dolar
BREZİLYA	13 milyar Dolar
RUSYA	86 milyar Dolar
ARJANTİN	32 milyar Dolar

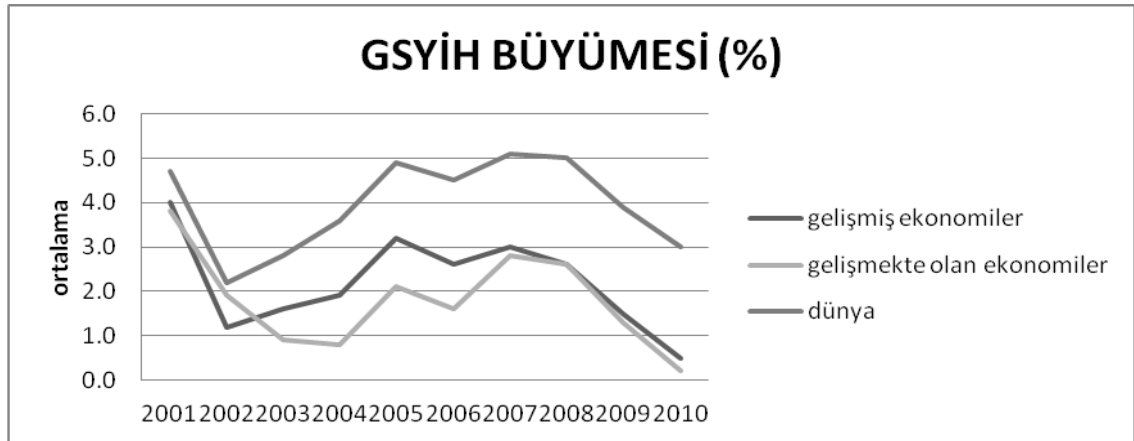
Kaynak: Karagöz, 2009

BÖLÜM 2. KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE ETKİLERİ VE UYGULANAN MAKROEKONOMİK POLİTİKALAR

2.1 Küresel Finansal Krizin Küresel Makroekonomik Etkileri

Küresel finansal kriz gelişmiş ülkelerde başlamış gelişmekte olan ülkelere yayılarak tüm dünyayı etkisi altına almış olmakla beraber, ülkeler üzerindeki etkisi farklı boyutlarda olmuştur.⁵ Yaşanan finansal krizi diğer krizlerden ayıran en önemli özellik, küresel olmasıdır. Gelişmiş ülkelerde büyük fabrikalar ve bankalar iflas etmeye başlamış, hatta birçoğu iflas etmiştir. Bunun yanında gelişmekte olan ülkelerin ise ihracatlarında düşüş başlamıştır. Küresel krizin reel ekonomiye yansımalarının en önemli etkilerinden birisi de büyüme oranları üzerinde olmuştur. Bazı gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranları olumlu yönde seyrederken, gelişmiş ülke ekonomilerinin büyüme oranları negatif yönde seyretmiştir. Gelişmiş ülkelerin çoğunda kriz döneminde büyüme oranlarında daralmalar yaşanmıştır. En büyük daralmayı %-4,2 ile Japonya yaşarken, diğer bir daralmayı yaşayan ülke %-2,9 ile İtalya olmuştur. Üçüncü sırada ise %-1,9 ile İngiltere yer almaktadır. Amerika Birleşik Devletleri ise kriz döneminde ilk çeyrekte %-6,1, son çeyrekte ise %-0,8 oranında daralmıştır. Gelişmekte olan ülkelere ise beklenenin altında da olsa %6,8 oranı ile en büyük büyüme oranını Çin yakalarken, %5,3 büyüme oranı ile Çin'in ardından Hindistan gelmektedir. Hindistan'ın ardından ise %5,2 büyüme oranı ile Endonezya gelmektedir. Arjantin ise %4,9 büyüme oranı ile Latin Amerika ülkelerinin içinde en fazla büyüyen ekonomi olmuştur. Grafik 2.1 küresel krizin gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere kıyasla büyüme oranlarını daha fazla olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir.

⁵ Buna benzer çalışma Öztürk (2010) tarafından yapılmıştır.



GRAFİK 2.1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Oranları (%)

Kaynak: DPT (2010).

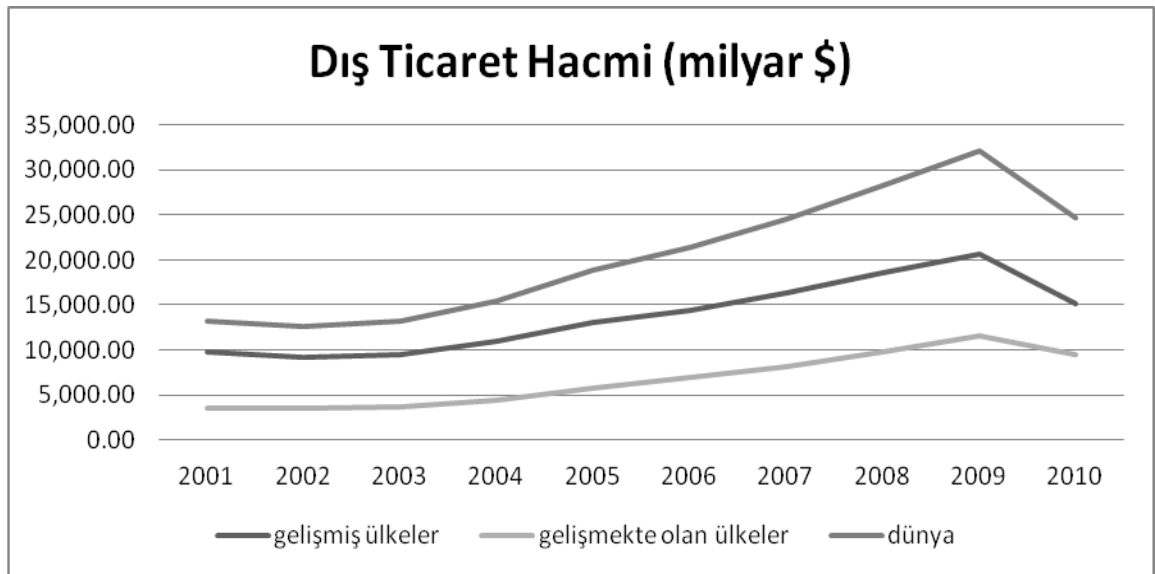
Krizin bir diğer etkisi de işsizlik oranlarına olmuştur. Dünyada ölçeğinde mevcut yüksek işsizlik oranları, küresel krizle birlikte azalan üretim sonunca daha da artış göstererek ülke ekonomilerini tehdit etmeye başlamıştır. Ayrıca, kriz ile birlikte toplam talepte daralmalar ortaya çıkmıştır. Daralan talebe bağlı olarak dış ticaret hacminde daralmalar da gelişmekte olan ülke ekonomileri ve ihracata dayalı ülke ekonomilerinde işsizliğin diğer bir kaynağını oluşturmuştur. Kriz döneminde Euro Bölgesi ekonomilerden İspanya %15,5 ile en yüksek işsizlik oranına sahip ülke iken, İspanya'nın ardından %11 ile İrlanda gelmiştir. Grafik 2.2 işsizliğin krizden sonra gelişmiş ülkelerde, ABD ve Türkiye'de artış eğiliminde olduğunu göstermektedir. Küresel krizin başlaması ile birlikte işsizlik oranlarında artış meydana gelmiştir. Özellikle gelişmiş ekonomilerde göze çarpan bu durum, Türkiye de %10'nun üzerine bir işsizlik oranı ile mevcuttur.



GRAFİK 2.2: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde İşsizlik Oranları (%)

Kaynak: DPT (2010)

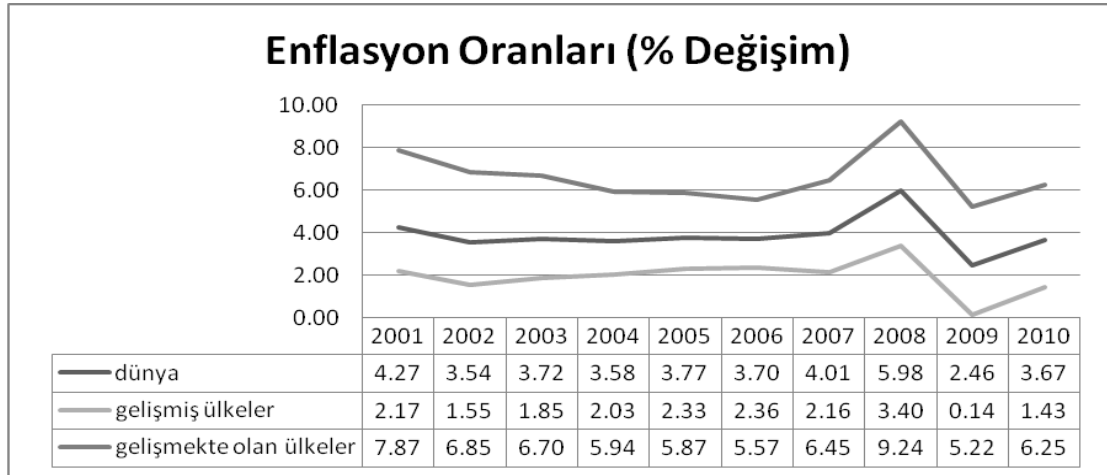
Küresel finansal krizin bir diğer etkisi, dünya dış ticaret hacmi üzerinde olmuştur. Dünya dış ticaret hacmi krizle birlikte büyük düşüş yaşamıştır. Mal ve hizmet ihracatını dolayısıyla ithalatını önemli ölçüde etkilemiştir. Gelişmiş ülkelerdeki daralmaya bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret hacminde daralma yaşanmıştır. En fazla dış ticaret açığını 797,1 milyar Dolar ile Amerika Birleşik Devletleri verirken, en çok fazla veren ülke ise 311,5 milyar Dolar ile Çin olmuştur. Grafik 2.3 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kriz öncesi ve sonrası dönemlerde dış ticaret hacmindeki gelişmeleri yansıtmaktadır.



GRAFİK 2.3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Ticaret Hacmi (Milyar \$)

Kaynak: DPT (2010).

Krizin etkisi enflasyon oranlarında da görülmüştür. Grafik 2.4' e bakıldığında, dünyada 2007 ve 2008 yıllarındaki enflasyondaki aşırı yükselme gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde de gözlenmektedir. Ancak, bu yıllarda enflasyonun yükselmesinde gıda ve petrol fiyatlarındaki artış da etkili olmuştur. Krizin etkisiyle birlikte 2009 yılında enflasyon oranları bu ülkelerde düşüşe geçmiştir.

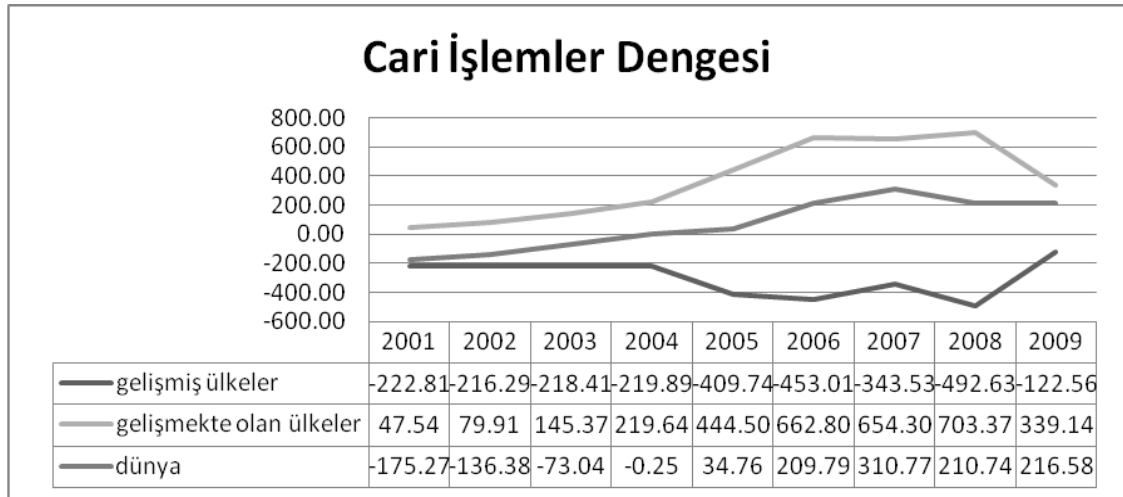


GRAFİK 2.4: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları (%)

Kaynak: DPT (2010).

Küresel finansal kriz gelişmiş ülkelerde, gelişmekte olan ülkelerde ve dünyada cari işlemler dengesi üzerinde de etkili olmuştur.⁶ Grafik 2.5’ de görüldüğü gibi 2001 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelerde cari işlem fazlalığı oluşmaya başlamış, 2006-2007 yıllarında bir azalma olsa da hızlı bir artış yaşanarak 2008 yılında 703 milyar Dolara ulaşmıştır. 2009 yılında ise küresel finansal kriz etkisini göstererek yatırım ve tüketim taleplerindeki düşüş ile enerji fiyatlarındaki olumsuz gelişmeler cari işlem fazlalıklarında düşüşe yol açmıştır. Cari fazla veren gelişmekte olan ülkeler içinde 400 milyar Dolar ile ilk sırada Çin yer almaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise kriz öncesi dönemlerde cari açık söz konusudur. Özellikle 2005-2007 yılları arasında bu ülkelerde cari açık artmıştır. Krizin etkisi ile birlikte 2009 yılında gelişmiş ülkelerin cari açıkları azalma göstermiştir. En fazla cari açık ise 673 milyar Dolar ile ABD ve ABD’nin ardından en fazla açığı 145 milyar Dolar ile İspanya vermiştir. 2008 finansal kriz döneminde ise bu açık fazlaşmış daha sonra toparlanma sürecine girmiştir.

⁶ Gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengesinin gelişimine ayrıntılı olarak Cural, M. (2010) ‘ da yer verilmiştir.



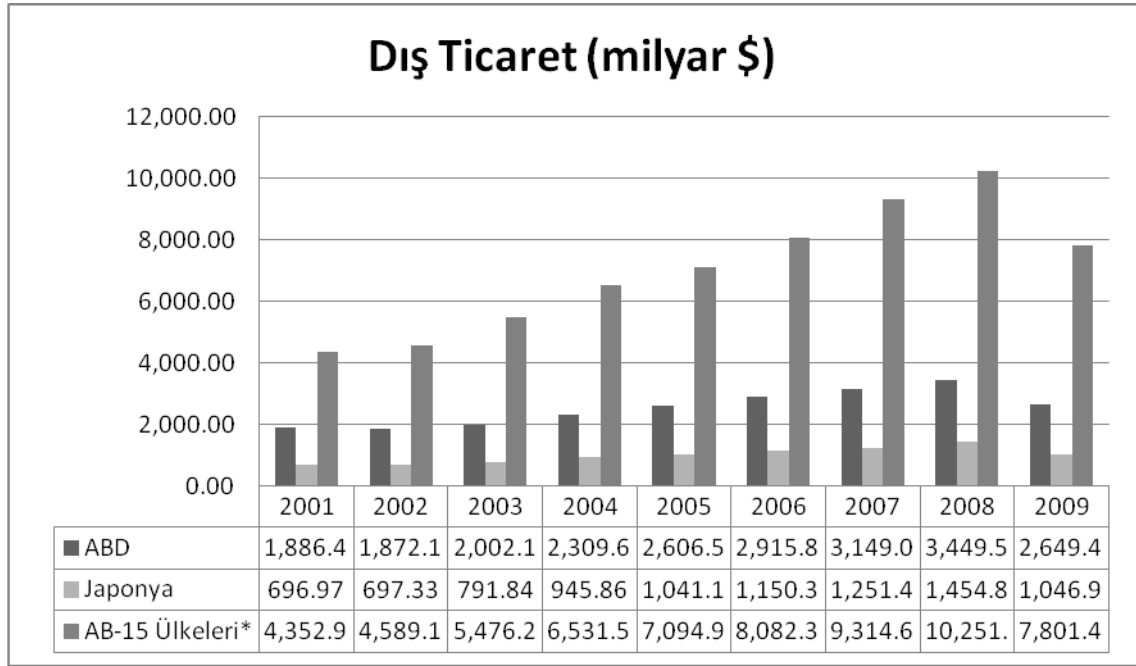
GRAFİK 2.5: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)

Kaynak: DPT (2010).

2.1.1 Gelişmiş Ülkeler Üzerindeki Makroekonomik Etkileri

2007 küresel krizin etkileri ülkeden ülkeye farklılıklar göstermiştir. Gelişmiş ülkelerde başlayan kriz, gelişmekte olan ülkelere yayılarak tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Küresel kriz dünya ticareti üzerinde buna bağlı olarak finansmanında da etkilerini göstermeye başlamıştır.

Dış Ticaret Hacmi Açısından; Küresel kriz ABD, Japonya ve AB gibi gelişmiş ülkeleri gelişmekte olan ülkelere daha fazla etkilemiştir. Dünyada büyüme gösteren dış ticaret hacmi küresel finansal krizle birlikte gerileme sürecine girmiştir. Özellikle, İhracata yönelik üretim yapan sektörlerin yanı sıra yan sanayilerde de küçülmeler başlamıştır. Küresel krizin etkilerinin en çok olduğu ve dünya ticaretinin büyük bir kısmına hakim olan ABD ve AB ekonomilerine ve diğer gelişmiş ülkelere ihracat yapan ülkeler de bu yolla etkilenmiştir Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerin dış ticaretinde daralma yaşanmıştır.



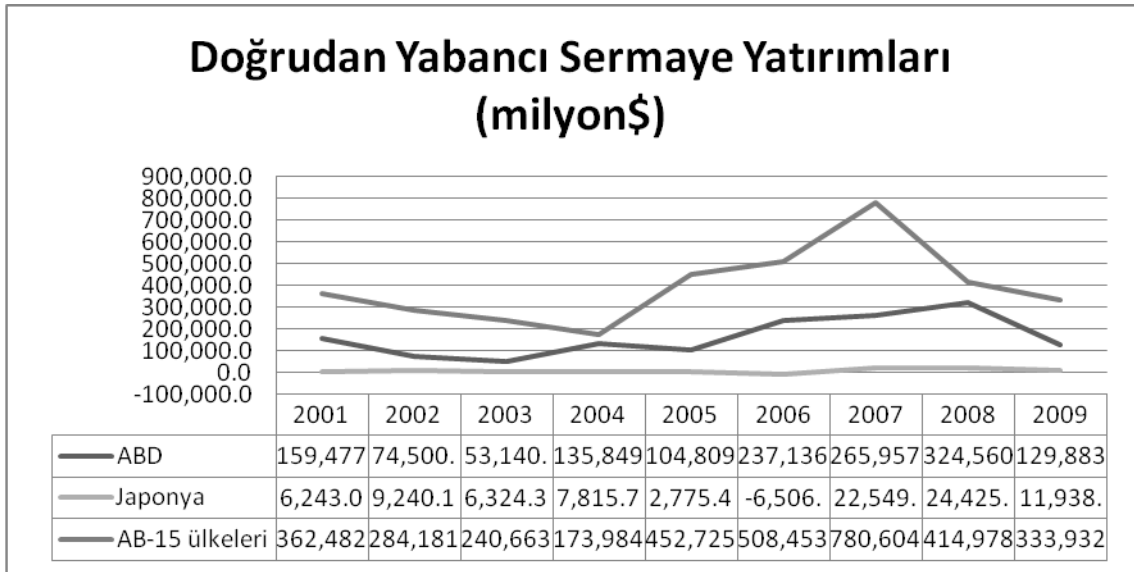
GRAFİK 2.6: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Dış Ticaret Değerleri (Milyar \$)
Kaynak: DPT (2010).

*AB-15 ülkeleri: Almanya, Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İrlanda, İspanya, İsveç, İtalya, Lüksemburg, Portekiz, Yunanistan

Grafik 2.6' da görüldüğü gibi kriz döneminde gelişmiş ülkelerde dış ticaret hacminde en büyük düşüş 2009 yılında 2.457 milyar Dolar ile AB-15 ülkelerinde yaşanmıştır. AB-15 ülkelerinden sonra en büyük düşüşü dış ticareti 2008 yılında 3.449,50 milyar Dolardan 2009 yılında 2.649,44 milyar Dolara gerileyen ABD' de yaşanmıştır. Bu düşüş AB-15 ülkelerinin içinde bulunan İngiltere, Fransa, Hollanda, İsveç gibi gelişmiş ülkelerde de görülmektedir. Kriz etkileri gelişmiş ülkelerin dış ticaretinde de kendini göstermektedir.

Dış Finansman Açısından; Finansal kriz ile birlikte finans piyasaları büyük tehlike içine girmiş, borsalarda ani düşüşler, kredi piyasalarında işlemlerin durması ve şirketlerin ödeme zorluğu içine girmesi gibi sonuçlar meydana gelmiştir. Küreselleşme ile birlikte yabancı sermayenin ülke kalkınmasına katkısı gelişmiş ülkelerde yabancı sermayenin önemini arttırmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar; şirket evlilikleri, yeni yatırımlar, mevcut durumu ilerletmek ya da ortak girişimlerle birlikte ülkelere giriş yapabilir. Geçmişte yabancı sermaye sadece, sermaye açığını kapatmak, üretimi arttırmak, işsizliğe çözüm getirmek, üretim maliyetlerini düşürmek, ucuz işgücü, taşıma giderlerinden tasarruf sağlamak, düşük vergi avantajlarından faydalanmak, ucuz hammadde kullanmak ve döviz rezervlerini azaltmak gibi nedenler ile kullanılırken,

bugün yabancı sermaye yatırımları ülke içinde sağlıklı bir rekabet ortamı yaratmak, ülkeye yeni teknolojiler kazandırmak, know-how getirmek, gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak, promosyon dışı açılmak, çevre korumak ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi nedenlere dayanmaktadır (Karacasulu, 2000). Kriz dönemi ile birlikte gelişmiş ekonomilerde doğrudan yabancı yatırımları durgunluk sürecine girmiştir.



GRAFİK 2.7: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon \$)

Kaynak: DPT (2010).

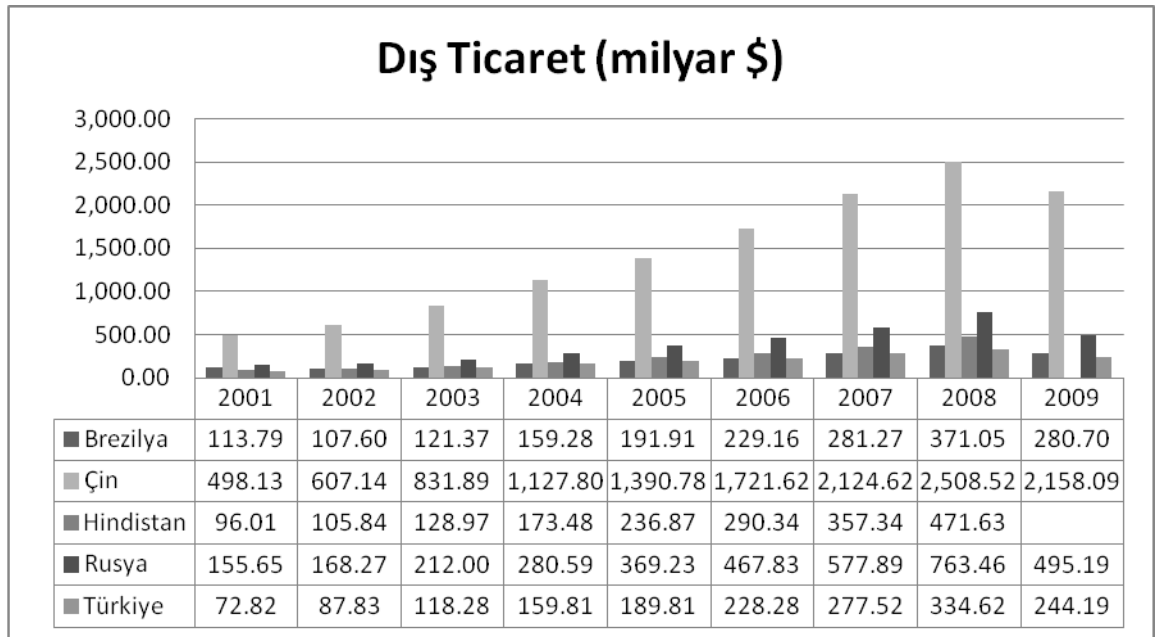
Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yer verilen Grafik 2.7' de görüldüğü gibi, en büyük düşüşün 2007 yılında yaklaşık 781 milyon Dolar olan doğrudan yabancı sermaye yatırımının krizin ortaya çıkması ile birlikte 2008 yılında yaklaşık 415 milyon Dolara gerileyen AB-15 ülkelerinde yaşandığı görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımının gerilemesi AB-15 ülkesi olan ve aynı zamanda gelişmiş ülke olan İtalya, İngiltere, Finlandiya gibi ülkelerde de gözlenmektedir. Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlarında kriz öncesi döneme kıyasla kriz döneminde gerileme yaşanmıştır.

2.1.2 Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Makroekonomik Etkileri

Kriz, gelişmekte olan ülkelerin ilerlemesini sağlayan ihracat, yabancı yatırımlar, dış borçlanma ve dış yardımlar gibi dünya ile olan ilişkilerini olumsuz yönde

etkilemektedir.⁷ 2007 yılında başlayan küresel finansal krizin etkisi, mali piyasaların küreselleştiği bir yerde başlamasından dolayı dış ticaretini gelişmiş ülkelere yapan gelişmekte olan ülkelerde görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin de krizden dış ticaret, dış finansman olmak üzere bu kanallardan nasıl etkilendiğini inceleyebiliriz.⁸

Dış Ticaret Hacmi Açısından; daha önce yaşanan krizlerdeki gibi sıcak para gelişmekte olan ülkelere hızlı çıkış yapmıştır. Gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelerle dış ticaret ilişkisi içerisinde olmaları nedeniyle, gelişmiş ülkelerdeki ekonomik küçülme gelişmekte olan ülkelere dış talebin daralmasına yol açarak, iktisadi büyümelerini olumsuz etkilemiştir. İhracatın azalmasının bir diğer nedeni finansal küçülmeye birlikte ticaret maliyetinin artmasıdır. Bu maliyet artışları, özellikle ara mal ve sermaye mallarının ticaret hacminin daralmasına neden olmuştur.



GRAFİK 2.8: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Ticaret Değerleri (milyar \$)

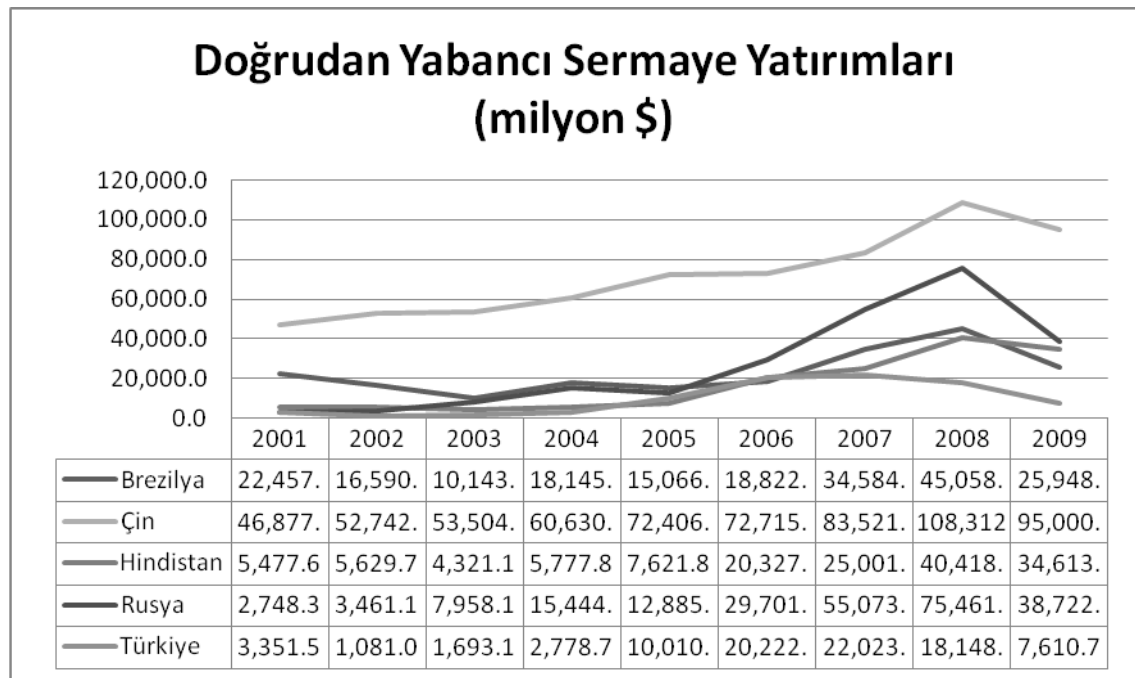
Kaynak: .DPT (2010)

⁷ Ayrıntılı bilgi için Erdoğan, B. (2006)' e bakınız.

⁸ Ayrıntılı bilgi Şen ve Saray (2008)' e bakınız.

Gelişmekte olan ülkelerde Grafik 2.8' de görüldüğü gibi dış ticaret hacminde krizle birlikte genel olarak düşüş yaşanmıştır. Buna göre; göre en büyük düşüş 2008 yılında dış ticareti 763,4 milyar Dolardan 2009 yılında 495 milyar Dolara gerileyen Rusya'da yaşamıştır. Gelişmekte olan ülkeler içinde en büyük dış ticaret hacmine sahip olan Çin'in dahi bu açıdan krizden önemli ölçüde etkilendiği görülmektedir.

Dış Finansman Açısından; kriz öncesi likidite bolluğu olduğu dönemlerde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, gelişmiş ülke ekonomilerine kıyasla sermaye girişlerinde artışlar görülmektedir. Buna bağlı olarak bu ülkelerde yatırımlar ve ekonomik büyüme artmıştır. Grafik 2.9'a bakıldığında, bu dönemde en çok göze çarpan ülkeler arasında Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Türkiye yer almaktadır. Sermaye girişlerinde bu ülkeler içinde en fazla payı ise Çin almıştır.



GRAFİK 2.9: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (milyon \$)

Kaynak: DPT (2010).

Gelişmekte olan ülke konumunda olan Çin 2007 yılındaki doğrudan yabancı sermaye yatırımını 2008 yılında yaklaşık 25 milyon Dolar artış ile yaklaşık 108,5 milyon Dolara yükseltmiştir. Hindistan'da 2007 yılında 25 milyon Dolar olan doğrudan yabancı sermaye yatırımını yaklaşık 40,5 milyon Dolara yükseltmiş olup, istikrarlı bir

ekonomik büyüme sağlamıştır. 2008 yılında Türkiye’de 18.148 milyon dolar gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar 2009 yılında 7.610 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Ancak, kriz sonrası 2009 yılında yabancı sermaye yatırımlarında bu ülkelerde önemli düşüşler yaşanmıştır.

2.2 Finansal Kriz Döneminde Gelişme Gösteren Ülkelerin Makroekonomik Göstergeleri

Gelişmekte olan ülkelere küresel finansal kriz döneminde krize rağmen gelişme gösteren BRIC ülkeleri adını verdiğimiz Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve bunlara ek olarak Türkiye’nin makroekonomik göstergeleri ele alınmıştır.

Brezilya,⁹ zengin doğal kaynaklara ve büyük bir pazara sahip Amerika kıtasının en büyük ikinci ülkesidir. Yüksek nüfusu ve yüksek gayri safi milli hasılası (GSMH) ile de Latin Amerika’nın birinci ülkesidir. Son yıllarda ekonomisindeki iyileşme, nüfus yoğunluğu, tüketim potansiyeli, artan ithalat ile dış pazarda aranan alternatif ülke konumuna gelmiştir. Brezilya ekonomisi krizin başladığı tarihten itibaren iki çeyrek dönem bir daralma yaşayarak tekrar büyümeye geçmiş ve 2009 sonunda kriz öncesi gelir düzeyine ulaşmıştır.

TABLO 2.1: Brezilya’nın Temel Ekonomik Göstergeleri

Yıllar	Büyüme Oranı	Enflasyon	Cari İşlemler Açığı	İşsizlik
2005	2,9	6,9	1,6	...
2006	3,7	4,2	1,2	...
2007	4,4	3,6	0,8	9,3
2008	4,0	3,9	0,3	7,9
2009	-0,2	4,9	-1,5	8,1
2010	7,5	5,0	-2,6	7,2
2011*	4,1	4,6	-3,0	7,5

*Tahmini Değerler

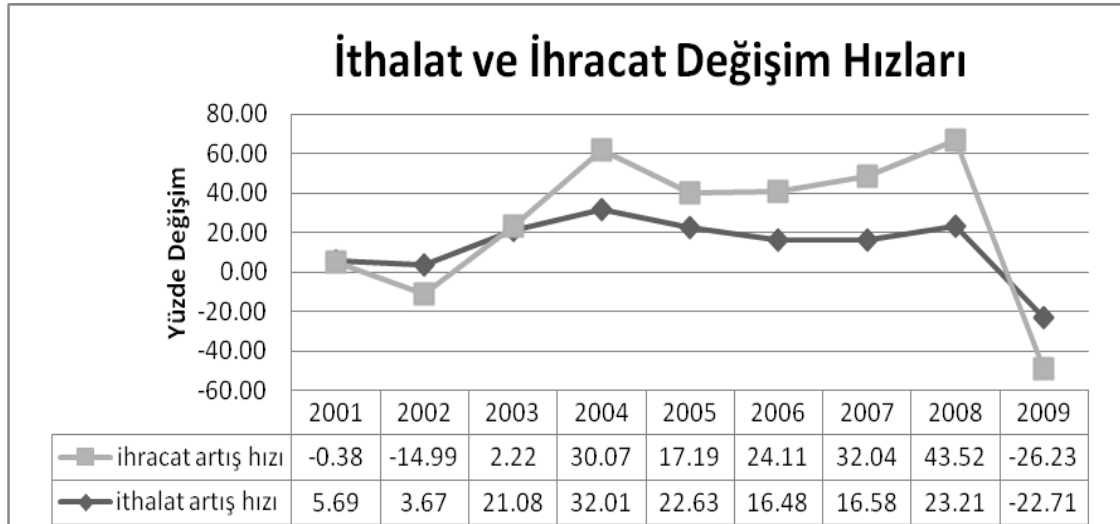
Kaynak: DPT (2010).

Tablo 2.1’ e bakıldığında Küresel krizin Brezilya’nın temel ekonomik göstergelerini etkilediği görülmektedir. İktisadi büyüme oranı 2008 kriz yılında %4,0 olarak gerçekleşmiş olup, kriz sonrası 2009 yılı Brezilya ekonomisi %0,2 daralmıştır.

⁹ Brezilya’nın ülke raporunda yer verilen ayrıntılı bilgi için Şen, E. (2012)’ e bakınız.

2010 yılında %7,5'lik bir büyüme oranı ile Brezilya'nın krizin etkileri hızlı atlattığı görülmektedir. Benzer durum enflasyon oranında da gözlenmektedir. İşsizlik oranları kriz dönemi olmasına rağmen 2008 yılında %7,9 olarak gerçekleşmiştir.

Brezilya, Kriz döneminde piyasa ekonomisi kurallarını bozmayarak, geçerli bir bütçe politikası yürütmüş ve büyüme hızını yükseltmeye devam etmiştir. Büyüme sağlanabilmesi için hem iç talebini hem de ihracatını artırarak, yeterli döviz birikimini sağlamıştır. Her ne kadar kriz dönemine rağmen iyi bir politika izleyerek büyümesini devam ettirebilse de yatırımcıların piyasaya olan güvenlerinde azalma olması nedeniyle, krizden sonraki dönemde Brezilya likidite sorunu yaşamıştır. Brezilya para birimi olan Real kriz sonrasındaki sermaye çıkışlarından dolayı Dolar karşısında, krizden önceki dönemde aşırı sermaye girişi ile kazandığı değeri kaybetmeye başlamıştır. Bu durumun önüne geçmek için yabancı yatırımcılara uygulanan finansal işlem vergilerini ve yurtdışından yapılan havalelerin üzerindeki vergilerini sıcak para çıkışını engellemek için kaldırmıştır. Real'in değerini tekrar kazanması ile birlikte Brezilya IMF'ye 14 milyar Dolarlık borcunu ödemiş ve daha sonra IMF, Brezilya'ya tahvil satın alma kararı almıştır. Brezilya bu durumda IMF'den borç alan bir ülke konumunda iken IMF'nin kreditorleri arasına girmiştir. Altın rezerv dışında emtia ve petrol zengini olan Brezilya, bunu reel faizlerini %12'nin aşağısına indirmek ve IMF'ye borcunu ödeyen bir ülke olma özelliği ile yerli yatırımcıların kendi borsasına ilgisini artırmak suretiyle, rezervlerini güçlendirerek başarmıştır. Ancak, kriz döneminde yabancı sermayenin azalması, Brezilya'da azalan üretim Brezilya'nın ihracatını da olumsuz etkilemiştir. İhracata bağlı olarak ithalatta da bir düşüş yaşanmıştır. Hem ihracatta hem ithalatta beraber düşüş yaşanmasından dolayı da cari işlem açığı fazla olmamıştır. Hatta bir dönem ithalatta daha fazla düşüş yaşanınca, Brezilya cari açığını kapama olanağı yakalamıştır.



GRAFİK 2.10: Brezilya'nın İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%)

Kaynak: DPT (2010).

Grafik 2.10 da krizden önceki 2007 yılı döneminde ithalat ve ihracat oranlarında büyük bir artış oranı görülmektedir. Ancak 2008 yılında kriz dönemine girilmesi ile birlikte 2009 yılında hem ithalatın hem ihracatın artış hızında bir düşüş gözlenmektedir. 2008 yılında bir önceki yıla göre ihracatta yaklaşık %11 oranında, ithalatta ise yaklaşık %7 oranında artış gözlenirken, 2009 yılında ihracat artış hızı %-26,23'e gerilerken ithalat artış hızı ise %-22,71'e gerilemiştir.

Rusya; ekonomisi çoğunlukla ağır sanayi ve hammadde işlemesine dayanan bir ülkedir. Ancak, geçiş döneminde meydana gelen tarımsal üretimdeki düşüş ile birlikte hizmet sektörüne yönelmiştir. Hammadde kaynakları açısından doğalgaz rezervleri ile dünyada birinci, kömür rezervleri ile dünyada ikinci, petrol rezervleri ile birlikte ise dünyada sekizinci sıradadır. Büyüme oranları, ihracatçısı olduğu petrol ve doğalgaza bağlı olan Rusya, küresel kriz döneminde düşen hammadde fiyatlarından dolayı krizden en çok etkilenen ülkelerden birisi olmuştur. Ancak 2010 yılı ortasında kriz dönemi öncesindeki milli gelir düzeyine ulaşabilmiştir.

TABLO 2.2: Rusya'nın Temel Ekonomik Göstergeleri (2005-2011)

Yıllar	Büyüme Oranı	Enflasyon	Cari İşlemler Açığı	İşsizlik
2005	6,4	12,7	11,1	...
2006	6,7	9,7	9,7	...
2007	7,0	8,1	5,9	...
2008	6,5	7,5	3,3	...
2009	-7,9	11,7	4,0	8,4

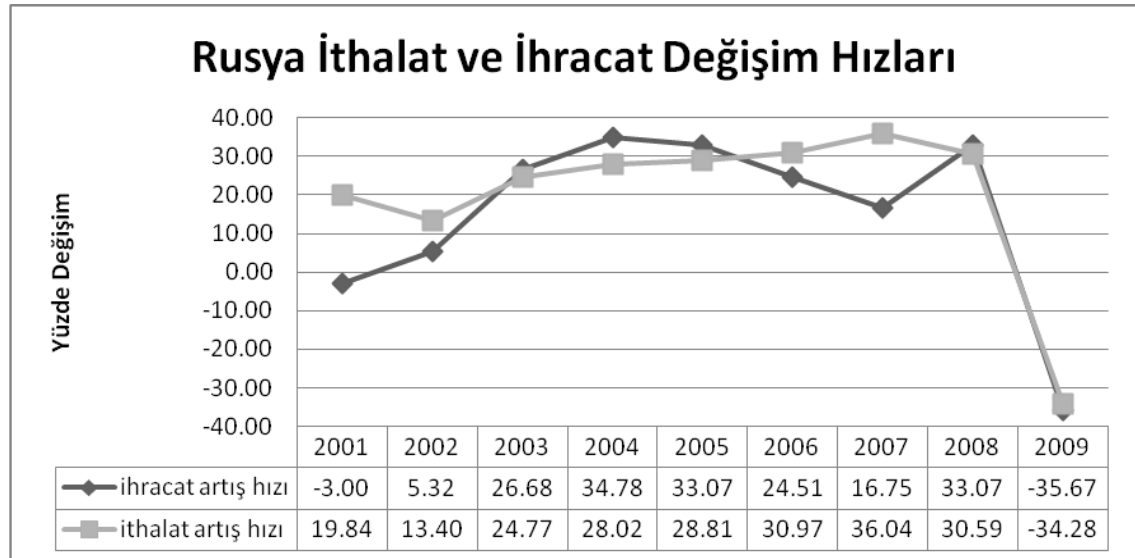
2010	4,0	6,6	4,7	7,5
2011*	4,3	7,4	3,7	7,3

*Tahmini Değerler

Kaynak: DPT (2010).

Kriz dönemine kadar büyüme gösteren Rusya'nın, Tablo 2.2' de yer alan verilerine göre, 2008 yılı kriz döneminde ve sonraki dönemlerde büyüme oranlarında düşüş gerçekleşmiştir. Enflasyon oranı da 2008 yılında düşen Rusya, 2009 yılında yaklaşık %12 ile kriz öncesi ve kriz sonrası dönemlerdeki en yüksek değerlerinden birisine ulaşmıştır. İşsizlik oranlarında ise kriz sonrası dönemde istikrarlı bir azalma yaşandığı görülmektedir.

Rusya, 2009 yılında yaklaşık 495 milyar Dolar dış ticaret hacmine sahipken, genel ihracatı yaklaşık 303 milyar Dolar ve genel ithalatı yaklaşık 192 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. 2008 küresel finansal kriz döneminden sonra ise bir önceki yıla göre ihracatta %43,9, ithalatta ise %33,5 oranında düşüş gerçekleşmiştir. Grafik 2.11' de görüldüğü gibi küresel finansal kriz Rusya'nın da ithalat ve ihracat artış hızlarında düşüş yaşanmasına neden olmuştur.



GRAFİK 2.11: Rusya'nın İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%)

Kaynak: DPT (2010).

Rusya'nın 2009 yılı itibarı ile en fazla ihraç ettiği ürünler arasında mineral yağlar, alüminyum ve alüminyum, demir çelik eşyalar ve makinelerdir, en çok ithal ettiği ürünler ise makineler, motorlu taşıtlar ve eczacılık ürünleridir. En fazla ihracat yaptığı ülkeler ise sırası ile Almanya, Çin ve Türkiye' dir. En fazla ithalat yaptığı ülke ise Rusya'nın toplam ithalatının içinde %17,8' lik paya sahip olan Almanya'dır. Almanya'dan sonra Rusya'nın ithalatında en büyük payı Çin, İtalya, Fransa ve Ukrayna alır. Rusya'nın ithalat oranları krizin ortaya çıktığı 2008 yılından sonra düşüşe geçmiş, 2009 yılında ithalat artış hızı yaklaşık %-34, ihracat artış hızı ise yaklaşık %-36 şeklinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, Rusya'nın ithalat ve ihracatının küresel finansal krizden etkilendiği sonucuna varabiliriz.

İhracatının büyük kısmı petrol, petrol ürünlerine ve gaza dayanan Rusya, kriz döneminde bu ürünlerin fiyatlarındaki düşüş ve ayrıca dünya genelinde yaşanan talep düşmesi nedeniyle Rusya'nın sanayi sektörü olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu durum Rusya'nın ihracatının kötüye gitmesine neden olmuştur. İhracatı büyük oranda petrole dayalı olan Rusya'nın sadece dünyada petrole olan talebin azalması ve petrolün fiyatının düşmesi değil, ayrıca petrol fiyatlarının düşmesine rağmen, petrol ihracatçılarından ton başına alınan verginin yüksek oluşu da petrol ihracatından sağlanan gelirin azalmasına neden olmuştur.

Hindistan; son yıllardan en hızlı büyüyen ekonomilerden biridir. Ekonomik kriz döneminde Asya ülkeleri içersinde de Çin'den sonra en yüksek büyümeyi sergileyen ikinci ülke konumundadır. Dünya Gayri Safi Yurtiçi Hasılası içinde %4,6' lık bir paya sahiptir. Küresel krizi sadece büyüme oranlarındaki düşüş ile atlatan ülke konumundadır. Küresel finansal kriz dönemi olan 2009 yılında %5,7 oranında bir büyüme göstermiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında, özellikle makroekonomik istikrarı, dinamik özel sektörü olan, gelişmiş finansal sistemi ile piyasa ekonomisi kurumlarına sahip ve çeşitli bilim teknoloji altyapısı olan Hindistan ekonomisinin büyük bir bölümü tarıma dayalıdır.

TABLO 2.3: Hindistan'ın Temel Ekonomik Göstergeleri

Yıllar	Büyüme Oranı	Enflasyon	Cari İşlemler Açığı	İşsizlik
2005	9,0	4,2	-1,0	...
2006	9,7	6,1	-1,1	...
2007	8,9	6,2	-2,1	...

2008	8,4	4,4	-2,6	...
2009	5,7	10,9	-2,9	...
2010	9,7	13,2	-3,1	...
2011*	8,4	6,7	-3,1	...

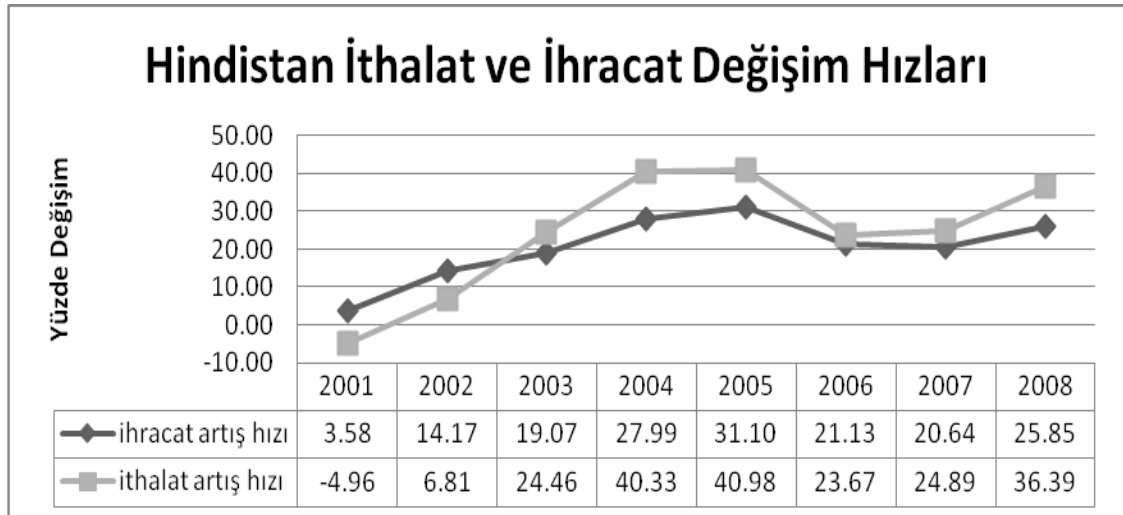
*Tahmini Değerler

Kaynak: DPT (2010).

Kriz dönemine rağmen yaklaşık %8 oranında geçerli bir büyüme gösteren Hindistan'ın aynı dönemde enflasyon oranı %4,4 olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde daha çok 2009 yılında görülen krizin etkisi Hindistan'da aynı şekilde gözlenmektedir. Bu dönemde büyüme oranı %5,7'ye düşerken, enflasyon oranı yaklaşık %11 olmuştur.

Hindistan ekonomik açıdan büyük bir pazar olması, ucuz iş gücü olanakları ve diğer olanaklar ile dünyada yabancı yatırımcıların en fazla ilgisini çeken ülke konumundadır. Tarımdan sonra ülkenin ekonomisini ayakta tutan ve istihdam sağlayan sektör tekstildir. Krizin etkilerinin ihracatçısı olduğu Amerika, Japonya gibi ülkelerde görülmesi ile bu ülkelerin tekstile olan taleplerinin düşmesinden dolayı Hindistan olumsuz yönde etkilenmiştir. Rupi'nin Dolar karşısında değer kaybetmesi bile tekstil sektöründeki kötü gidişin önüne geçememiştir. Tekstil sektöründeki bu kötü gelişmeler, bu sektörün imalat sanayinin büyük bir bölümünü oluşturmasından dolayı imalat sektörünü de olumsuz yönde etkilemiştir. Krizden sonraki dönemde Hindistan'ın dış ticaretinde düşüşler yaşanmış ancak bu durum ekonomik büyümesini olumsuz yönde etkilememiştir. Çünkü Hindistan'ın büyüme modeli dış ticaretinden çok iç piyasaya bağlıdır.

Hindistan'ın 2007 yılında yaklaşık %21 olan ihracat artış hızı, 2008 yılında yaklaşık %26 artış göstermiş, 2009 kriz döneminde ise %29,2 oranında düşüşe geçmiştir. Aynı dönemlerde yaklaşık %25 olan ithalat artış hızı, 2008 yılında %36,39 artış göstermiş, kriz döneminde ise %39,2 oranında düşüş olmuştur. Hindistan'ın ithal ettiği ürünler arasında madeni yağ, yakıt ve yakıt ürünleri, doğal değerli taşlar, makine ve aletler, elektronik eşya ve demir çelik vardır.



GRAFİK 2.12: Hindistan'ın İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%)

Kaynak: DPT (2010).

Çin; dünyanın en büyük ihracatçılarından ve rekor seviyede dış yatırım çeken en kalabalık nüfuslu ülkelerden biridir. ABD ve Euro Bölgesinden sonra %10,8'lik dünya GSYİH' dan aldığı pay ile Çin, ekonomisinin büyüklüğünü göstermektedir. Küresel finansal kriz döneminde daralan ve küçülen gelişmiş ülke ekonomilerinin aksine büyüme göstererek 2009 yılında dünya ülkeleri sıralamasında %10'luk büyüme ile birinci sırada yer almıştır. Bu durumu ile Çin, 2007-2009 yılları arasında ABD'den daha fazla dünya ekonomisinin motoru konumunda olmuştur.

TABLO 2.4: Çin'in Temel Ekonomik Göstergeleri

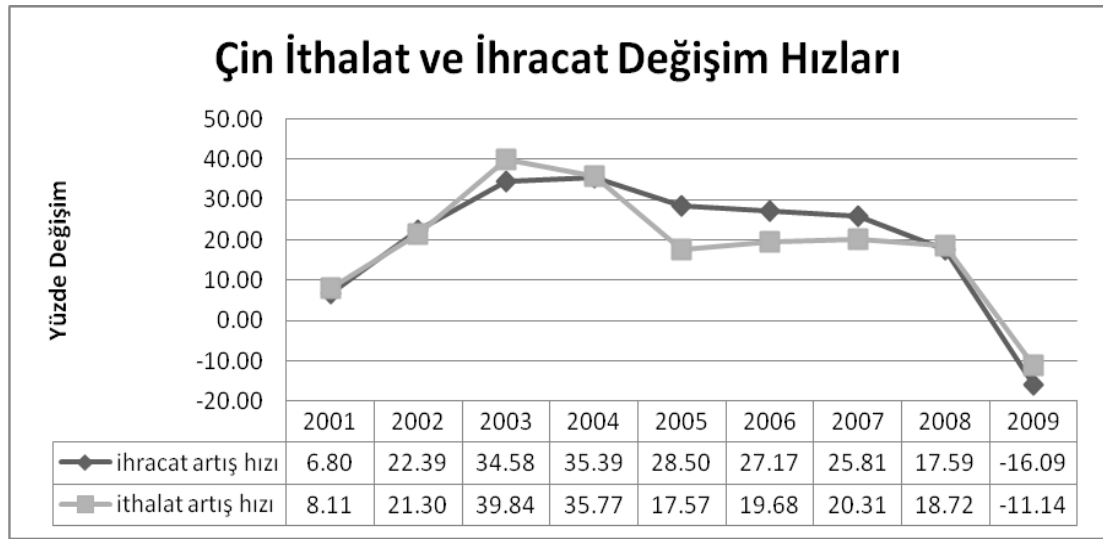
Yıllar	Büyüme Oranı	Enflasyon	Cari İşlemler Açığı	İşsizlik
2005	10,4	1,8	7,2	...
2006	11,1	1,5	9,4	...
2007	11,5	4,5	11,7	...
2008	10,0	3,9	12,2	...
2009	9,1	-0,7	6,0	4,3
2010	10,5	3,5	4,7	4,1
2011*	9,6	2,7	5,1	4,0

*Tahmini değerler

Kaynak: DPT (2010).

Ucuz iş gücü sayesinde üretim maliyetlerinin düşük olmasından ve yabancı yatırımcılara tanınan vergi ayrıcalığından dolayı dünyanın en fazla yatırım çeken

ülkesidir. Dünya genelinde yaşanan talep daralması yükselen ekonomilerin ithalat ve ihracat rakamlarını kötü yönde etkilerken Çin'in dış ticaretini olumlu yönde etkilemiştir. Çin'in dış ticaretindeki olumlu gelişmelerden dolayı fazla sermaye ve döviz girişi olmuş ve sabit kur rejimi uygulayan Çin, yerini kontrollü dalgalanmaya bırakmıştır. Küresel krize bağlı ihracatında daralma yaşayan Çin, para birimleri olan Yuan'ın %20 daha fazla değerlenmesini sağlamış ve tekrar sabit kur rejimine geçerek 2008 yılında Yuan'ın Dolar ile birlikte yatay bir seviye izlemesini sağlamıştır.



GRAFİK 2.13: Çin'in İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%)

Kaynak: DPT (2010).

Grafik 2.13'de görüldüğü gibi, Çin'in ihracatı 2008 yılında yaklaşık %18, ithalatı ise yaklaşık %19 oranında artmıştır. Buna göre, küresel finansal kriz nedeniyle 2007 yılına göre düşüş göstermektedir. Ancak, diğer ülkelerle kıyaslandığında ihracat ve ithalat artış oranları oldukça yüksek gerçekleşmiştir. 2009 yılında ise ihracatta %16, ithalatta ise yaklaşık %11'lik daralma gerçekleşmiştir.

*Türkiye;*¹⁰ 2001 yılında yaşadığı bankacılık krizinden sonra ekonomik alanda gelişmelerini artırarak gelişmekte olan ekonomiler arasına katılmıştır. Bu hızlı büyüme sürecinde, yani kriz öncesi dönemde %7 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Türkiye'nin GSYİH'ı dünya GSYİH'nın %1,3'ünü oluşturmaktadır. Türkiye ekonomisi 2008 yılında

¹⁰ Finansal krizin Türkiye üzerindeki etkileri hakkında ayrıntılı bilgi için Özatay,F. (2010)' dan yararlanılmıştır.

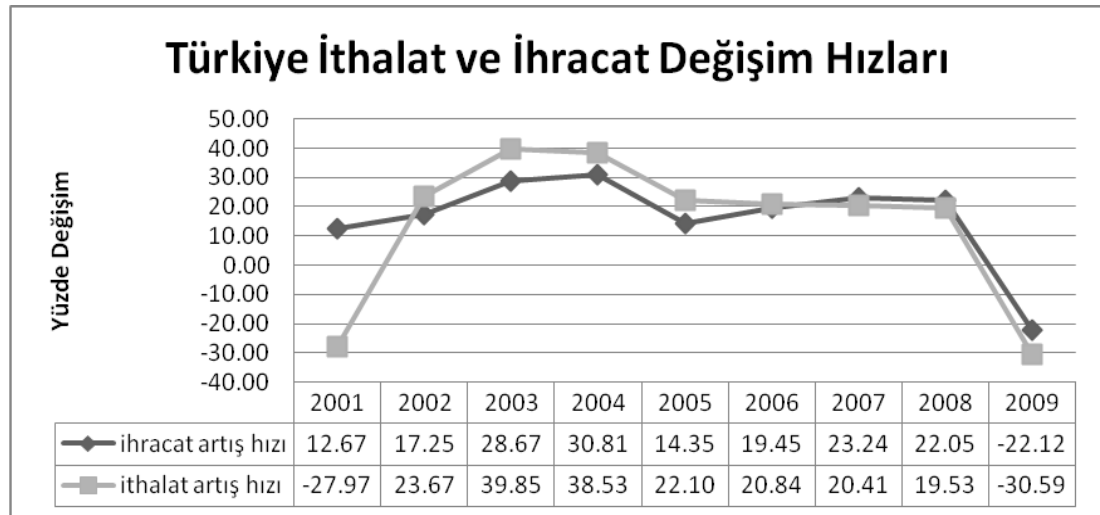
%5,3 büyürken, kriz sonrası 2009 yılında %4,7 daralmıştır. GSYH'ya katkı sağlayan sektörler sanayi sektörü, tüketim, yatırım harcamaları ve hizmetlerdir. 2010 yılında %7,8'lik büyüme yakalamış olup, büyümeye bağlı olarak cari açık yükselişini sürdürmüştür. Aynı zamanda istihdama bağlı büyüme gerçekleştirilememiştir. İşsizlik oranı %10'un üstünde gerçekleşmiştir. Sanayi sektöründeki ihtiyaç ise ucuz iş gücü ile sağlanmıştır.

TABLO 2.5: Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

Yıllar	Büyüme Oranı	Enflasyon	Cari İşlemler Açığı	İşsizlik
2005	7,4	8,2	-6,2	...
2006	6,1	9,6	-7,9	...
2007	5,0	8,2	-7,5	...
2008	5,3	4,6	-7,0	...
2009	-4,7	6,3	-2,3	14,0
2010	7,8	8,7	-5,2	11,0
2011*	3,6	5,7	-5,4	10,7

*Tahmini Değerler

Kaynak: DPT (2010).



GRAFİK 2.14: Türkiye'nin İthalat ve İhracat Değişim Hızları (%)

Kaynak: DPT (2010).

2001 krizinden sonra yabancı sermayelerin ilgisini çeken Türkiye ekonomisinin yapısını yeni sermayeler değil, daha çok bazı şirketlerin yabancılara satışı oluşturmaktadır. Türkiye'nin 2007 yılında %23,24 olan ihracat artış oranı, küresel finansal krizin ortaya çıktığı 2008 yılında %22,05 oranına gerilemiştir. 2007 yılındaki

ithalat oranı ise %20,41 oranından %19,53 oranına gerilemiştir. 2009 yılında ise, ihracat %22 ve ithalat %30 oranında daralmıştır.

2.3 Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Para ve Maliye Politikaları

2008 yılında başlayan küresel krizin etkisi ile finansal piyasalardaki sorunlar zamanla reel sektörde de etkilerini göstermeye başlamıştır. Krizden çıkış politikası olarak görülen ihracat, hem ihracat hem de ithalat oranları düşen ülkeler için çözüm yolu olamamıştır. Para politikası ise, küresel krizin finansal bir kriz olmasından dolayı bozulan para yapısından dolayı etkili olamamıştır. Finansal sistemin yeniden yapılandırılması, uzun bir dönem gerektirdiği için etkili çözüm olamamıştır. Kısa dönemde düşen talebi tekrar toparlanması sağlayabilen maliye politikası, bu dönemde en etkili çözüm yolu olarak görülmüştür. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde küresel finansal krize karşı para politikaları ve maliye politikaları uygulanmıştır.¹¹

2.3.1 Para Politikaları

Ülkelerde para politikaları merkez bankaları tarafından uygulanır. Para politikalarının amacı fiyat istikrarını, tam istihdam, iktisadi büyüme ve finansal istikrarı sağlamaktır. Ancak para politikalarında bu amaçlar bazen eşanlı tam olarak gerçekleştirilemeyebilir. Örneğin; fiyat istikrarı sağlamak için uygulanan politika işsizliğe neden olabilir.

2008 kriz döneminde ABD’de konut piyasasında çıkan finansal kriz nedeniyle kredi sıkışıklığı meydana gelmiştir. Enflasyon oranlarında hızlı düşüş ortamında, bu sıkışıklığı gidermek için başlatılan parasal genişleme eğilimi oluşmuş ve bunun etkileri diğer gelişmiş ülkelerde de hissedilmeye başlanmıştır. Faiz indirimine gidilmiş, faiz oranları sıfıra yaklaşmıştır. Resesyonun asıl nedeni faiz oranlarını artırılması olmadığı için kriz döneminde faiz oranlarını düşürmek resesyondan çıkılmasını sağlayamamıştır. Çünkü para politikalarında araç¹² olarak kullanılan faiz oranları, sıfır seviyesine gelince etkisini kaybetmektedir. Merkez bankasına bağlı olan para politikaları, faiz oranları sıfır olunca faiz politikaları ile iktisadi faaliyetler ilişkisi zayıflamaktadır. Dolayısıyla, faiz oranlarının tasarruf ve yatırım üzerinde düşük etki göstermesi, tasarruflarla yatırımların

¹¹ Benzer bir çalışma Zekey, (2006) tarafından yapılmıştır.

¹² Para politikası araçları ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikası araçları ile ilgili ayrıntılı bilgi Akçay (1997)’ e bakınız.

eşitliğini sağlayamaması, merkez bankasının faiz oranları ile ilgili aldığı kararlarda banka ve diğer finans kuruluşlarından destek alamaması ve faiz oranları uygulamasında yurtiçi faiz oranları ile yurt dışı faiz oranlarının uyumlu olmaması gibi nedenlerden dolayı para politikaları etkilerini tam olarak gösterememiştir. Sonuç olarak, para politikaları gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerde krizden çıkış yolu olarak tek başına yeterli olamamıştır.

Gelişmiş Ülkelerde Para Politikası Uygulamaları

Reeskont kredileri (Merkez Bankası Kredileri); Gelişmiş ülkelerin finansal sistemi; merkez bankası gün sonu nakit açıklarının karşılanmasında kullanılan kredileri ya da finansal kurumlara yardım için kullanılan kredileri kapsamaktadır. Ancak, bu kredilerin zamanla önemi azalmaktadır. Almanya, Amerika, İsviçre ve Japonya merkez bankaları bankalara piyasa faiz oranının altında kredileri verilmektedir..

Zorunlu karşılık oranları; Mevduat kabul eden finansal kurumların bu mevduatlara karşılık olarak merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduatlarının kanunen saptanan oranını ifade etmektedir. Merkez bankaları bu oranı bir para politikası aracı olarak kullanabilmektedir. Eğer bankalar etkisiz rezervlere sahip değilse, zorunlu karşılık oranı artırıldığında bankalar verdikleri kredileri geri çağırırlar. Bu, para arzının azalmasına neden olur. Zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde ise zorunlu karşılıkların bir kısmı kullanılabilir rezerv şekline dönüşür. Bu da bankaların kredi tabanını artırır. Bankaların kredi tabanının genişlemesi de para arzının artmasına neden olur.

Zorunlu karşılıkların kullanımı birçok ülkede azalmış, özellikle gelişmiş ülkelerde bu oran sifira kadar yaklaşmıştır. Bunun en önemli nedenlerinden biri, merkez bankalarının parasal büyüklükler yerine kısa vadeli faiz oranlarına yoğunlaşmasıdır. Diğer neden ise zorunlu karşılıkların finansal kesim üzerinde bir yük, bankalar üzerinde ise vergi etkisi yapmasıdır. Üçüncü neden olarak, finansal serbestlik ortamında finansal yeniliklerin zorunlu karşılıkların etkinliğini azaltmasıdır. Dolayısıyla, merkez bankaları piyasaya dayalı araçları tercih etmeye başlamışlardır (Esen, 2011).

Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Uygulamaları

Gelişmekte olan ülkelerin finans piyasaları gelişmemiştir. Para politikasının faiz oranları üzerinde yaratacağı etkilerden dolayı, gelişmekte olan ülke hükümetleri genişlemeci para politikası uygulamayı seçerler. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde bağımsız bir para politikasının uygulanması zayıf mali altyapıdan dolayı zorlaşmaktadır. Gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması para politikasının önemini artırırken, gelişmekte olan ülkelere henüz bu önem kazanılamamıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkelere öncelikle ekonomik büyüme ve istihdam yaratma, uluslararası ticarete rekabet etme gibi amaçlar gerçekleştirilmelidir.

Bazı gelişmekte olan Çin, Hindistan, Rusya, Malezya, Endonezya, İsrail, Brezilya, Peru gibi ülkeler zorunlu karşılıkları parasal ve finansal istikrar için yeniden kullanmaya başlamıştır. Gelişmiş ülkeler, gevşek para politikalarından dolayı sermaye akımlarını denetlemek, bankaların kredi arzını yavaşlatmak için zorunlu karşılıkları artırmışlardır. Kısa vadeli faiz oranları yerine zorunlu karşılıkların tercih edilmesinin nedeni, sermaye girişlerini teşvik etmeden bankaların kredi artışını yavaşlatmak olmuştur. Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi karşısında, bankalar mevduat faizlerini aynı tutmaya, hatta düşürmeye çalışırken, kredi faizlerini yükseltmek zorunda kalmaktadır (Esen, 2011).

2.3.2 Maliye Politikaları

Maliye politikası kamu kesimi, bir yandan yaptığı harcamalar ile geliri artırıcı etki yaparken bir yandan da topladığı vergiler ile geliri düşürücü bir etkiye sahiptir. Devletin istihdam, gelir, fiyat seviyeleri gibi makro ekonomik değişkenleri etkileyebilmek için kamu harcamalarını (cari harcamalar, yatırım harcamaları ve transfer harcamaları) ve kamu gelirlerini (vergi gelirleri, vergi dışı normal gelirler, özel gelir ve fonlar) kullanması maliye politikası olarak adlandırılır. Maliye politikası hükümetin vergi oranları, hükümet harcamaları ve borçlanması ile ilgili verdiği kararlardan oluşur.¹³

Krizden çıkış yolu görülen para politikaları, krizden kaynaklanan para politikalarındaki zayıflamalardan dolayı kısa dönemde çözüm olamamıştır. Bundan

¹³ Ayrıntılı bilgi için Tokucu ve Sarıdoğan (2010)' a bakınız.

dolayı kısa dönemde en etkin çözüm olarak, düşen talebi düzenleyecek olan maliye politikaları görülmüştür.¹⁴ Küresel kriz süresince para politikalarını destekleyici olan maliye politikaları genişletici etkiler oluşturacak mali önlemler içermektedir. Maliye politikaları çerçevesinde şirketlere mali indirimler yapılmış, tüketicilere doğrudan gelir vergisi indirimleri ya da belli ürünlerde satış vergisi indirimi yapılmış, sosyal güvenlik programları ile yardım edilmeye çalışılmış ve ileride yapılacak olan ya da yapılmakta olan altyapı yatırımlarının düşen talebi artırmak için devamlılığı sağlanmıştır.

Finansal krizlerle mücadelede uygulanan bir başka maliye politikası aracı ise kamu borçlanmasıdır. Kriz dönemlerinde devlet, özel sektörün krize girmesini engellemek amacıyla firmaların ve bankaların döviz pozisyonlarını korumalarına yardımcı olmak için döviz rezervlerini satışa çıkarabilir. Ancak bu durum, aşırı değerlenmiş nominal döviz kurunun söz konusu olması halinde devletin kısa dönemli dış nakit sorumluluklarını karşılayacak rezervin yetersiz kalmasına yol açabilir. Bu nedenle böyle bir borçlanma politikası çok dikkatle kullanılmalı ve süresi sınırlı olmalıdır. Devlet ayrıca sermaye çıkışlarını durdurmak için faiz oranlarını yükseltebilir veya ekonomik faaliyetleri daraltmamak için faiz oranlarını sabit tutabilir. Ülkenin kısa dönemli iç borç stoku yüksekse faiz oranlarının yükseltilmesi, piyasa faiz oranlarını daha da arttırarak reel piyasalarda durgunluğa yol açabilir. Buna karşılık, ülkenin dış borç stoku yüksekse faiz oranlarının arttırılması, ülke parasının değerinin düşme riskini azaltarak, piyasalar üzerinde olumlu etkiler oluşturabilir (Şimşek, 2008).

TABLO 2.6: Gelişmiş Ülkelerde Maliye Politikası Türleri

Mali Kural Türleri	Ülkeler
Denk bütçe politikası	Kanada, Japonya, AB ülkeleri, Yeni Zelanda
Bütçe açığı sınırlaması	Japonya, Norveç, Polonya, İsviçre
Harcama sınırlaması	Amerika, Japonya, İsviçre
Borç sınırlaması	İngiltere, AB ülkeleri, Yeni Zelanda, İsviçre
Yaptırımlar	AB ülkeleri, Polonya, Amerika
Açık bir yaptırım olmayan ülkeler	Avustralya, Japonya, Kanada, İsviçre, İngiltere, Yeni Zelanda

¹⁴ Krizler ve uygulanan maliye politikaları için Akın ve Ece (2009)' dan yararlanılmıştır.

Saydamlık	Avustralya, AB ülkeleri, Yeni Zelanda, İngiltere
-----------	--------------------------------------------------

Kaynak: OECD (2002)

Gelişmekte Olan Ülkelerde Maliye Politikası Uygulamaları

Ekonomiyi etkin bir düzeyde tutmak için genişletici maliye-daraltıcı para politikası ile daraltıcı maliye-genişletici para politikası gibi iki politika karması uygulaması vardır. Bunlardan ilki olan genişletici maliye politikası devlet harcamalarını artırmak veya vergileri düşürmek ile gerçekleştirilir. Bu durumda beklenenden daha yüksek bir hasıla oluşmasına neden olur. Bu yüksek hasılayı dengeleyebilmek için daraltıcı para politikası uygulanır. Bu politika karması ile hükümet harcamalarının milli gelirden özel harcamalardan daha büyük paya sahip olması beklenir. Bir diğer alternatif politika karması daraltıcı maliye-genişletici para politikası ile denge daha düşük hasıla seviyesinde oluşacaktır. Bu düşük hasılayı düzeltmek için faiz oranları düşürülerek denge sağlanmış olur. Bu durumda özel harcamalar hükümet harcamalarının önüne geçer. Eğer hasılanın uzun vadede büyütülmesi amaçlanıyorsa genişletici para - daraltıcı maliye politikası uygulanmalıdır. Fakat yüksek devlet harcaması gerektiği için gelişmekte olan ülkelerde hükümetler genişletici maliye – daraltıcı para politikasını uygularlar.

Para politikaları ile kısa sürede sonuç alınırken, maliye politikaları uzun dönemde etkilidir. Krize ilk müdahale para politikası ile yapılmış, ancak başlangıçta bir finansal kriz niteliğinde olmasına rağmen, zaman içinde reel krize dönüşmüştür. Dolayısıyla, genişletici maliye politikaları devreye sokulmuştur. Yani, küresel finansal krize para politikasından yeterli cevap alınamayınca, maliye politikasına başvurulmuş her iki politika aracı kullanılmıştır. Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere uygulamaya konulan geniş kapsamlı para, maliye ve finansman politikaları sonucunda küresel ekonomi, 2009'un ikinci yarısından itibaren toparlanmaya başlamıştır. Ancak, önceki bölümlerde de belirtildiği gibi, gelişmekte olan ülkelerde bu toparlanma gelişmiş ülkelere kıyasla daha önce gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere rağmen yüksek işsizlik oranları, bütçe açıkları ve iyileşmemiş finansal sistem büyümeye engel olmuştur.

BÖLÜM 3: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ ANALİZİ

3.1 Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Kapsamı, Gelişimi ve Kontrolleri

Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin yapılarında ve etkilerinde değişimler oluşmakla beraber finans sistemi de artık uluslararası bir hale gelerek ulusal sınırlar kalkmıştır. Ülkeler artık piyasalarını koruyan politikalardan uzaklaşarak rekabetçi piyasalar oluşturmuşlardır. Sermaye hareketleri, kaynaklarına göre resmi kaynaklı sermaye hareketleri ve özel kaynaklı sermaye hareketleri olmak üzere ikiye ayrılır. Resmi kaynaklı sermaye hareketleri; gelişmiş piyasa ekonomilerinin az gelişmiş piyasa ekonomilerine kredi veya bağış şeklinde yaptığı yardımlardır. Eğer bu yardım bağış şeklinde ise uluslararası bir transfer olur. Ancak, eğer yardım kredi şeklindeyse devletlerarası borçlanma şeklini alır. Bu yardımlar Dünya Bankası ve Avrupa Yatırım Bankası tarafından yapılır. Bu yardımları alan ülkelerin amacı daha yüksek kalkınma hızını sağlamaktır. Özel kaynaklı sermaye hareketleri; yardım özelliği taşımayan para ve sermaye piyasalarından ticari koşullara bağlı hareket ederler. Özel yabancı kaynaklı sermaye hareketleri, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını, portföy yatırımlarını ve diğer yatırımları kapsamaktadır.

3.1.1 Doğrudan Yabancı Yatırımlar¹⁵

Doğrudan net yatırım, yurt dışında yerleşik olanların yurt içinde yaptıkları sabit sermaye yatırımları ile yurtiçinde yerleşik olanların yurtdışında yaptıkları sabit sermaye yatırımlarının farkıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yolu ile kişi veya firmalar tarafından diğer ülkelerde bulunan firmalara yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır (Yörük, 2010).

Ekonomik şartlara bağlı olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları az riskli ülkeleri seçmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, ülke içindeki tasarrufların yetmediği anda ödemeler dengesinde açık vermemek için yabancı sermayeye gereklilik duyarlar. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını bu ülkelere çeken veya belli ülkelere girişini

¹⁵ Ayrıntılı bilgi için Afşar (2004)'e bakınız.

engelleyen faktörler vardır. Bunlar; piyasa hacmi, işgücü maliyeti, döviz kuru, ticaret açığı, vergiler, açıklık, büyüme gibi faktörlerdir.

Dünyada küreselleşme öncesi önemsenmeyen yabancı sermaye akımları kalkınmaya sağladıkları katkı ile hem gelişmiş ülkelerde¹⁶ hem de gelişmekte olan ülkelerde önemlerini artırmışlardır. Artık sanayinin tek bir bölgede toplanması durumu ortadan kalkarak oluşan pazarlar arasında sınırlar yok olmuş ve tek bir dünya pazarı oluşturulmuştur. Bu pazar ile birlikte firmalar arası rekabet artmış artık daha ucuza daha kaliteli ürünler üretilmesi yoluna gidilmiştir.

Gelişmiş ülkelerde rekabet gücünün artması ucuz işgücü, ucuz hammadde ve uygun vergilendirme sisteminin oluşturulması ile gerçekleşeceği için sermaye ve teknoloji aktarımlarına başlanmıştır. Gelişmekte olan ülkeler sermaye ve teknoloji yetersizliğinden dolayı ekonomik kalkınmaları için sermaye birikimi sağlarken, dış borç yerine yabancı sermayeyi tercih etmektedirler. Yatırımcıların doğrudan yabancı sermayeyi diğer yatırımlara tercih etme nedenleri arasında; sağlanan sermayenin yapılan yatırımdan daha verimli olması, parasal sermayeden gerçek reel sermayeye kesin dönme garantisinin olması ve dış borçlanmaya göre iç tasarrufun oluşum yüzdesini azaltıcı etkisi olmaması yer almaktadır.

Doğrudan yabancı sermayelerin önemi, sermaye kıtlığından ve ekonomilere sağladıkları katkılardan dolayı her geçen gün artmaktadır. Bu yatırımlar, önceden sadece sermaye açığını kapatmak, üretimi artırmak, işsizliği önlemede katkıda bulunmak, ucuz hammadde sağlamak, döviz rezervlerinin artırmak, düşük vergilerden faydalanmak ve üretim maliyetlerini düşürmek gibi amaçlarla kullanılırken, günümüzde artık bunlara ek olarak dışa açılmada, yeni teknolojiler taşımada, çevreyi korumada, know-how getirmede ve sağlıklı rekabet ortamı oluşturmada kullanılmaktadır.

¹⁶ Gelişmiş ülkelerde sermaye hareketleri ile ilgili kapsamlı bilgi için Akyüz (1999)' a bakınız.

TABLO 3.1: 1980-1989 Yıllarında Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımların % Dağılımı

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Gelişmekte Olan Ülkeler	42,5	42,2	42,6	41,6	41,5	37,8	34,3	31,2	28,9	25,8
Gelişmiş Ülkeler	57,4	57,7	57,3	58,3	58,4	62,1	65,6	68,7	70,9	74,1
Geçiş Ekonomileri	0	0	0	0	0	0	0	0	0,1	0,08

Kaynak: UNCTAD (2011).

Tablo 3.1’ de yer alan 1980-1989 yılları arasında; gelişmekte olan ülkelerde, doğrudan yabancı yatırımları 1980 yılından itibaren dalgalanmaya başlamış, 1985 yılından sonra gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımların payı düşüşe geçmiştir. 1988 yılında gelişmekte olan ülkelerde, ortaya çıkan krizden dolayı doğrudan yatırımların payı %28 dolaylarında meydana gelmiştir. Gelişmiş ülkelerde ise 1988 yılında yaşanan krize rağmen, gelişmekte olan ülkelerin aksine gelişmiş ülkelerde yabancı yatırımların payında artış yaşanmıştır.

TABLO 3.2: 1990-1999 Yıllarında Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımların % Dağılımı

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Gelişmekte Olan Ülke	24,8	23,7	25,3	26,5	26,8	24,9	25,4	25	22	23,1
Gelişmiş Ülkeler	75,0	76,1	74,6	73,3	72,9	74,6	74,1	74,3	77,3	76,1
Geçiş Ekonomileri	0,07	0,09	0,02	0,09	0,23	0,33	0,44	0,66	0,60	0,66

Kaynak: UNCTAD (2011).

1990’lı yıllarda gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar için Tablo 3.2 oluşturulmuştur. Buna göre; 1990’lı yıllarda yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelerde istikrarlı paya sahip iken, yabancı yatırımlarda en büyük düşüş 1998 yılında

yaşamıştır. 2000’li yıllara doğru yabancı yatırımların payı artışa geçmiştir. Gelişmiş ülkelerde ise yabancı yatırımlar istikrarını korumuştur.

TABLO 3.3: 2000-2010 Yıllarında Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımların % Dağılımı

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Gelişmekte Olan Ülke	23	23,9	23,2	21,2	20,9	23,4	24	24,8	27,7	28,1	31
Gelişmiş Ülkeler	75,9	74,9	75,2	77	77,2	74,2	73	71,3	69,4	68,3	65,3
Geçiş Ekonomileri	0,81	1,17	1,53	1,64	1,79	2,38	2,87	3,8	2,79	3,49	3,59

Kaynak: UNCTAD (2011).

Tablo 3.3 2000-2010 döneminde ülke gruplarının doğrudan yabancı yatırımlardan aldıkları payları göstermektedir. Küresel kriz öncesi dönemde gelişmekte olan ülkelerin payı %24, gelişmiş ülkelerin payı %73 ve geçiş ülkelerinin de %3 payı söz konusudur. 2008 küresel kriz yılı olmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerin payında artış gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin payında kriz yılı ve sonrası yıllarda önemli azalmalar ortaya çıkmıştır.

3.1.2 Portföy Yatırımları

Uluslararası sermaye hareketleri içinde doğrudan yabancı yatırımlardan sonra en büyük paya sahip olan portföy yatırımları; ödemeler dengesinin sermaye hareketleri içerisinde yer alan doğrudan yatırımlar dışında kalan tahvil dış satımı ya da menkul kıymetler alım satımını kapsayan sermaye araçlarına yapılan yatırımdır. Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek, sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla yaptıkları yatırımlardır (Açıkgöz, 2006).

Menkul değerlere yapılan yatırım olarak bilinen portföy yatırımlarında yer alan tahvil ve hisse senedi şeklindeki yatırımlar, portföy yatırımları içinde en büyük paya sahiptir. Borç senedi yatırımları ve para piyasası araçlarından yapılan yatırımlar portföy

yatırımlarının kapsamındadır. Portföy yatırımları, kullandıkları yatırım araçlarına veya ülke içinde ve dışında kullanımlarına göre sınıflandırılmaktadır.

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemlidir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedeflerken, aynı zamanda tüm fonlarını tek bir menkule yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirmekte ve böylelikle yatırımcı yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilmektedir. Menkul kıymetlerin beklenen risk ve gelirindeki değişimler uluslararası özel sermaye hareketlerini etkilemektedir (Gök, 2008).

Doğrudan yabancı yatırımı ile portföy yatırımı arasındaki vade farklılığı vardır. Portföy yatırımları geçici, değişken ve hareketli yatırımlar olup, bu yatırımlarla kısa dönemde faiz ve sermaye kazancı elde ederek başka ülkelerin para ve sermaye piyasalarından finansal araç almayı hedeflenmektedir.

3.1.3 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Sermaye hareketleri yüksek kar marjından dolayı gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru hareket ederler. Sermaye hareketleri vade olarak sınıflandırıldığında uzun ve kısa vadeli olmak üzere ikiye ayrılırlar. Bu kısa ve uzun vadeli şeklindeki ayrımında portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kısa vadeli, direkt yatırımlar ise uzun vadeli kaynaklardır. Kısa vadeli sermaye, sermaye hareketleri içinde bir yıldan daha az sürede geri ödemesi olan kredi türündeki sermayedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ülkelerin finansal serbestleşmesi ile başlamış, teknolojik gelişmeler ile de bugünkü halini almıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri yüksek getiri sağlamalarından dolayı uzun vadeli sermaye hareketlerinden farklılaşırlar. Bu yatırım türünde de amaç en yüksek getiriyi sağlamaktır. Kısa vadeli sermaye hareketleri mevduat sertifikalar, finansman bonoları, prefinansman kredileri ile bankaların ve diğer kurumların yurtdışından sağladığı döviz kredilerini de kapsamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, geri dönüşü yüksek olan sıcak para niteliğindedir. Bu tür kaynakların vadesi kısa olması ve her an yabancı para birimlerine dönüşüp ülkeyi terk edecek olması, beraberinde riskleri de taşımaktadır. Gerek vadelerinin kısa olması, gerekse her an nakde dönüşebilmeleri,

kısa vadeli kaynakların her an ülkeyi terk edebileceği anlamına gelmektedir. Özellikle, yatırım yapılan ülkede herhangi bir siyasi ya da ekonomik olumsuzluğun ortaya çıkmış olması durumunda, ilgili ülke kısa vadeli fonların kaçışına maruz kalacak ve faiz oranları artsa bile bu fonların kaçışını dengeleyecek yeni fonları cezp edemeyecektir. Bu durumda, döviz kurlarını muhafaza edebilmek, ilgili ülkenin merkez bankasının yeterli yabancı para stokuna sahip olup olmadığına bağlı olacaktır. Yeterli rezerve sahip olunmaması halinde, dövize olan talep nedeniyle ilgili ülkenin parası değer kaybedecek ve olayın büyüklüğüne göre bu sorun mali piyasaların diğer kesimlerine ve reel ekonomiye yansıtacaktır (Şimşek, 2007).

3.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Etkileri

3.2.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Küreselleşme sürecinde, gelişmiş ülke ekonomileri ve gelişmekte olan ülke ekonomileri doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülkelerinde çekebilmek için uğraşmaktadırlar. Çünkü bu yatırımlar ülkeye dış kaynak, ihracat imkânı, yeni teknoloji, yeni yönetim becerileri ve modern know-how sağlamaktadırlar. Buna karşın, sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerin istikrarını olumsuz yönde etkileyebilmektedir.. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde eğer yabancı sermaye girişi kamu borçları için kullanılırsa ülkelerin borç stoklarında artışlar oluşur. Sermaye hareketleri kar elde etmek için kendi ülkeleri ile dünya ülkeleri arasında faiz oranı farkı olan ülkeleri seçer. Gelişmekte olan ülkeler, küreselleşmenin yeni özellikler ortaya çıkarmasından dolayı beklenen karı elde edememişlerdir Ayrıca, sermaye akımının para arzını genişletme etkisini engelleyen bir diğer etkenler mevcut olabilmektedir. Bunlardan biri, cari işlemler açığındaki genişlemedir. Buna karşın bazı ülkelerde cari işlemler açıkları dengesizlikleri küçük kalmıştır. Bu ülkelerde para arzındaki büyümenin sermaye akımlarından temelde çok etkilenmemesi sıkı para politikasından kaynaklıdır (Toron, 1999).

Yatırımlar için ihtiyaç duyulan finansman dış kredilerle sağlanabilmektedir. 1980'li yıllardan bu yana gelişmekte olan ülkelere yoğun bir şekilde sermaye akımı olmuştur. Bunlar daha çok tahvil, öz kaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonusu gibi kısa vadeli yatırımlar şeklinde olmuştur. Sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin kaldırılması sermaye akımlarını beraberinde getirmektedir. Meksika, Yeni Zelanda ve İngiltere yapısal reform programlarının önemli bir parçası olan sermaye

kontrollerini kaldırmıştır. Bu ülkeleri sermaye hesabı konvertibilitesini, sürdüren başarılı ülkelere örnek olarak göstermek mümkündür. Bunun yanı sıra Arjantin, Çin, Uruguay gibi bazı ülkeler, 1970’li yıllarda, açık sermaye hesabı uygulamış fakat başarısız olmuştur (Coşgun, 2006).

Sermaye hareketleri, kendi ülkesinden daha fazla getiri sağlayacak ülkeleri seçmektedir. Bu yüksek getirinin yanı sıra, işgücünün niteliği, nüfus ve ekonomik politikalar gibi etmenler de önemlidir. Gideceği ülkelerde yüksek kar sağlamak, hammadde karşılanmasında kolaylık elde etmek, yeni pazarlara ulaşmak, mevcut pazarları genişletmek ve verimli üretim yapmak ister. Gelişmekte olan ülkelerde okuma oranının düşük olması, sermayenin ülkeye girişinin nasıl karşılanacağı düşüncesi bir risk faktörü olarak görülür. Böyle bir durum yatırımcılar için caydırıcı niteliktedir.

Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin nedeni çekme faktörleri ve itme faktörleridir. Sermaye girişlerinin yapıldığı ülkeler tarafından belirlendiği faktörler çekici faktörlerdir. Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların geri dönüşü, enflasyon oranlarındaki düşüş, özelleştirme, büyüme oranlarında ve hızında artış gibi etkenler çekici faktörlerdir. Sermaye hareketleri çekici faktör haline getiren uygulamalar ise gelişmekte olan ülkelerin uyum sağlaması, sermaye hareketleri kontrollerinin kaldırılması ve yatırımcıların fonları ülkeden çıkarabilmesidir. Çekme faktörleri arasında, uluslararası kredi kuruluşlarının yatırım notlarını arttırması, Uluslararası Para Fonu (IMF) programlarının uygulanması ve Ekonomi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)’ne kabul edilmek gibi unsurlar yer almaktadır. Sermaye girişi ile çıkışının bileşenlerine ilişkin sıralama yapılarak uzun vadeli sermaye girişlerinin, kısa vadeli sermaye çıkışlarından önce serbestleşmesi, sermaye çıkışında ise önceliğin ihracata yönelik yatırımlarla ticari kredilere verilmesi gerektiği ifade edilmektedir (İnandım, 2005). Sermayenin getirisinin düşük olmasından dolayı yüksek getiri oranlarından faydalanmak için ülkeyi terk etmesini sağlayan faktörler ise itici faktörler olarak nitelendirilir. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, ekonomik durgunluk, portföy çeşitlendirilmesi sermayenin gelişmekte olan ülkelere geçmesini sağlamıştır. Ancak, faktörler geçici nedenlerle gelişmiş ülkeleri terk etmekte ve ülkelerdeki yatırımların getirileri düzeldiği zaman gelişmiş ülkelere geri dönüş yapmaktadır.

3.2.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Sermaye girişleri ve çıkışları ülke ekonomilerinde değişimlere neden olmaktadır. sermaye girişi ülke ekonomisinin daha çok fiziki yapısı üzerinde etkili olur. Sermaye girişleri ülkelerin yatırım yapmasını sağlarken aynı zamanda ekonomilerinin de hızlı bir şekilde büyümesini sağlar. Çünkü büyüme arttıkça kaynak kullanımı artar dolayısıyla ülkede yatırım oranları da artar. Sonuçta, üretim ve gelir artışı ve dolayısıyla istihdam düzeyinde artış sağlanır.

Sermaye girişleri finansal piyasalar üzerinde de etkiye sahiptir. Sermaye girişleri, finansal piyasalarda yoğunlaşmaya neden olmaktadır. Şayet finans piyasaları yeterince derinleşmemişse, fazla miktarda fon girişi ekonomide olumsuz etkiler yaratır. Ülkeye giren fonlar etkin kullanılmaz ve verimli yatırımlara yönlendirilmezse geri ödeme sürecinde iflaslar meydana gelir. Bu fonlar spekülâtif nitelikte olduğu zaman finansal krizlere ortam yaratır. Ülkenin para ve sermaye piyasalarının işleyişi sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkilemesinde iyi ya da kötü bir etkidir. Ülke iyi işleyen sermaye piyasasına sahipse, kaynakların daha iyi kullanılmasını sağlar. Sermaye piyasalarında beklentilerin önemli bir yeri vardır. Varlık fiyatlarının yükseleceği bekleniyorsa sermaye girişi meydana gelir. Aksine, varlık fiyatlarının düşeceği beklentisi oluşursa, sermaye çıkışı meydana gelir. Bu çıkış, parasal hacmin daralmasıyla birlikte finansal krizle de sonuçlanabilir (Kaya, 1998).

Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere¹⁷ yönelmesinin sonucunda gelişmekte olan ülkelerin rezervlerinin bileşiminde önemli ölçüde değişim meydana gelmiştir. Bu değişim daha çok bu ülkelerin aleyhine olmuştur. Sermaye hareketleri sonucunda gelişmekte olan ülkelerde cari açık artmıştır. Bu da tasarruf oranlarını azaltmıştır. Sonuç olarak bu ülkelerde özel tüketim artışı ülkenin ithal mal tüketiminin artmasına neden olmuştur. Sermaye girmiş olduğu ülkelerde likiditeyi arttırmaktadır. Sermaye girişi olan gelişmekte olan ülkelerde para arzı reel ve nominal artış göstermektedir. Sermaye hareketlerinin sonucunda bazı piyasalarda malların değeri çok artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarında meydana gelen aşırı yükselme, daha sonra bu etkinin ani ortadan kalkışı, bu ülkelerde finansal

¹⁷ Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere olan etkileri ile ilgili çalışma Çetin (2008) tarafından yapılmıştır.

krizlere neden olmuştur (Berksoy, 1998: 38). Cari işlem açıkları, kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmektedirler.

Sermaye girişleri ile birlikte likidite artışı ve nominal faiz oranları düşüşü gerçekleşir. Yurt içi harcamalar, dış ticarete konu olmayan mallara kayar. Dış ticaret açığı artar. Bu ürünlere talep ve dolayısıyla ürünlerin fiyatı artar. Esnek kur sisteminde reel kurun değer kazanması, sabit kur sisteminde de nominal kurun değer kazanması, dış ticarete konu olmayan mal fiyatlarındaki artışla gerçekleşir (Kaya, 1998:33).

Uluslararası sermaye önceden sermaye açığını kapatmak, düşük vergi avantajlarından faydalanmak, ucuz hammadde kullanmak ve üretim maliyetlerini düşürerek maliyeti artırmak gibi nedenler ile tercih edilirken; günümüzde uluslararası sermayeden beklenenler daha fazladır. Çünkü az bulunan sermaye, ülke ekonomilerinin kalkınmasına katkıda bulunduğu için daha etkili koşullar oluşturmaya başlamıştır.

1980 ve 1990'lı yıllarda sermaye hareketleri doğrudan sermaye yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları şeklinde gelişmiştir. 1970'li yıllarda yaşanan kriz ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinde değişiklikler oluşturulmuştur.

1980'li yıllarda yaşanan kriz ile birlikte sermaye hareketlerinde yeni değişimler yaşanmıştır. 1980'li yılların başından itibaren, gelişmekte olan ülkeler dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlamış, kamu açıkları hızla büyümüştür. Makroekonomik dengelerin de bozulmaya başlamasıyla dünya genelinde ekonomik yavaşlama, uluslararası faizlerin yükselmesi ve dış ticaret hadlerindeki azalma yaşanan krizi derinleştirmiştir. Pek çok ülke borç erteleme için talepte bulunmuştur. Sermaye hareketlerinin aniden kesilmesi net dış kaynak ihtiyacı doğurmuştur. Bu açık, kısa vadede ithalatın azaltılmasıyla kapatılmaya çalışılmış olsa da bu hareket gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ekonomik aktivitelerinin ve yatırım oranlarının azalmasına, dolayısıyla büyüme hedeflerinin sekteye uğramasına neden olmuştur (Kaya, 1998). 1980'li yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte gelişmiş ülkelerde finansal ürün ve hizmetlerdeki gelişmeler, bankacılığın güven kazanması ve riskin az olması gibi nedenler fonların ülke içerisinde kalmasına neden olmuş, gelişmekte olan ülkelerde ise fonların reel getirileri ile ulusal fonlar kıyaslanmaya başlamıştır. 1980 dönemlerinde mali piyasalarda uygulanan baskıcı yasalar kaldırılmış, yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bunlar faiz sınırlamalarının kaldırılması, yabancı sermaye hareketlerinde

uygulanan kısıtlamaların kalkması, kredi politikalarının değiştirilmesi, menkul kıymetler borsalarının kurulması gibi düzenlemelerdir. Bu süreçte Finlandiya, İsrail, İsveç, Arjantin, Tayland, Filipinler, Norveç ve Türkiye ciddi parasal ve finansal krizler yaşamışlardır.

1990'lara gelindiğinde ise sermaye hareketlerinde büyük artışlar yaşanmıştır. Bu artışın temel nedeni uluslararası portföy çeşitlendirilmesine imkan veren iki önemli gelişmedir. Bunlardan birincisi, gelişmekte olan ülkelerin daha fazla yabancı yatırım çekebilmek ve uluslararası finansal bütünleşmeye katılımlarını artırabilmek için finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hareketlerini serbestleştirmek olmuştur. Bununla birlikte gelişmekte olan bu ülkeler, yatırım olanaklarını artırabilmek için devletin ekonomik alandaki etkilerini azaltmak adına kamu kuruluşlarını özelleştirmişler, daha derin ve likid piyasaların oluşumunu da desteklemiştir (Moreno, 2000). 1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelerde faiz oranları düşüşe geçip gelişmiş ülkelerin büyümeleri durmuştur, gelişmekte olan ülkelerin finansal yeniliklere gitmesi ve küresel faktörlerin etkisi ile sermaye, gelişmiş ülkelere yönelmeye başlamıştır. Sermaye hareketlerinin önem kazanmasının nedeni de zaten gelişmekte olan ülkelere meydana gelen bu finansal gelişmelerdir. 1990 dönemlerinde daha çok yapısal düzenlemeler yapılmıştır. Bunların amaçları ise bankacılıkta rekabeti sağlamak, menkul kıymetler borsasının dünya borsaları ile uyumunu sağlamak, makroekonomik istikrar sağlamak ve bir denetleme mekanizması kurmaktır.

2000'li yıllara gelindiğinde ise 1990'larda portföy yatırımı ve kısa vadeli olarak gerçekleşen sermaye hareketleri doğrudan yatırımlar olarak gerçekleşmeye başlamıştır. 2002 yılından beri dünya piyasalarına hakim olan küresel risk iştahı ve likidite bolluğu, 2007 ortalarından itibaren ABD mortgage krizi ve giderek artan resesyon endişeleri nedeniyle azalmıştır. Sonuç olarak 2007 yılı ortalarında yükselen piyasalara sermaye akımları bir süre durmuşsa da bu duraklama, kısa süreli olmuştur. Yaşanan likidite sıkışıklığının asıl olarak gelişmiş ülkeler kaynaklı olması ve bu ülkelerin merkez bankalarının likidite sıkışıklığına karşı faiz indirimlerine gitmeleri bu durumda temel etken olmuştur (Kesik, 2008).

3.2.3 Küresel Finansal Kriz Karşısında Sermaye Hareketleri Kontrolleri

Gelişmekte olan bazı ülkelerin sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik aldıkları bazı önlemler (SGB, 2011);

Rusya;

- Aralık 2010'da Rus Merkez Bankası (RCB), artan enflasyona tepki olarak, gecelik mevduat faiz oranını 25 baz puan yükselterek yüzde 2,75'e çıkarmıştır.
- Ayrıca buna ek olarak, Ocak 2011 sonlarında Ağustos 2009'dan bu yana ilk kez bankalar için mevduat munzam oranını yükseltmiştir.
- Rus Merkez Bankası, yüksek enflasyonist beklentiler ve ekonomik yavaşlamanın risklerinin dikkate alınması gerektiğini belirtmiştir.
- Rus Merkez Bankası'na göre, enflasyonist beklentilerin yüksek kalmasına rağmen, para arzındaki yavaş büyüme enflasyonist baskıların azaltılmasına yardımcı olacaktır.

Hindistan;

- Para politikasının, uzun süredir devam eden yüksek enflasyona tepki olarak kısa vadede daha fazla disiplin altına alınması beklenmektedir.
- Repo oranlarında Mart 2010'dan bu yana on kez artış olmuştur. Bu oran şimdi yüzde 7,5 seviyelerindedir.
- Hindistan Merkez Bankası (RBI) 17 Haziran'da yaptığı para politikası beyanında, bu oranın anti-enflasyonist duruşu korumak için yeterli olacağını belirtmiştir.

Çin;

- Aralık 2010 yılında, hükümetin enflasyon konusunda artan endişeleri sonucunda Çin Merkez Bankası (PBC) faiz oranlarını yükseltmeye başladı. En son artış, Nisan ayında yapılarak bir yıllık gösterge borç verme faiz oranı yüzde 6.06'dan yüzde 6.3'e çıkarılmıştır.
- TÜFE, artan gıda fiyatları sebebiyle 2011 yılında da en önemli makro ekonomik problem olmaya devam edecektir.
- Enflasyon ile ilgili endişelerin devam etmesi halinde, önlem olarak hükümet faiz oranlarını, 2011-12 döneminde istikrarlı bir şekilde artırmaya devam edecektir.

- Önümüzdeki dönemde Yuanın Dolar karşısındaki değerlenmesinin yavaş olacağı tahmin edilmektedir.

Meksika:

- Meksikalı yetkililer doğrudan yabancı sermaye girişlerini artırmak ve özellikle nitelikli işgücü için iş yaratım sürecini hızlandırmak amacıyla ABD'li şirketlerle bir araya gelmiştir.

Arjantin:

- Enflasyon beklentilerini çapalayan parasal program önümüzdeki dönemde zayıf kalacaktır.
- Ekim ayındaki seçimler öncesinde, finansal piyasalarda oynaklık riski ve bankalar arası ve borç verme faizlerinde keskin bir düşüş riski mevcuttur.
- Bununla beraber orta vadede cari fazlanın erozyonu ve enflasyon riskleri sebebiyle bu oranlarda ciddi bir düşüş öngörülmemektedir.

Polonya:

- Polonya merkez bankası 2011 yılının başlangıcından bu yana referans faiz oranını, toplam 100 baz puanlık bir artışla yüzde 4,5 'e yükseltmiştir.
- Asıl sıkılaştırılma ise, ekonomik faaliyetlerin genişletilmesine ve hükümetin mali konsolidasyona ilişkin ikna edici bir ilerleme yapıp yapamayacağına bağlı olarak 2011 yılında gerçekleşecektir.

Romanya:

- Kısa vadeli sermaye hareketlerini sınırlandırmak için faiz oranları dışında başka araçlar kullanmıştır.
- Yatırımlarda belirsizliği sağlamak için döviz kurlarında daha geniş bir aralıkta dalgalanması ve bankalar arası piyasa faiz oranının piyasa faiz oranı etrafında dalgalanmasının uygun olacağına karar verilmiştir.

Türkiye:

- Sağlık hizmeti ödemelerinin hızlandırılması,

- Ekonomik kalkınmanın hızlandırılması, istihdamın artırılması ve bölgeler arası gelişmişlik düzeyi farkının en aza indirilmesi ve sektörel olarak da kümelenme olgusunun öne çıkartılarak yatırımların teşvik edilmesine yönelik indirimli kurumlar vergisi oranı uygulamasının genişletilmesi.
- Eximbank'ın sermayesinin 500 milyon TL arttırılması.
- Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu'nun yüzde 5 düşürülmesi.
- KOSGEB kanalı ile kredi şeklinde kullanılmak üzere, işletmelere 275 milyon TL aktarılması.

Gelişmiş olan bazı ülkelerin sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik aldıkları bazı önlemler (SGB, 2011);

Almanya:

- Hükümet bankacılık alanında yeni düzenlemelere giderek, sağlıklı bir bankacılık sistemi oluşturmaya ve banka iflaslarının önüne geçmeye çalışmaktadır.
- Bankacılık reformu ile piyasanın yapısında değişikliklerin olması, sektördeki aktörlerin profillerinin değişmesi ve bankacılık işinin şekli ve hacminin de bu değişikliklerden etkilenmesi beklenmektedir.
- Reform sonucunda piyasadaki aktörlerin sayısının azalacağı ve yeni sermaye kurallarına ayak uyduramayanların sistem dışında kalacağı tahmin edilmektedir.

Hollanda:

- Finansal sektörde reform yapılması planlanmaktadır.
- Bu reform ile finansal sistemin daha güvenli ve devlete daha az bağımlı hale getirilmesi planlanmaktadır.
- Bu kapsamda önümüzdeki dönemde devlet bankalarının satışı hedeflenmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri (ABD):

- Federal Mevduat Sigorta Kurumu, Georgia eyaletinde 2, Washington eyaletinde ise 1 bankanın kapatıldığını açıkladı. (20.05.2011)
- Son kapanan 3 bankayla ABD'de Ocak ayından bugüne 43 banka kapatılmış oldu.

Japonya:

- Japonya Merkez Bankası, finansal piyasalarda istikrarı korumak ve yatırımcıları piyasalardaki işleyişin düzgün bir biçimde süreceğine ikna etmek amacıyla bankacılık sistemine bir hafta içinde 34 trilyon Yen (309 milyar Euro) likidite sağlamıştır. (17 Mart 2011)
- Varlık alım programının büyüklüğü 5 trilyon Yen (60,8 milyar Dolar) artırılarak toplamda 40 trilyon Yene (486,4 milyar Dolar) çıkarılmıştır.

İngiltere:

- İngiltere'de ekonomik krizin ardından bankacılık sektörüne yeniden düzenlemeler getiriliyor.
- İngiltere hükümeti, finansal krizden sonra toparlanmaya yardımcı olabilmesi için bankaların yükümlülüklerini artırmayı planlıyor.
- Bankaların yükümlülüklerinin artırılması ile kamu finansmanına katkıda bulunulması amaçlanıyor.

Danimarka:

- Danimarka hükümeti Ekim 2008'de ilk bankacılık paketini açıklamıştır. Bu pakete göre tüm mevduatların Eylül 2010'a kadar devlet güvencesine alınacağı belirtilmiştir.
- Daha sonra 2. Bankacılık Paketi'ni açıklayan hükümet bankalara orta vadeli fonlama için 2010'un ortalarına kadar süre tanımış ve finansal sistemin yeniden sermayeleştirilmesi için 8,9 milyar Dolar finansman sağlamıştır.
- Danimarka Merkez Bankası iskonto oranını % 0,75'e; borç verme faiz oranını ise % 1,05'e indirmiştir.(Ocak 2010)
- Danimarka hükümeti Mart 2010'da 3. Bankacılık Paketi'ni açıklamıştır. (Mart 2010)
- Paket; bankada parası bulunan herkes için 750 bin kron (137.000 Dolar) değerinde depozito güvencesi getirmiştir.
- 30 Eylül 2010'dan itibaren geçerli olan Yeni Paket ile Danimarkalı vergi mükelleflerinin batık bankaları kurtarmak için fazladan vergi ödemek zorunda kalmaması amaçlanmıştır.

- Danimarka Merkez Bankası, mevduat ve borç verme faiz oranı arasındaki makası kapatmak için cari hesap mevduatı ve mevduat sertifikası oranını sırasıyla % 0,6 ve % 0,7 arttırmıştır. (Ekim 2010)
- Avrupa Merkez Bankasının faiz artışı kararını takiben Danimarka Merkez Bankası iskonto ve borç verme faiz oranını % 1'den % 1,3'e yükseltmiştir. (7 Nisan 2011)

Avustralya;

- Avustralya Hazinesi, yabancı kaynaklı gelirlerle ilgili mevzuatta değişiklik taslağı hazırlamıştır.
- Buna göre, off-shore ülkelerde faaliyeti olan Avustralya şirketlerinin çekiciliğini arttırmak, yabancı grupların Avustralya'da bölgesel merkezler kurmalarını sağlamak için, kontrol edilen yabancı kurum kazancı ve yabancı sermaye birikimi mevzuatlarında değişiklik yapılacaktır.
- Taslak düzenleme mevcut düzenlemeyi muhafaza ederken, daha modern bir şekle sokmakta, ayrıca aktif işletme geliri kavramında düzenlemeye gitmektedir.
- Düzenlemeyle, Avustralya dışında elde edilen kira ve gayri maddi hak bedelleri aktif gelir sınıfına sokulmaktadır.

İspanya;

- İspanya'da enflasyon, Euro Bölgesi ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Dolayısıyla ECB' nin aldığı faizi arttırma kararı İspanya için bu bakımdan olumludur. Ancak faiz artırımını diğer yandan da kişilerin borçlanma maliyetlerini arttırma vasıtasıyla, zaten durgun olan iç talebi daha da daraltabilir.

3.3. Küresel Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Sermaye Hareketleri Gelişimi

Sermaye hareketleri; doğrudan yatırımları, portföy yatırımlarını, finansal türevleri ve diğer yatırımları kapsar. Yani, Sermaye hareketlerinde uluslararası doğrudan yatırımlar yer almaktadır. Bu yatırımlar sermayenin karlı piyasalara şekliindedir. Bunun yanında portföy yatırımı şeklinde uluslararası sermaye hareketleri de vardır. Portföy yatırımlarında gelişmiş ülkelerde ödemeler bilançosu ile gelişmekte olan ülkelerdeki ödemeler bilançosu arasında özellik farkları olması gibi bir sorun yer

almaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ödemelere sınır geldiğinden ve sermaye hareketlerinde serbestlik olmadığından kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketleri hesabı devletin piyasa mekanizmasına bağlı olmayan borçlanma ve doğrudan borç ödemeleriyle doğrudan yatırımları kapsar. Gelişmiş ülkelerde ise sermayenin uluslararası piyasalar kanalı ile akması söz konusudur ki, bu yüzden daha kapsamlıdır.

TABLO 3.4: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Toplam Net Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

Net Sermaye Hareketleri					
Yıllar	Brezilya	Çin, Hong Kong	Hindistan	Rusya	Türkiye
2001	20331,30	-6626,32	7995,19	-3732,25	-14558,00
2002	-3908,90	-19750,50	11984,50	921,25	1172,00
2003	-156,56	-20952,60	16420,90	3023,95	7162,00
2004	-3332,98	-20093,50	22228,80	-5127,97	17702,00
2005	13144,10	-21447,80	25283,90	1024,77	42660,00
2006	15113,10	-20621,20	37774,70	3070,69	42689,00
2007	88329,70	-19855,10	97766,70	94730,40	48707,00
2008	28296,50	2139,20	40463,90	-131807,00	33547,00
2009	70160,10	44919,70	n.a.	-32883,20	10081,60

Kaynak: IFS, 2010

Sermaye hareketlerinin küresel finansal kriz dönemi öncesi, finansal kriz dönemi ve kriz sonrası dönemdeki gelişimini incelemek üzere gelişmekte olan ülkelere oluşturulan Tablo 3,4'de Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Türkiye'ye yer verilmiştir.¹⁸ Toplam sermaye hareketleri; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler ve diğer yatırımlardan oluşmaktadır. Tablo 3,4'de dönemsel olarak oluşturulan verilere göre; küresel finansal kriz dönemi öncesi yani 2001 yılının ilk çeyreğinden 2007 yılının son çeyreğine kadar olan dönemde net sermaye hareketleri dalgalı bir hareket izlerken, 2007 yılının ilk iki çeyreğinde ani bir yükseliş göstermiştir. Genellikle ele alınan ülkelerde en fazla artışlar 2007 yılında yaşanmıştır. Krizin yaşandığı 2008 yılında ise gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinde 2008 yılının son çeyreğinde büyük düşüşler yaşanmıştır. En büyük net sermaye çıkışı -131807,0 milyon\$ ile Rusya'da gerçekleşmiştir. 2009 yılında ise Rusya dışındaki ele alınan ülkelere net sermaye girişleri yaşanmıştır. Tüm dönemler incelendiğinde ise gelişmekte olan ülkelere Çin, 2008 yılına kadar net sermaye çıkışının yaşandığı ülke

¹⁸ Asya ülkelerinde gerçekleşen net sermaye hareketleri ile ilgili daha kapsamlı bilgi için Akyüz, (2009)'a bakınız.

konumunda iken net sermaye girişinin yaşandığı ülke durumuna dönüşmüştür. Türkiye ise, 2001 krizinin yaşandığı dönemde net sermaye çıkışlarına maruz kalırken, 2001 yılı sonrası yıllarda Türkiye’de net sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Tablo 3.5: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Doğrudan Yatırımlar (Milyon \$)

	Brezilya	Çin	Hindistan	Rusya	Türkiye
2001	24714,99	12431,3	4073,96	215,71	2854
2002	14108,09	-7781,04	3947,9	-71,52	939
2003	9894,2	8132,34	2444,14	-1769,01	1222
2004	8694,91	-11683,1	3592,19	1662,4	2005
2005	12549,6	6416,8	4628,66	118,3	8967
2006	-9420,3	75,2	5992,2	6550,4	19261
2007	27518,24	-6753,7	7846,9	9157,6	19941
2008	24601,1	9065,4	22807	19408,8	15720
2009	36032,8	-3823,2	0	-8157,3	6401

Kaynak: IFS, 2010

Küresel kriz döneminde gelişmekte olan ülkelerden küresel büyümeye katkının yarısından fazlası BRIC ülkeleri tarafından sağlanmıştır. BRIC ülkelerinden Rusya ve Brezilya krizden, Çin ve Hindistan’a göre daha fazla etkilenen ülkelerdir. Tablo 3.5’de BRIC ülkeleri ve Türkiye’deki net doğrudan yabancı yatırım pozisyonları verilmiştir. Buna göre; kriz döneminde bu ülkelerin tümünde net doğrudan yabancı sermaye girişi sağlanmıştır. Ancak, küresel krizi takip eden 2009 yılında Türkiye ve Brezilya’da net doğrudan sermaye girişi sağlanırken, Çin ve Rusya’da net doğrudan sermaye çıkışı gerçekleşmiştir.

Tablo 3.6: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Portföy Yatırımları (Milyon \$)

	Brezilya	Çin	Hindistan	Rusya	Türkiye
2001	76,99	-41293,68	2852,79	-653,05	-4515
2002	-5118,57	-38785,67	1022,42	2960,44	-593
2003	5307,53	-34000,07	8216,19	-4508,86	2465
2004	-4750,14	-39332,35	9037,08	622,88	8023
2005	4884,54	-31466,64	12144,11	-11379,01	13437
2006	9573,24	-26712,5	9545,71	15702,44	7373
2007	48390,37	-2732,8	35138,9	5552,73	717

2008	1133,13	-38151,4	-15076,98	-35436,69	-5046
2009	50283	-44170,72	0	-2966,79	196

Kaynak: IFS, 2010

BRIC ülkeleri ve Türkiye'deki net portföy yatırım pozisyonları Tablo 3.6'da yer almaktadır. Brezilya'da en yüksek net portföy yatırımları girişi küresel krizden bir önceki yılda (2007) 48390,37 milyon Dolar olarak gerçekleşmiştir. 2008 küresel kriz yılında ise net portföy yatırımı girişi daha düşük gerçekleşmiştir. Hindistan'da kriz öncesi dönemlerde net portföy yatırımları giriş niteliğinde iken, 2008 yılında net bu yatırım türünde sermaye çıkışı yaşanmıştır. Çin'de ise ele alınan tüm dönemler net portföy yatırımı çıkışı olduğu görülmektedir. Rusya'nın portföy yatırımında kriz öncesi 2007 yılında 5552,73 milyon Dolarlık net giriş, 2008 yılında ve 2009 yılında, sırasıyla, -35436,69 milyon ve -2966,79 milyon Dolarlık net çıkış gerçekleşmiştir. Yani, 2007 yılında kriz öncesinde varlıkların fazla verdiği; bunun aksine kriz dönemi ve kriz sonrası dönemde yükümlülük fazlası olduğu görülmektedir.. Türkiye'nin net portföy yatırımlarında ise genellikle varlıkların fazla verildiği görülmekle beraber; kriz döneminde -5046 milyon Dolar ile yükümlülüklerin fazla verdiği görülmektedir. Yani, kriz döneminde Türkiye'den net portföy yatırımında çıkış gerçekleşmiştir.

Tablo 3.7: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Finansal Türevler (Milyon \$)

	Brezilya	Çin	Rusya
2001	-471,02	5083,26	0
2002	-356,2	6611,72	12,92
2003	-151	10047,1	640,39
2004	-677,42	5692,86	-99,61
2005	-39,95	3920,44	-232,96
2006	383,18	3337,8	-99,41
2007	-710,26	5573,9	331,67
2008	-312,35	8126,46	-1369,96
2009	156,23	3308,06	-3243,78

Kaynak: IFS, 2010

Tablo 3.7' de BRIC ülkelerinden Brezilya, Çin ve Rusya'daki net finansal türev değerleri yer almaktadır. Brezilya'da kriz öncesi net finansal türevlerde 2006 yılı hariç

yükümlülük fazlası olduğu, kriz döneminde bu yükümlülük fazlasının devam ettiği görülmektedir. Çin’de net finansal türevleri girişi olduğu göze çarpmaktadır. Rusya’da ise bu durumun tersi bir durum mevcuttur.

Tablo 3.8: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

	Fransa	Almanya	Japonya	İspanya	ABD
2001	-33,09	-16,13	-48,16	18168,6	405,16
2002	-20,29	-40,75	-63,38	17781,8	504,2
2003	13,53	-71,61	71,92	4352,62	531,36
2004	-6,26	-152,98	22,5	36964,4	529,53
2005	-9,48	-164,42	-122,68	73884,8	686,62
2006	40,61	-221,74	-102,34	107926	806,77
2007	40,36	-300,95	-187,24	138614	638,28
2008	27,99	-289,11	-172,62	152192	582,7
2009	93,15	-185,87	-130,15	85772,6	268,24

Kaynak: IFS, 2010

Sermaye hareketlerinin küresel finansal kriz dönemi öncesi, finansal kriz dönemi ve kriz sonrası dönemindeki gelişimini incelemek üzere gelişmiş ülkelerden Fransa, Almanya, İspanya, Japonya ve ABD’nin net toplam sermaye pozisyonları Tablo 3.8’ de verilmiştir. İspanya ve ABD’ye 2001-2008 döneminde net toplam sermaye girişi gerçekleştiği görülmektedir. Yani bu iki ülkede net sermaye hareketlerinin oluşumunda yer alan varlıklarının yükümlülüklerinden fazla verdiği sonucunu çıkarabiliriz. Fransa’da 2006 yılı ve sonrasında net toplam sermaye girişi gerçekleşmiştir. Almanya ve Japonya’dan ele alınan tüm dönemlerde net sermaye çıkışı gözlenmektedir.

Tablo 3.9: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Doğrudan Yatırımlar (Milyon \$)

	Fransa	Almanya	Japonya	İspanya	ABD
2001	-36,62	-13,08	-32,31	-4725,7	24,67
2002	-1,04	33,98	-22,93	6339,7	-70,09
2003	-10,32	25,78	-22,53	-3151,7	-85,81
2004	-24,07	-29,76	-23,15	-36712,4	-170,26
2005	-28,83	-30,48	-42,22	-17349,5	76,4
2006	-39,58	-62,57	-56,95	-72311,2	-1,77
2007	-68,78	-86,39	-51,31	-72863	-142,79
2008	-100,63	-112,22	-106,27	-99,7	-22,81
2009	-87,1	-25,75	-62,79	-1233,72	-133,97

Kaynak: IFS; 2010

Tablo 3.9’da ele alınan bu gelişmiş ülkelerin net doğrudan yabancı yatırım pozisyonları yer almaktadır. Bu ülkelerin hepsinden net doğrudan yabancı yatırım çıkışlar gerçekleşmekte olduğunu, yani doğrudan yabancı yatırımların kaynağını oluşturduklarını söyleyebiliriz. Bu ülkelerden, net doğrudan yabancı sermaye çıkışının en fazla gerçekleştiği yıl, küresel krizin gerçekleştiği 2008 yılıdır. Krizden bir sonraki yılda ise İspanya ve ABD’de net doğrudan sermaye çıkışı artarken, diğer üç ülkede azalma gerçekleşmiştir.

Tablo 3.10: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Portföy Yatırımları (Milyon \$)

	Fransa	Almanya	Japonya	İspanya	ABD
2001	21,45	26,69	-46,29	-17020,5	337,7
2002	-7,88	63,52	-105,97	5016	379,04
2003	6,13	60,6	-95,11	-46069,8	427,03
2004	-66,14	19,25	22,95	102035,2	689,98
2005	-18,4	-35,66	-13,27	53357	574,5
2006	-134,1	-22,37	127,52	232428,2	627,84
2007	-168,49	201,26	73,13	118171,8	765,86
2008	50,1	48,08	-292,6	5088,2	805,95
2009	373,03	-127,61	-216,5	73055,29	-26,8

Kaynak: IFS, 2010

Tablo 3.10’da ele alınan bu gelişmiş ülkelerdeki net portföy yatırımları verilmiştir. Fransa’da kriz öncesi dönemlerde net portföy yatırımında çıkış gözlenirken, 2008 ve 2009 yılında durum tersine dönmüştür. Net portföy yatırımı Almanya kriz dönemi öncesine bakıldığında, genellikle varlıkların fazla olduğu görülmektedir. 2009 yılında ise Almanya’dan -127,61 milyon Dolarlık net portföy akımı çıkışı gerçekleşmiştir. Japonya’da 2006 ve 2007 yıllarında net portföy yatırımı girişi varken 2008 ve 2009 yıllarında net portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Gerek kriz öncesi olsun gerekse kriz sonrası dönem olsun İspanya’ya net portföy yatırımı girişi yaşanmıştır. Ancak, kriz sonrası dönemde daha düşük gerçekleşmiştir. ABD’de, 2008 yılına kadar net portföy girişi varken, 2009 yılında çıkışa dönüşmüştür.

Tablo 3.11: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Net Finansal Türevler (Milyon \$)

	Fransa	Almanya	Japonya	İspanya	ABD
2001	2,29	6,05	1,39	-269,38	0
2002	5,3	-1,14	2,48	-4719,98	0
2003	-7,05	-2,38	5,58	-3784,94	0
2004	6,21	-9,37	2,41	74,04	0
2005	6,36	-12,02	-6,53	272,77	0
2006	4,19	-7,77	2,46	2526,93	29,71
2007	58,96	-118,54	2,8	-5914,56	6,22
2008	-16,66	-40,99	24,79	-11801,5	-32,95
2009	-1,96	26	10,55	-7715,66	50,8

Kaynak: IFS, 2010

Tablo 3.11’de yer alan net sermaye hareketlerinin bir diğer türü olan net finansal türevlere ilişkin değerler yer almaktadır. Japonya’da 2005 yılı hariç diğer yıllarda net finansal türev niteliğinde sermaye girişi yaşanmıştır. Özellikle kriz yılında belirgin bir artış gerçekleşmişti. İspanya’da ise Japonya’nın aksine kriz öncesi ve sonrası dönemde bu alanda net sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Özellikle, bu çıkış küresel krizde daha belirgin olmuştur. Almanya’da benzer durum söz konusudur. Fransa ve ABD’de kriz öncesi yıllarda finansal türevler net giriş pozisyonunda iken, küresel kriz yılı ve sonraki yıl tersine net çıkış niteliğine dönüşmüştür.

3.4. Sermaye Hareketleri Oynaklık Düzeyi Karşılaştırması

Bu bölümde 2001-2010 dönemi için gelişmekte olan ülkelerde ve gelişmiş olan ülkelerde sermaye hareketlerinin standart sapmaları¹⁹ hesaplanarak, sermaye hareketlerinin oynaklık düzeyi bu ülkeler için karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin net toplam sermaye hareketlerini oluşturan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve finansal türevler olmak üzere tüm sermaye hareketlerinde oynak düzeyi karşılaştırmasına yer verilmektedir. Bu amaçla, önceki bölümlerde çalışmaya dahil edilen gelişmekte olan ülkelere beş adet ülke, gelişmiş

¹⁹Standart sapma, bir dağılımda, varyans birim değerlerin aritmetik ortalamadan farklarının karelerinin toplamının birim sayısından bir eksiğine bölümüdür. Standart Sapma da, varyansın pozitif kareköküdür. Sapma, bir serinin herhangi bir "X" değişkeni ile ortalaması arasındaki farktır.

ülkelerden de beş adet toplamda 10 adet ülke seçilmiştir. Bunlar; gelişmekte olan ülke konumunda olan Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Türkiye; gelişmiş ülke konumunda da Fransa, İspanya, Almanya, Japonya ve ABD'dir. Değişkenler uluslararası finans istatistiklerinde (IFS) seçilmiş olup 2001:Q1-2010:Q1 dönem aralığı kullanılmıştır.

Standart sapmanın küçük olması; ortalamadan sapmaların ve riskin az olduğunun, tersine büyük olması da ortalamadan sapmaların ve riskin çok olduğunun, yani yüksek oynaklığın göstergesidir. Menkul kıymetler piyasasında standart sapma; fiyatlardaki dalgalanmayı ölçen istatistiksel bir göstergedir. Fiyatlar durgun bir görünüm gösterdiğinde standart sapma düşük çıkmakta, aksine fiyatlar dalgalanma gösterdiğinde de standart sapma büyümektedir.

Ele alınan dönem aralığında bu ülke grupları için varyans katsayıları hesaplanmış olup, bu ülkelerin her birine ait doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve finansal türevler şeklinde sermaye hareketleri türleri için ayrı ayrı elde edilen sonuçlar Tablo 3.12'de verilmiştir.

Tablo 3.12: Sermaye Hareketlerinin Varyans Katsayıları

Gelişmekte olan ülkeler	Sermaye Hareketleri Şekli	Varyans Katsayısı (%)
TÜRKİYE	Doğrudan yatırımlar	2298
	Portföy yatırımları	2590
	Finansal türevler	
BREZİLYA	Doğrudan yatırımlar	4770
	Portföy yatırımları	7841
	Finansal türevler	130
RUSYA	Doğrudan yatırımlar	4132
	Portföy yatırımları	5600
	Finansal türevler	584
HİNDİSTAN	Doğrudan yatırımlar	2023
	Portföy yatırımları	3804
	Finansal türevler	
ÇİN	Doğrudan yatırımlar	5586
	Portföy yatırımları	13021
	Finansal türevler	1365
<i>Gelişmiş ülkeler</i>		
ABD	Doğrudan yatırımlar	35
	Portföy yatırımları	85
	Finansal türevler	7
FRANSA	Doğrudan yatırımlar	11
	Portföy yatırımları	49

	Finansal türevler	12
ALMANYA	Doğrudan yatırımlar	17
	Portföy yatırımları	33
	Finansal türevler	13
İSPANYA	Doğrudan yatırımlar	10621
	Portföy yatırımları	22963
	Finansal türevler	2623
JAPONYA	Doğrudan yatırımlar	9
	Portföy yatırımları	67
	Finansal türevler	4

Kaynak: IFS,2010

Tablo3.12'ye bakıldığında ve öncelikle gelişmekte olan ülkelerin sonuçları değerlendirildiğinde doğrudan yatırımlar içinde en yüksek değere sahip ülke Çin, en düşük doğrudan yatırım değerine sahip ülke ise Hindistan'dır. Bu durum Çin'de doğrudan yatırım değerlerinde ortalamadan sapmaların ve riskin çok olduğunu, Hindistan'da ise doğrudan yatırım değerlerinde ortalamadan sapmaların ve riskin az olduğunu göstermektedir. Portföy yatırımları içinde en yüksek değere sahip ülke Çin, en düşük portföy yatırım değerine sahip ülke ise Türkiye'dir. Bu durum Çin'de portföy yatırım değerlerinde ortalamadan sapmaların ve riskin çok olduğunu, Türkiye'de ise portföy yatırım değerlerinde ortalamadan sapmaların ve riskin az olduğunu göstermektedir. Oynaklık düzeyi araştırması yapılan gelişmekte olan ülkelere Çin, Bölüm 3.2.3'de yer verilen sermaye hareketleri kontrolü uygulayan ülkelere biri olmasına rağmen diğer ülkelere göre (Rusya, Brezilya, Hindistan ve Türkiye) en yüksek doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve finansal türev değerlerine sahiptir. Bu durum Bölüm 3.3' de yer verilen net sermaye hareketleri Tablo 3.4' e göre; 2008 yılında diğer ülkeler içinde tek Çin artış gösteren ülkedir

Tablo 3.12 bakıldığında ve Gelişmiş ülkelere ait sonuçlar karşılaştırıldığında ise, en yüksek değere sahip ülke İspanya'nın olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, İspanya'da doğrudan yatırımlarda, portföy yatırımlarında ve finansal türevlerde risk yüksek ve ortalamadan sapmalar fazladır. Buna göre; İspanya sermaye hareketleri kontrolü uygulayan bir ülke olmasına rağmen ele aldığımız gelişmiş ülkelerin (Fransa, Almanya, Japonya, ABD) içinde krizden büyük ölçüde etkilenen ülkedir. Bu durum Bölüm 3.3' de yer verilen net sermaye hareketleri Tablo 3.8'e göre; 2008 yılında artış gösteren ülkedir.

3.5. Vektör Otoregresyon (VAR) İle Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği

3. bölümde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin net sermaye hareketlerinin, doğrudan yatırımlarının, portföy yatırımlarının oynaklığı incelenmiştir. Gelişmiş olan ülkelere İspanya'nın oynaklığı yüksek, geri dönüşünün riskli olduğu sonucu elde edilirken, gelişmekte olan ülkelere ise Çin'in oynaklık düzeyleri yüksek, riski fazla çıkmıştır. Bu bölümde, Vektör Otoregresyon (VAR) yöntemi ile Türkiye'de 2001:Q1-2010:Q1 dönemi verileri kullanılarak net sermaye hareketleri ile doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarının birbirleri ile etkileşimleri incelenecektir. Ayrıca küresel finansal krizin Türkiye'de net sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılacaktır.²⁰ Bu amaçla VAR tahmin yönteminde kullanılan Etki- Tepki Fonksiyonları, Varyans Ayırıştırması ve Nedensellik Testi sonuçlarına yer verilecektir.²¹

VAR Tahmin Yöntemi:

Vektör otoregresyon (VAR); tek değişkenli AR modellerinin çok değişkenli durumudur. Yani çoklu zaman serileri arasındaki gelişimi ve karşılıklı bağımlılığı veren ekonometrik tahmin yöntemidir. Bu yüzden bu yöntemde değişkenler kendi geçmiş değerlerinin yanında diğer değişkenlerin geçmiş değerlerine bağlı olarak da tahmin edilebilir. Yani örneğin y_{1t} ve y_{2t} iki zaman serisi değişkenin ayrı ayrı otoregresyon modeli oluşturulabilir. Ancak, her ikisi de kendi gecikmeli değerlerine bağlı kalacaktır. Bu yüzden bu modellerin birbiri ile ilişkilerini inceleyen iki değişkenli veya daha fazla olan VAR kullanılmalıdır.

İki değişkenli VAR, şu şekilde yazılabilir:

$$Y_t = \beta_{10} - \beta_{12} x_t + y_{11} y_{t-1} + y_{10} x_{t-1} + e_{yt}$$

$$X_t = \beta_{20} - \beta_{21} x_t + y_{21} y_{t-1} + y_{22} x_{t-1} + e_{xt}$$

Bu denklemler sisteminde sistemde, y_t ve x_t değişkenlerinin durağan seriler olduğu varsayılmaktadır. e_{yt} ve e_{xt} , standart sapmaya sahip ve birbiriyle korelasyon ilişkisi olmayan white-noise bozucu terimleridir. Bu denklemler gecikme değerleri 1

²⁰ Bölümün oluşturulmasında Çeviş (1998) 'den yararlanılmıştır.

²¹ Bu bölümde kullanılan testlerin yorumlanmasında Studenmund (2006)' dan yararlanılmıştır.

olduğu için birinci derece vektör otoregresyon oluşturmaktadırlar. Bu denklem sistemini daha kullanışlı hale getirmek için, denklemleri indirgenmiş kalıp denklemleri modeline dönüştürülür ve standart VAR tahmin sonuçları elde edilir. Standart VAR;

$$x_t = \alpha_{10} + \alpha_{11} y_{t-1} + \alpha_{12} x_{t-1} + u_{1t}$$

$$Y_t = \alpha_{20} + \alpha_{21} y_{t-1} + \alpha_{22} x_{t-1} + u_{2t}$$

u_{1t} ve u_{2t} sıfır ortalamaya sahip olduğu için ve e_{yt} ile e_{xt} white noise olduğu için sabit varyansa sahiptir.

Tahmin modelimizde üç adet değişken yer almaktadır. Bunlar; net sermaye hareketleri, net doğrudan yatırımlar ve net portföy yatırımlarıdır. Değişkenlere ait veriler, Uluslararası Finans İstatistikleri (IFS)'den üç aylık dönemler şeklinde ve Dolar bazında alınmıştır. Değişkenlere ait veriler, Bölüm 2'de incelenen kriz dönemine rağmen gelişme gösteren ülkeler arasında yer alan Türkiye örneğinde 2001:Q1-2010:Q1 dönemini kapsamaktadır. Toplam sermaye hareketleri arasında yer alan finansal türevlerin Türkiye ait değerleri sıfır olmasından dolayı, finansal türev şeklindeki sermaye hareketlerine çalışmada yer verilmemiştir. Modelde yer verilen değişkenler;

- TR : Net sermaye hareketleri
- TRDY : Doğrudan yatırımlar
- TRPY : Portföy yatırımları şeklinde sembolize edilmiştir.

VAR denklemleri ekonomik yoruma açıklık vermediğinden dolayı değişkenler arasındaki ilişkiler varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonu aracılığıyla incelenmektedir. Bu yüzden sırası ile değişkenlerimiz arasındaki ilişkileri bu fonksiyonlar ile incelememiz gerekmektedir.

Durağanlık testi;

VAR yönteminde serilerin durağan olup olmadıklarının analiz için Augmented Dickey-Fuller (ADF) Türkiye için durağanlık testi uygulanmıştır. Buna göre;

$$Y_t = pY_{t-1} + u_t$$

H1: $p < 0$ ise seride birim kök yoktur, yani seri durağandır.

H0: $p \geq 1$ ise seride birim kök vardır, yani seri durağan değildir.

Tablo 3.13: Birim Kök Testi

Değişken	β_1 Değeri	t-istatistik değeri	ADF *
TR	0,35	-2,79	-2,94
TRDY	-0,20	-1,54	-2,95
TRPY	-0,68	-4,31	-2,94

*%5 kritik değeri.

Tablo 3.13' de elde edilen sonuçlara göre; modelde yer alan bütün değişkenlere ait seriler birim kök içermemektedir, yani durağandır.

VAR Tahmin Sonuçları :

VAR modelinin genel yapısına önceki bölümlerde değinilmiştir. Buna göre; modelimizi şu şekilde oluşturabiliriz.

$$TR_t = a_0 + a_1 TR_{t-1} + a_2 TRDY_{t-1} + a_3 TRPY_{t-1} + a_4 TRDY_{t-1} + U_{1t}$$

$$TRDY_t = b_0 + b_1 TR_{t-1} + b_2 TRDY_{t-1} + b_3 TRPY_{t-1} + b_4 TRDY_{t-1} + U_{2t}$$

$$TRPY_t = c_0 + c_1 TR_{t-1} + c_2 TRDY_{t-1} + c_3 TRPY_{t-1} + c_4 TRDY_{t-1} + U_{3t}$$

Tahmin sonuçları Tablo 3.14'de verilmektedir. Buna göre, TR denklemindeki TRPY-1'e ait tahmin katsayısı istatistiksel ve işaretli olarak anlamlıdır. Buna göre, t-1 dönemindeki portföy yatırımları, t dönemindeki net sermaye hareketleri üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Yani, teorik olarak beklenildiği gibi, portföy yatırımlarındaki hareketlilik, sermaye hareketleri üzerinde aynı yönlü etkiye sahiptir. Ayrıca, TRPY denklemindeki TRDY-1'e ait tahmin katsayısı istatistiksel ve işaretli olarak anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla, t dönemindeki portföy yatırımları geçmiş dönem doğrudan yabancı yatırımlardan aynı yönde etkilenmektedir. Bunun yanı sıra, önceki dönem portföy yatırımlarının, cari dönem portföy yatırımlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

TABLO 3.14: VAR Modeli Parametre Tahmin Değerleri

	TR	TRDY	TRPY
TR (-1)	0.184* (0.769)**	0.031 (0.378)	-0.219 (-2.049)
TRDY (-1)	0.987 (1.827)	0.133 (0.722)	0.850 (3.513)
TRPY (-1)	1.249 (2.649)	0.107 (0.667)	0.821 (3.890)

Akaike Bilgi Kriter Değeri: 55.467 Schwarz Kriteri Değeri:56.409

*Katsayı tahmin değeri

**t-istatistik testi değeri

Granger nedensellik testi;

Değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek için kullanılan Granger nedensellik testinin ilk aşaması, durağanlık testidir. Durağanlık analizi yapıldıktan sonra, nedensellik testi analiz yapılır. Granger Nedensellik Test sonuçları Tablo 3.14, Tablo 3.15 ve Tablo 3.16’da verilmiştir.

Tablo 3.15’e göre; F testi-değerine bakıldığında “TR Granger Nedeni değildir KRİZ” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilemezken, “KRİZ Granger Nedeni değildir TR” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilmektedir. Yani KRİZ’den TR’ye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi vardır. Bu sonuca göre küresel finansal kriz, Türkiye’deki net sermaye hareketlerinde meydana gelen değişmelerin bir nedenidir.

TABLO 3.15: TR-KRİZ Granger nedensellik testi

Sıfır hipotezi	F-test	Olasılık
KRİZ granger nedeni değildir TR	8.447	0.013
TR granger nedeni değildir KRİZ	1.188	0.319

Tablo 3.16’de yer alan sonuçlara göre; “TRDY Granger Nedeni değildir KRİZ” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilemezken, “KRİZ Granger Nedeni değildir TRDY” şeklindeki sıfır hipotezi F testine göre reddedilmektedir. Yani KRİZ’den TRDY’e doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi vardır. Dolayısıyla, küresel finansal kriz Türkiye’deki net doğrudan yatırımları etkilediği sonucuna ulaşılabilir.

TABLO 3.16: TRDY-KRIZ Granger nedensellik testi

Sıfır hipotezi	F-test	Olasılık
TRDY granger nedeni değildir KRIZ	0.443	0.723
KRIZ granger nedeni değildir TRDY	1.088	0.371

Tablo 3.17'ye bakıldığında, F test değerine göre “TRPY Granger Nedeni değildir KRIZ” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilemezken, “KRIZ Granger Nedeni değildir TRPY” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilmektedir. Yani KRIZ'den TRPY' e doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi vardır. Yani, küresel finansal kriz ayanı zaman da Türkiye' deki portföy yatırımlarında meydana gelen değişimin bir nedenidir.

TABLO 3.17: TRPY-KRIZ Granger nedensellik testi

Sıfır hipotezi	F-test	Olasılık
TRPY granger nedeni değildir KRIZ	0.931	0.405
KRIZ granger nedeni değildir TRPY	2.613	0.090

Varyans ayrıştırması sonuçları:

Varyans ayrıştırması, içsel değişkenlerden birisinde meydana gelen değişimin tüm içsel değişkenleri etkileyen ayrı şoklar olarak ayırır ve ne kadarının kendisine ait bir şoktan tarafından ne kadarının diğer değişkenlere verilen şoklar tarafından olduğunu gösterir.

TABLO 3.18: Varyans Ayrıştırması (10.periyod)

Varyansın açıklandığı değişkenler	Varyansı Açıklayan Değişkenler		
	TR	TRDY	TRPY
TR	86.31838	2.893577	10.78804
TRDY	47.22907	49.13231	3.638619
TRPY	22.60692	14.78710	62.60597

10 dönemden oluşan varyans ayrıştırma sonuçlarına göre; ilk dönem net sermaye hareketleri değişkenindeki değişkenliğin tamamı kendi değişkenliği ile açıklanmaktadır. Dönem uzunluğu artıkça doğrudan yatırımlara kıyasla, portföy yatırımlarındaki değişkenliğin net sermaye hareketlerindeki önemi giderek artmaktadır. Ayrıca, tüm 10 dönemde doğrudan yatırım değişkenindeki değişikliğin kendisinden kaynaklansa da dönemler ilerledikçe net sermaye hareketlerinin ve portföy yatırımlarında ki değişikliğin etkisinin arttığı ve doğrudan yatırımların kendisindeki değişikliğe olan etkisinin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bir başka önemli bulgu, portföy yatırımları da doğrudan yatırımlar gibi önemli ölçüde kendilerinde meydana gelen değişimlerle açıklanmıştır.

Etki- tepki fonksiyonu sonuçları:

Etki-tepki fonksiyonları değişkenlerden birisinde meydana gelen şokun, diğer değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek için kullanılır. Yani VAR analizinde her değişkende meydana gelen yapısal şoklara verdikleri dinamik tepkiler ortaya konmaktadır.

Modelimizdeki değişkenlere ait olan etki-tepki fonksiyonlarından elde edilen sonuçlar Grafik 3.1’de verilmektedir. Bu grafik, her değişkene verilen bir birimlik şokun standart sapma şokuna olan tepkisini göstermektedir. Grafik 3.1’e bakıldığında, toplam sermaye hareketlerinde (TR) meydana gelen bir birimlik değişime diğer değişkenlerin göstermiş olduğu tepki yer almaktadır. Buna göre, doğrudan yabancı yatırımlar (TRDY) ilk dönemlerde negatif tepki gösterirken, ikinci dönemde pozitif tepki göstermeye başlamış, daha sonraki dönemlerde dalgalı bir tepki grafiği ortaya çıkmıştır. Doğrudan yatırımlar, toplam sermaye hareketlerinde meydana gelen bir birimlik değişime sekizinci dönemden itibaren negatif tepki vermeye başlamıştır. Portföy yatırımları ise, (TRPY) ilk üç dönemde negatif tepki gösterirken, beşinci dönemden itibaren portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlarda meydana gelen bir birimlik değişikliğe olan tepkisi durağanlaşmıştır.

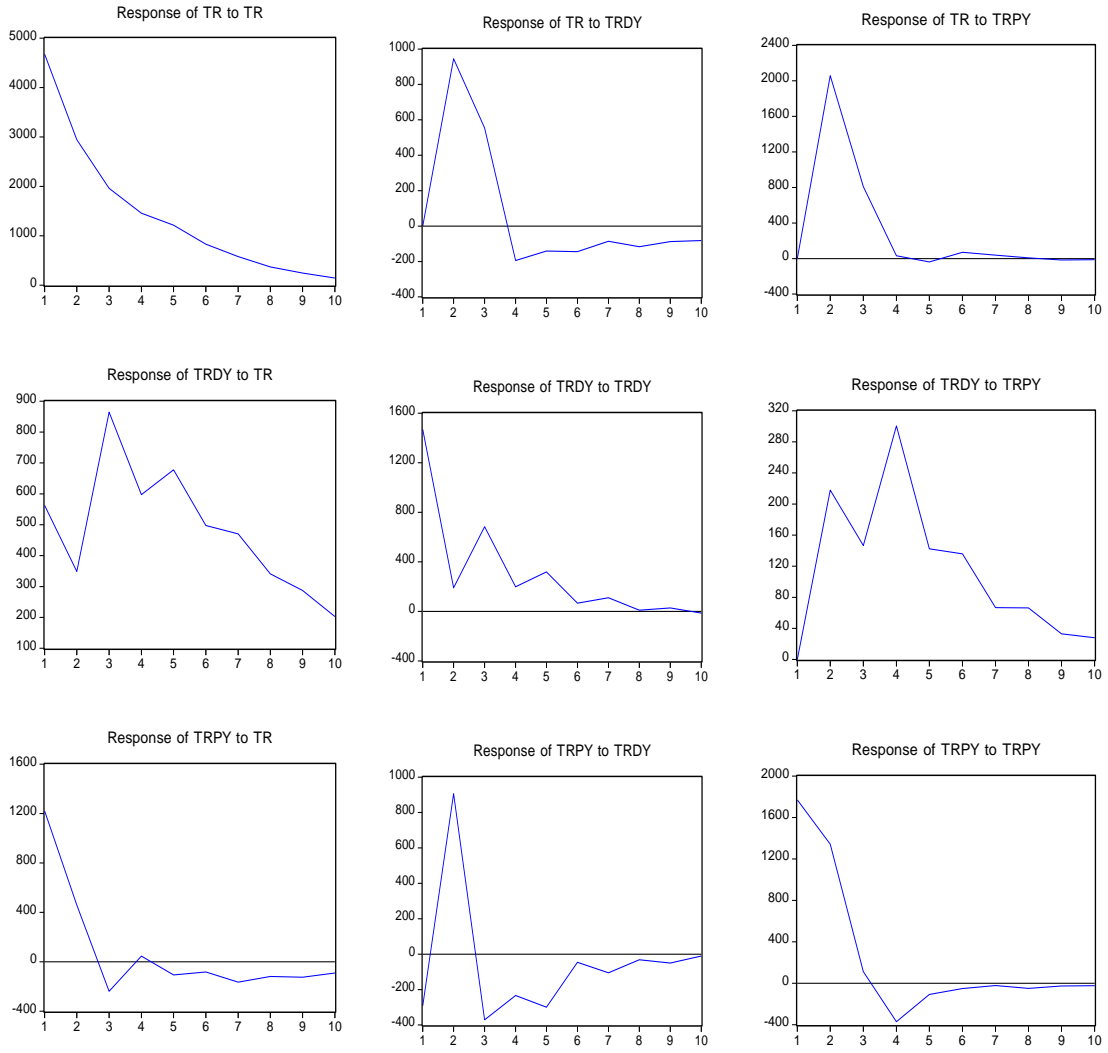
Grafik 3.1 ayrıca, doğrudan yatırımlarda meydana gelen değişikliğe toplam sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının verdiği tepkiyi de vermektedir. Buna göre; doğrudan yatırımlarda (TRDY) meydana gelen değişiklikten dolayı toplam sermaye hareketleri (TR) ve portföy yatırımları (TRPY) ilk dönem pozitif, ikinci dönemde negatif tepki vermekte ve daha sonraki dönemlerde durağanlaşmaktadır. Buradan

doğrudan yatırımların, toplam sermaye hareketlerine (TR) ve portföy yatırımlarına (TRPY) etkisinin fazla olmadığı anlaşılmaktadır.

Grafik 3.1’de portföy yatırımlarında (TRPY) meydana gelen değişikliğe toplam sermaye hareketleri (TR) ve doğrudan yatırımların (TRDY) tepkisini de göstermektedir. Portföy yatırımlarında meydana gelen bir birim değişikliğe, doğrudan yatırımlarının (TRDY) vermiş olduğu tepkinin dalgalı bir biçimde olduğu, ayrıca toplam sermaye hareketlerinin (TR) pozitif ve negatif tepki verdiği ve dönem süresi uzadığında bu tepkinin durağanlaştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak, toplam sermaye hareketlerinde meydana gelen bir birimlik değişiklik son dönemlerde portföy yatırımlarında fazla bir tepkiye neden olmazken, aynı şekilde portföy yatırımlarındaki bir birimlik değişiklik toplam sermaye hareketlerinde büyük bir tepkiye neden olmamaktadır.

GRAFİK 3.1: Değişkenlerin Birbiri İle Etkileri



SONUÇ

ABD konut sektöründe başlayan ve 2008 Eylül ayında küresel bir kriz haline gelen bu krizin birçok makro ekonomik nedeni vardır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde boyutu ülkeden ülkeye farklılıklar gösteren bu krizin etkilerini azaltmak için para ve maliye politikaları uygulanmıştır.

Bu uygulamalardan sonra küresel tüm ekonomilerde 2009 yılının ikinci yarısından itibaren düzelmeler başlamıştır. Ancak tamamen düzelmeyi sağlamak bazı risklerden dolayı geç olmaktadır. Gelişmiş ülke ekonomilerinde büyüme ve istikrar tam sağlanamamıştır. Bu ülkelerde finans sistemi sorunların tam düzeltilememesinden ve kredi mekanizmalarında etkinlik olmadığından dolayı, tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış da risk oluşumuna neden olmuştur. Kriz döneminde artan işsizlikten dolayı hane halkı tüketimleri azalmış olup, bu toplam talepte de olumsuz etkiler oluşturmuştur.

Gelişmekte olan ülkelere kriz öncesi kadar büyüme sağlanamamıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde artan sermaye akımları doğru yönetilememekte ve bu da bu ülkeler için risk oluşturmaktadır. Ancak, mali politikaların ülkeler arasında farklılık göstermesinden dolayı bu durumda karışıklık ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler krizden düşük büyüme oranları, işsizlik, gelir dağılımında eşitsizliğin yanında dış yardımlar, işçi transferleri ve dış borç kanallarından da etkilenmiştir. Büyük ve borçluluk oranları yüksek olan ülkelere bağlı olan gelişmekte olan ülke ekonomileri krizden en fazla etkilenen ülkeler olmakla beraber Çin, Brezilya ve Hindistan krize rağmen büyüme oranlarını güçlendirmiştir. Gelişmekte olan ülkeler krizden çıkmayı sağlayacak kısa dönemli çözümlerin yanında, bu ülkelerin gelişimini ilerletecek çözümlere ihtiyaç duymaktadırlar

Küresel finansal kriz ile birlikte finansal kurumlarının işleyişinin, uygulanan düzenlemelerin ve uluslararası finansal uygulamaların önemi ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal düzenlemeler sadece bu ülkelerde değil, aynı zamanda uluslararası boyutta etkili olacaktır.

Finansal sistemin istikrarlı olması, uygulanacak makroekonomik politika araçları arasında yer alan maliye ve para politikalarına bağlıdır. Finansal kriz dönemlerinde bu

politikaların nasıl uygulanacağı ve hangisinin seçileceği veya hangi politika karmasının uygulanacağı finansal krizin türüne ve zamanlamasına bağlıdır.

Çalışmamızda da sermaye hareketlerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki hareketliliğine ve bu ülkelerde uygulanan para ve maliye politikaların etkinliğine yer verilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan ve kriz döneminde de yüksek büyüme oranları veren ülkelerden BRIC adını verdiğimiz Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin ile Türkiye incelenmiştir. Bunun yanı sıra gelişmiş ülkelere ise ABD, Fransa, Almanya, İspanya ve Japonya çalışmada yer verilmiştir. Ayrıca, bu ülkelerde uygulanan sermaye hareketleri kontrollerine yer verilmiştir. Günümüzde gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri giriş yönünde artmaktadır. Sermaye hareketlerinin etkilerine bakıldığında ekonomik istikrarı olumlu etkileyebildiği gibi, olumsuz etkilene yönlere de mevcuttur. Gelişmekte olan ülkelerde eğer yabancı sermaye girişi kamu borçlarının finansmanında kullanılırsa ülkelerin borç stoklarında artışlar gözlenebilir. Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesini itici ve çekici faktörler çerçevesinde ele almak mümkündür. Sermaye hareketleri kendi ülkesinden daha fazla getiri sağlayacak ülkelere yönelir. Ayrıca, işgücünün niteliği, nüfus, ekonomik politikalar gibi diğer belirleyici faktörleri de dikkat eder. Gideceği ülkelerde yüksek kar, hammadde karşılansında kolaylık, yeni Pazar arayışı ve mevcut pazarları genişletmek, verimli üretim elde etmeyi bekler. Gelişmekte olan ülkelerde okuma oranının düşük olması sermayenin ülkeye girişinin nasıl karşılanacağı düşüncesi bir risk faktörü olarak görülür. Böyle bir durum yatırımcılar için caydırıcı bir faktördür. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, ekonomik durgunluk, portföy çeşitlendirilmesi sermayenin gelişmekte olan ülkelere geçmesini sağlamıştır. Ancak, bunlar geçici nedenlerle gelişmiş ülkeleri terk etmekte ve ülkelerdeki yatırımların getirileri düzeldiği zaman gelişmiş ülkelere geri dönüş yapacaklardır.

Çalışmada, Türkiye örneğinde 2001:1-2010:1 dönemlerini kapsamak üzere toplam sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları arasındaki ilişki VAR tahmin yöntemi ile analiz edilmiştir. Ayrıca, küresel finansal krizin Türkiye’de sermaye hareketleri üzerinde etkisi olup olmadığının analizi için Granger Nedensellik testi uygulanmıştır. VAR analizinde, varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonları tekniklerine yer verilmiştir. Varyans ayrıştırması analizinde bir değişkendeki değişikliğin ne kadarının kendisinde, ne kadarının diğer değişkenlerde meydana gelen değişmelerce açıklandığı ortaya konurken, etki-tepki fonksiyonlarında ise

bir değişkendeki bir birimlik değişimin diğer değişkenlerce verilen tepki incelenmektedir. Etki-tepki fonksiyonları sonuçlarına bakıldığında; (TR) meydana gelen bir birimlik değişime doğrudan yatırımlar pozitif tepki gösterirken, daha sonraki dönemlerde negatif tepki vermeye başlamıştır. Portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlarda meydana gelen bir birimlik değişikliğe olan tepkisi durağandır. Toplam sermaye hareketleri (TR) ve portföy yatırımları (TRPY) etkisinin artık çok fazla olmadığını göstergesidir. Portföy yatırımlarında (TRPY) meydana gelen değişikliğe doğrudan yatırımların tepki düzeyi dalgalı, net toplam sermaye hareketleri ise durağandır.

Araştırmamızda Granger nedensellik testi ile krizin; toplam sermaye hareketleri (TR), doğrudan yatırımlar (DY) ve portföy yatırımları (PY) arasındaki nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Yapılan Granger nedensellik testi ile sermaye hareketlerinde meydana gelen değişikliklerin nedeninin kriz olduğu sonucuna ulaşılrken, toplam sermaye hareketlerini oluşturan doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımlarındaki değişmenin nedeninin de kriz olduğu sonucu elde edilmiştir.

Türkiye gelişmekte olan ülkeler içerisinde en düşük büyüme oranı sergileyen ülke olmuştur. 2000’li yıllarda istikrarlı olmayan bir büyüme göstererek gelişmekte olan ülkelerin ortalamasının altında kalmıştır. Ancak 2009 yılının son çeyreğinde %6 büyüme göstermiştir. Ekonomik istikrar ise uygulanan programların üretimi ve istihdamı etkileyecek ve kalıcı büyüme sağlayacak etkilerden uzak olmasından dolayı sağlanamamıştır. Yaşanan istikrarsız büyüme ile birlikte tüketici güveni kaybedilmiştir. Küresel finansal kriz dünyada tüm bankaları etkilerken, Türkiye’nin 2001 yılında yaşadığı bankacılık krizine karşı aldığı önlemler bu krize karşı daha dayanıklı olmasına neden olmuştur. Bu da Türkiye’de krizin, reel sektörü daraltan bankacılık sektörünü genişleten bir etki göstermesine neden olmuştur. Krizin etkileri kendisini Türkiye’de işsizlik oranlarında da göstermiştir. Kriz döneminde bu oran %14 olmuştur, kriz sonrası dönem 2010 yılında %11’e gerilese de diğer ülkelere göre yüksektir. Küresel finansal kriz döneminde dünya dış ticaret hacmi daralmıştır. Ancak 2009 yılında Türkiye’nin dış ticaret hacminde gelişmiş ülkelerin ortalamasından daha fazla daralma yaşanmıştır. Çünkü yabancı sermaye hareketleri kriz döneminde daralma göstererek kur artışına neden olmuş, buna bağlı dış talep gerçekleşmemiş ve ihracat artırılmamış, ithalat azalmış ve dış ticaret hacmi daralmıştır. Bunun nedeni ise sıcak paranın ve sermaye hareketlerinin kontrolsüz olmasıdır. Tüm bu etkileri mikro düzeye indirebilmek için

kalıcı istikrar sağlanmalıdır. Bunun için kamu yatırımlarında; eğitim, sağlık, sosyal hizmetler ve istihdam sağlanmalıdır. Yani bunun için maliye ve para politikalarının etkinliğini artıran planlama yolu ile bir program hazırlanmalıdır. Programın amacı; iç tasarrufu sağlamak, istihdamı artırıcı önlemler almak, dengeli gelir dağılımını sağlamak, sektörler arasında yani reel ve finans sektörü arasında denge kurmak olmalıdır. Ancak böyle bir program ile istikrarlı ve dengeli büyüme sağlanabilir.

Sonuç olarak; tüm dünyada olduğu gibi küresel finansal krizden Türkiye’de etkilenmiştir. En ağır etkileri Türkiye ekonomisi reel sektöründe görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırmalı olarak yapılan Türkiye analizlerinde de büyüme, işsizlik oranı, dış ticaret hacminde meydana gelen bozulmalarda ilk sıralarda yer alan ülkeler arasında yer almaktadır. Bahsedilen ekonomik göstergelere bakıldığında Türkiye ekonomisinin sorunu dengeli ekonomik büyümeyi yakalayamamasıdır. Bunun nedenleri ise iyi bir ekonomik program uygulanamamasıdır. Türkiye’de krizin etkilerini ortadan kaldırmak için ilk olarak finans piyasaları canlanmalı ve istikrarlı büyümeyi sağlayacak bir ekonomik program uygulamalıdır.

KAYNAKLAR

- Açıkgöz, E. (2006). *Uluslar arası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği*, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak.
- Afşar, M. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Bankacılık Sektörü, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, C.4, S:1-2,s.89-107, Ocak-Temmuz 2004.
- Akçay, B. (2010). Mali Piyasalarda Kamu Destekli Kurumlar, *Maliye Dergisi*, 158: 35-54.
- Akçay, M.A., (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye Ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*, DPT, Yıllık Programlar Ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Mali Piyasalar Daire Başkanlığı, No:2483
- Akın, F., Ece, N. (2009). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme*, Cilt:XXVII, Sayı:II, s.153-168.
- Akyüz, Y. (1999). *Capital Flows to Developing Countries and The International Financial System*, No.143.
- Akyüz, Y. (2009). *The Management of Capital Flows and Financial Vulnerability in Asia*, Essays in TWN Global Economy Series, 17.
- Alantar, D. (2008). *Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme*, Maliye Bakanlığı Bütçe ve Maliye Kontrol Genel Müdürlüğü, s.1-9.
- Berksoy, T. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası Yay., No:58, İstanbul.
- Birdal, M. (2009). Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri. EconAnadolu, *Anadolu International Conference in Economics*, Eskişehir
- Coşgun, D. (2006). *Uluslar arası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Afyon.
- Cural, M. (2010). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesinin 1980 Sonrası*

- Dönemde Gelişimi ve Finansmanı*, Marmara Üniversitesi, İİBF Dergisi
Cilt:XXIX, Sayı:II, s.173-195.
- Çetin, M. Ş. (2008). *Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği*, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Çeviş, İ. (1998). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Analizi ve Türkiye Örneği*, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Danacı, C. ve Ceyhan, M. (2009). *Küresel Finansal Krizin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ve Krizden Çıkış Politikaları*, İnönü Üniversitesi, İİBF, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Doğruok, V.T (2010). Küresel Mali Kriz, *Politika Dergisi*, Sayı:22.
- Eğilmez, M. (2009). *Küresel Finansal Krizi, Piyasa Sisteminin Eleştirisi*. 5.Basım, İstanbul.
- Erdoğan, B. (2006). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri*, Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş.
- Erdönmez, P.A. (2009). *Bankacılar Dergisi*, 68: 85-101.
- Esen,O. (2011). Zorunlu Karşılıklar, www.birgun.net (28.03.2011).
- Gök, B. (2008). *Türkiye’de Cari Açık ve Kısa Süreli Sermaye Hareketleri*, Mersin Üniversitesi, Sosyal bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Mersin.
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi..
- Karacasulu, N. (Temmuz, 2000). *Uluslar arası Teknoloji Transfer Süreci ve Yöntemleri*, İİBF, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Karagöz, H. (2009). *Küresel Ekonomik Kriz ve Alınan Ekonomik Tedbirler Önlemler*, Etüd Araştırma Servisi, Konya Ticaret Odası, Konya.
- Kaya, Y.T. (1998). *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi Türkiye Örneği*, İstanbul.

- Kenc, T., Diboğlu, S. (2009). *The 2007-2009 Financial Crisis, Global Imbalances and Capital Flows: Implications for Reform*, Central Bank of Turkish Republic.
- Kesik, A. (2008). *Uluslar arası Piyasalarda Spekülatif Para ve Sermaye Hareketliliği ve Tobin Vergisi, Carry Trade, Hedge Fonlar ve Diğer Spekülatif Hareketler*, Maliye Bakanlığı, Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.
- Moreno, (2000). Uluslararası Sermaye Hareketleri, www.ekodialog.com
- Özatatay, F. (2010). *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Yayıncılık, İstanbul.
- Öztürk, S. (2010). *Küreselleşme ve Küresel Ekonomik Kriz: Krizin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkilerinin Karşılaştırılmalı Analizi*, Süleyman Demirel Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 11.
- Studenmund, A. H. (2006). *Using Econometrics*, Pearson, Fifth Edition.
- Şen, A., Saray M.O. (2008). *Küresel Krizler Ve Gelişmekte Olan Ülkeler: İstikrar İçinde Büyümenin Zorlukları Nasıl Aşılır?*, İnönü Üniversitesi, İİBF.
- Şen, E. (2012) T.C Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Asya-Pasifik ve Amerika Dairesi, *Brezilya Ülke Raporu*, Ankara.
- Şimşek, A.R. (2007). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir, ss. 32-50.
- Şimşek, H.A. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme*, C.13, s.183-208.
- Taylor, J.B. (2009). *The Financial Crisis and Policy Responses: An Amprical Analysis of What Went Wrong*, NBER Working Paper, 14631.
- Tokucu, E., Sarıdoğan E. (2010). *Kriz ve Maliye Politikalarının Geri Dönüşü Çerçevesinde Fonksiyonel Maliye: Bir Literatür Taraması*, Cilt:XXIX, Sayı:II, s.77-98.
- Toron, V. (1999). *Uluslararası Sermaye Hareketleri, Küreselleşme ve Kriz*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ünal, A., Kaya, H. (2009). *Küresel Kriz ve Türkiye*, Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi, İstanbul.

Yörük, N. (2010). *Küresel Finansal Krizin Doğrudan Yabancı Yatırım Akışlarına Etkisi*, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İİBF.

Zekey, A.H. (2010). *Krizden Çıkış İçin Politikalar: Yeşil Ekonomik Düzen*, Öğ. Alb. Kara Harp Okulu Dekanlığı, Sistem Yönetim Bilimleri Bölümü, Ekonomi Anabilim Dalı, Ankara.

(2009). Küresel Finansal Krizin BRIC-T Ülkelerine Etkileri: Likidite Daralmasının Etkileri, *12. İktisat Öğrencileri Kongresi*, İzmir.

İnternet Siteleri:

www.wikipedia.com/menkulkıymetlestirme

www.ecopedia.com/parapolitkası

Devlet Planlama Teşkilatı; www.dpt.gov.tr *Uluslararası Ekonomik Göstergeler (2010)*

Uluslararası Para Fonu; www.imf.org

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü; www.unctad.org *statistics/unctadstat (2011)*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası; www.tcmb.gov.tr /*yayınlar*

Strateji Geliştirme Başkanlığı; www.sgb.gov.tr

Uluslar arası Finans Sistemi; www.ifsworld.com

Ekonomik ve Kalkınma İşbirliği Örgütü; www.oecd.org

ÖZGEÇMİŞ

ÖVGÜ IRMAK ŞAHİN

Tel: 0 (258) 212 77 13

0 (536) 282 83 68

Adres: Çamlaraltı Mah. 6078 Sok. Park Sitesi B Blok Kınıklı/DENİZLİ
ovgushn@hotmail.com

Doğum Tarihi : 14,04,1986

Doğum Yeri : Denizli

Uyruğu : T.C.

Medeni Hali : Bekar

Eğitim Durumu :

2009-2011

Pamukkale Üniversitesi (Denizli)

İktisat Yüksek Lisans Eğitimi

2004-2009

İzmir Ekonomi Üniversitesi (örgün 4+1) (İzmir)

İngilizce Ekonomi Lisans Eğitimi

2010-

Anadolu Üniversitesi (İkinci Üniversite) (Eskişehir)

AÖF- Emlak ve Emlak Yönetimi

2000-2004

Anafartalar Yabancı Dil Ağırlıklı Lisesi (Denizli)

Hazırlık+sayısal bölüm

1997-2000

Pamukkale İlköğretim Okulu (Denizli)

1992-1997

Gazi İlköğretim Okulu (Denizli)

Yabancı Diller :

İngilizce

(Çok İyi Seviyede)

Almanca

(Orta Seviyede)

Staj :

2008

AKOVA TEKSTİL(Denizli)

Pazarlama Departmanı / ithalat-ihracat

2008

DEĞİRMENÇİ GRUP (Denizli)

Muhasebe

Aldığı Sertifikalar:

2006-2007

Bahar Dönemi Şeref Öğrencisi Belgesi

2007-2008

Güz Dönemi Şeref Öğrencisi Belgesi

2007

İZMİR EKONOMİ ÜNİVERSİTESİ

Kariyer Günleri Sertifikası

2008

İZMİR EKONOMİ ÜNİVERSİTESİ

Kariyer Günleri Sertifikası

2009

BEMAR (Kariyer Okulları)

Liderlik Becerileri ve CEO Training Sertifikası

Projeler:

2009

Bitirme Projesi

Portföy Seçimi ve CAPM Modeli

Bilgisayar Bilgisi :

* Microsoft Windows 98/XP

* Word – Excel – Power Point

İlgilenilen Alanlar:

Fotoğrafçılık, Takı Tasarımı, Puzzle, Gezi, Sinema, Kitap, Resim