

**T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**AVRUPA BİRLİĞİ'NE GİRİŞ SÜRECİNDE
TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE
EKONOMİK KRİZLER (2000-2010)**

DOKTORA TEZİ

MUSTAFA ÖZTÜRK

DANIŞMAN: Prof. Dr. NURAY ALTUĞ

İSTANBUL-2010

**T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**AVRUPA BİRLİĞİNE GİRİŞ SÜRECİNDE
TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE
EKONOMİK KRİZLER (2000-2010)**

DOKTORA TEZİ

MUSTAFA ÖZTÜRK

İSTANBUL-2010

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT POLİTİKASI Bilim Dalı Doktora öğrencisi
MUSTAFA ÖZTÜRK'İN AVRUPA BİRLİĞİ'NE GİRİŞ SÜRECİNDE TÜRKİYE'DE
YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE EKONOMİK KRİZLER (2000-2010) adlı tez
çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 19.07.2010 tarih ve 2010-14/20 sayılı
kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliğiyle Doktor Tezi olarak kabul
edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

Tez Savunma Tarihi : 24.09.2010

1) Tez Danışmanı : PROF. DR. F.NURAY ALTUĞ
2) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. NADİR EROĞLU
3) Jüri Üyesi : PROF. DR. GÜRBÜZ GÖKÇEN
4) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. SEYFETTİN ERDOĞAN
5) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. AHMET FARUK AYSAN

İmzası



GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Mustafa Öztürk
Anabilim Dalı	: İktisat
Programı	: İktisat Politikası
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. Nuray Altuğ
Tez Türü ve Tarihi	: Doktora - Eylül 2010
Anahtar Kelimeler	: Sermaye Hareketleri, Finansal Krizler, Finansal Krizlerin Etkileri

ÖZET

AVRUPA BİRLİĞİ'NE GİRİŞ SÜRECİNDE TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE EKONOMİK KRİZLER (2000-2010)

Küreselleşme sürecinde ticari piyasalarda görülen liberalleşmeyi 1970'li yıllardan itibaren finansal piyasalarda ki liberalleşme izledi. Sermaye piyasalarının serbestleşmesi, sermaye hareketlerinin küresel ölçekte hız kazanmasına ve hacminin büyümesine neden oldu. Tasarruf açığı olan gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye, giriş yaptığı dönemlerde bu ülkelerin ekonomilerini olumlu etkiler iken çıkış yaptığı dönemlerde istikrarsızlıklara neden oldu. 90'lı yıllardan itibaren uluslar arası düzeyde ortaya çıkan finansal krizlerde başta spekülative sermaye olmak üzere, sermaye hareketlerinin etkileri görüldü.

Türkiye 1989 yılından itibaren finansal liberalleşmesini gerçekleştirerek tasarruf açığını yabancı sermaye ile gidermeye çalıştı. Ne yazık ki liberalleşme makro iktisadi zayıflıkları olan Türk ekonomisini, kırılganlıkları arttırarak sermaye hareketlerinin ve küresel krizlerin istikrarsızlaştırıcı etkisine açık hale getirdi. Bu çalışma ile sermaye hareketlerinin Türkiye'nin makro ekonomik verileri ve kriz göstergeleri üzerindeki etkileri belirlenmeye çalışıldı. Sermaye hareketlerinin reel ve finansal verilerinin bir kısmı üzerinde etkili olduğu saptandı. Portföy yatırımlarının çok sayıda makro ekonomik veriyi etkileyerek, diğer yatırımlar ve doğrudan yatırımlara göre Türkiye ekonomisi ve son zamanlardaki krizler üzerinde daha etkin rol aldığı görüldü.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Mustafa Öztürk
Field : Economics
Program : Policy of Economics
Supervisor : Professor Nuray Altuğ
Degree Awarded and Date : PHD - September 2010
Keywords : Capital Movements, Financial Crises, Effects of Financial Crises

ABSTRACT

FOREIGN CAPITAL INVESTMENTS AND ECONOMIC CRISES IN TURKEY

IN THE PROCESS OF ENTRANCE TO THE EUROPEAN UNION

1970's financial liberalization has been followed by the liberalization of commercial markets in the process of globalization. Liberalization of financial markets has caused the acceleration of capital flows and the increase of their volume. Capital that flows to developing countries suffering from saving gaps has positive effects on the economies when they entered into these countries and lead to destabilizations on their economies when they went out. The influences of capital flows, especially the ones of speculative capital, have been observed in the financial crises erupted in international level since the 1990s.

By performing the financial liberalization, Turkey has tried to resolve the capital gap problem with the entrance of foreign capital since 1989. Unfortunately, by increasing its vulnerabilities, liberalization caused Turkish economy, which has macro economic weaknesses; to become open to destabilizing effects of capital flows and global financial crises. The aim of this study is to determine the effects of capital flows on Turkish macro economic variables and crises indicators. It was determined that the capital flows have effects on some of the financial and reel economic variables. It was seen that the portfolio investments have more effective role on Turkey's economy and on the recent crises than the foreign direct investments and the other capital investments.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

TABLO LİSTESİ.....	ix
ŞEKİL LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR	xiii
1. GİRİŞ	1
2. YABANCI SERMAYE VE TÜRLERİ	4
2.1. Yabancı Sermaye	4
2.1.1. Tanımı	5
2.1.2. Türleri.....	7
2.1.2.1. Uluslararası Özel Sermaye Yatırımları (Portföy Yatırımları)	8
2.1.2.1.1. Tanım	8
2.1.2.1.2. Portföy Yatırımlarına Neden Olan Faktörler	9
2.1.2.1.3. Portföy Yatırımlarının Etkileri.....	10
2.1.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	12
2.1.2.2.1. Tanım	12
2.1.2.2.2. Doğrudan Yatırımlara Neden Olan Faktörler	14
2.1.2.2.3. Doğrudan Yatırımların Etkileri.....	16
2.1.2.3. Resmi Sermaye Hareketleri	20
2.1.2.3.1. Tanım	20
2.1.2.3.2. Resmi Sermaye Hareketlerine Neden Olan Faktörler.....	21
2.1.2.3.3. Resmi Yardımların Etkileri.....	23
2.2. Yabancı Sermaye Teorileri	25
2.2.1. Portföy Yatırımı Teorileri	25
2.2.1.1. Klasik Finansal Akım Teorisi	25
2.2.1.2. Modern Portföy Teorisi.....	26
2.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı Teorileri.....	27
2.2.2.1. Klasik Teori	27
2.2.2.2. Faktör Donatımı Teorisi.....	28
2.2.2.3. Ürün Dönemleri Teorisi	29
2.2.2.4. Marksist Teori.....	29
2.2.2.5. Çokuluslu Şirket Teorisi	30
2.3. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi	31
2.3.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	33
2.3.2. Finansal Serbestleşmenin Ön Koşulları	37
2.3.3. Finansal Serbestleşmenin Ekonomi Üzerindeki Etkileri	39
2.4. Sermaye Kontrolleri	42
2.4.1. Sermaye Kontrollerinin Nedenleri	43
2.4.2. Kontrollerinin Türleri	45
2.4.2.1. Doğrudan Kontroller	45
2.4.2.2. Dolaylı Kontroller	46
2.4.3. Sermaye Kontrollerinin Etkinliği ve Olumsuz Etkileri	48
3. KRİZLER VE KRİZ GÖSTERGELERİ	50

3.1. Kriz.....	50
3.2. Kriz Türleri	51
3.2.1. Reel Ekonomik Krizler.....	52
3.2.2. Finansal Krizler	53
3.2.2.1. Döviz Krizi.....	54
3.2.2.2. Bankacılık Krizi	55
3.2.2.3. Dış Borç Krizi.....	55
3.3. Kriz Modelleri	56
3.3.1. Birinci Nesil Modeller.....	56
3.3.2. İkinci Nesil Modeller	57
3.3.3. Üçüncü Nesil Modeller	58
3.4. Krizin Bulaşması İle İlgili Modeller.....	60
3.4.1. Yayılma Yoluyla Bulaşma.....	60
3.4.2. Yalın Bulaşma	61
3.5. Kriz Göstergelerinin Belirlenmesi.....	62
3.5.1. Ampirik Çalışmalar.....	62
3.5.2. Kriz Göstergelerinin Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler	64
3.5.2.1. Vaka Yaklaşımı	64
3.5.2.2. Regresyon (Probit) Analizi.....	65
3.5.2.3. Sinyal Metodu (Signal Extraction Method).....	68
3.5.3. Kriz Göstergeleri	70
3.6. Krizlere Neden Olan Faktörler	72
3.6.1. Sermaye Kontrollerinin Olmayışı ve Finansal Serbestleşme	72
3.6.2. Finansal Sektörlerin Zaafları.....	73
3.6.3. Kaynakların Verimsiz Alanlarda Kullanımı	74
3.6.4. Makro Ekonomik Yapıdaki Bozulmalar	74
3.6.5. Döviz Kuru Dengesizlikleri.....	75
3.6.6. Global Krizlerin Etkileri	76
3.6.7. Siyasal İstikrarsızlıklar	77
3.7. Çıkış Şekillerine Göre Kriz Türleri	78
3.8. Uluslar arası Para Fonu (IMF) ve Krizler.....	79
3.8.1. IMF'nin Kuruluş ve İşleyişi	79
3.8.2. IMF'nin Krizler Karşısındaki Tutumu	80
3.8.3. IMF ve Politikalarına Yönelik Eleştiriler	82
4. DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER.....	89
4.1. Latin Amerika Krizi	89
4.1.1. Latin Amerika Krizinin Nedenleri.....	89
4.1.2. Latin Amerika Reformları ve Sonuçları	92
4.1.3. Meksika Krizi	93
4.1.4. Arjantin Krizi	97
4.1.5. Brezilya Krizi	101
4.2.1. Asya Krizinin Nedenleri.....	105
4.2.2. Asya Krizi ve Sonuçları.....	107
4.3. Rusya Krizi	110
4.4. Mortgage Krizi ve Sonrası	112
4.4.1. Kriz Öncesi Dönem ve Kriz Nedenleri.....	112
4.2.2. Kriz Dönemi	116

4.2.3. <i>Krizin Az Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri</i>	119
4.2.3. <i>Krizin Avrupa Birliği Ülkeleri Üzerindeki Etkileri</i>	123
5. YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ VE AVRUPA BİRLİĞİ	
SÜRECİNDEKİ TÜRKİYE	127
5.1. Türkiye Avrupa Birliği İlişkileri	127
5.1.1. <i>Türkiye AB İlişkilerinin Kronolojisi</i>	127
5.1.2. <i>Avrupa Birliği Süreci ve Sermaye Hareketleri</i>	128
5.1.2.1 <i>Kopenhag kriterleri</i>	128
5.1.2.2. <i>Maastricht Kriterleri</i>	130
5.1.2.3. <i>AB Müktesebatının Üstlenilmesine</i>	132
5.1.3. <i>Türkiye AB Ticari İlişkileri ve Sermaye Hareketleri</i>	134
5.1.4. <i>Avrupa Birliği Sürecinin Getirdiği Belirsizlikler</i>	137
5.2. Türkiye’de Sermaye Hareketleri	138
5.2.1. <i>Doğrudan Yatırımlar</i>	140
5.2.2. <i>Portföy Yatırımları</i>	145
5.2.3. <i>Diğer Yatırımlar</i>	146
5.3. Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler	148
5.3.1. <i>1990’lı Yıllar (1990-2000 arası)</i>	149
5.3.2. <i>Enflasyonla Mücadele Programı (2000 Yılı)</i>	153
5.3.3. <i>2000 Krizi</i>	156
5.3.4. <i>Şubat 2001 Krizi</i>	158
5.3.5. <i>2002-2007 Arası Dönemde Türkiye Ekonomisi</i>	160
5.3.6. <i>Küresel Kriz ve Türkiye’ye Etkileri (2007-2009 Arası Dönem)</i>	168
5.3.6.1. <i>Krizin Türkiye’ye Etkileri</i>	168
5.3.6.2. <i>Türkiye’de Krize karşı Alınan Önlemler</i>	171
5.3.6.3. <i>Krizden Çıkış Sürecinde Türkiye Ekonomisi</i>	172
5.4. Türkiye’de Kriz Göstergelerinin Değerleri	174
5.4.1. <i>İhracat</i>	175
5.4.2. <i>Dış Ticaret Haddi</i>	176
5.4.3. <i>Reel Döviz Kurları</i>	177
5.4.4. <i>Yurtiçi Kredilerdeki Artış</i>	179
5.4.5. <i>Reel Mevduat Faizleri</i>	180
5.4.6. <i>M1 Büyümesi</i>	180
5.4.7. <i>M2/Rezerv Para Çarpanı</i>	181
5.4.8. <i>M2/ Rezervler</i>	182
5.4.9. <i>Uluslararası Rezervler</i>	182
5.4.10. <i>Üretim Endeksi</i>	183
6. TÜRKİYE’DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE MAKRO EKONOMİK VERİLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	185
6.1. Ampirik Çalışmalar	185
6.2. Veri Seti ve Yöntem	188
6.2.1. <i>VAR (Vector Auto Regressive) Modeli</i>	190
6.2.2. <i>Durağanlık</i>	191
6.2.3. <i>Nedensellik Analizi</i>	193
6.2.4. <i>Değişkenlerin Sıralanması</i>	193
6.2.5. <i>Etki-Tepki Fonksiyonları</i>	194
6.2.6. <i>Sermaye Hareketlerinin Finansal Veriler Üzerindeki Etkisi</i>	195

6.2.6.1. VAR Analizi İçin Gecikme Düzeyi	195
6.2.6.2. Nedensellik Testi	196
6.2.6.3. Etki Tepki Analizi	198
6.2.6.4. VAR Modelinin Durağanlık Testi	204
6.2.6.5. VAR modelinin Otokorelasyon Testi	205
6.2.6.6. Değişen Varyans Testi	205
6.2.6.7. Yapısal Kırılma Testi.....	205
6.2.7. <i>Sermaye Hareketlerinin Reel Veriler Üzerindeki Etkisi</i>	206
6.2.7.1. VAR Analizi İçin Gecikme Düzeyi	206
6.2.7.2. Nedensellik Testi	206
6.2.7.3. Etki Tepki Analizi	208
6.2.7.4. VAR Modelinin Durağanlık Testi	213
6.2.7.5. VAR modelinin Oto Korelasyon Testi	214
6.2.7.6. Değişen Varyans Testi	215
6.2.7.7. Yapısal Kırılma Testi.....	215
SONUÇ	216
EK 1: MAKRO EKONOMİK VERİLER VE SERMAYE VERİLERİ*.....	225
KAYNAKÇA	227

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri.....	36
Tablo 3.1: Kriz Sinyallerinin Özellikleri.....	69
Tablo 4.1: Küresel Üretim Artışı	120
Tablo 4.2: Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansmanı	122
Tablo 4.3: Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri	125
Tablo 5.1: EURO alanı için Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi, Türkiye İçin TÜFE.....	131
Tablo 5.2: Türkiye'nin Dış Ticareti ve AB'nin Payı.....	135
Tablo 5.3: Türkiye'nin Dış Ticaretinde AB'nin Payı.....	136
Tablo 5.4: Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımları.....	136
Tablo 5.5: Ödemeler Dengesi Sermaye Hesabında Yeralan Sermaye Hareketleri.	139
Tablo 5.6: En Fazla Uluslararası Doğrudan Yatırım Çeken On Ülke ve Türkiye (2002–2004).....	141
Tablo 5.7: AT Kearney- Uluslararası Doğrudan Yatırım Güven Endeksi.....	142
Tablo 5.8: AT Kearney- Uluslar arası Doğrudan Yatırım Endeksinde Türkiye....	143
Tablo 5.9: 1995 – 2006 Dönemi Türkiye'ye Yönelik Uluslararası Doğrudan Yatırımlar	143
Tablo 5.10: 2001 – 2008 Dönemi Türkiye'ye Yönelik Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Milyon Doları).....	144
Tablo 5.11: Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....	144
Tablo 5.12: Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları 1990-1999.....	145

Tablo 5.13:	Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları 2000-2006.....	146
Tablo 5.14:	Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları 2009-2010.....	146
Tablo 5.15:	Ödemeler Dengesi - Diğer Yatırımlar.....	148
Tablo 5.16:	2000 Yılı Türkiye'de Sermaye Hareketleri.....	155
Tablo 5.17:	Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazla Hedefleri ve Gerçekleşmeleri.....	161
Tablo 5.18:	AB Ülkeleri Bütçe Açıkları.....	162
Tablo 5.19:	Toplam Kamu Net Borç Stoku ve Kompozisyonu.....	162
Tablo 5.20:	Ödemeler Dengesi Özet.....	163
Tablo 5.21:	Türkiye'de Uzun Vadeli Kredi Kullanımlar.....	164
Tablo 5.22:	Cari İşlemler Açığı.....	165
Tablo 5.23:	Seçilmiş Ekonomilerde Cari İşlemler Dengesinin GSYİH' ye Oranı ve GSYİH Büyümesi (%).....	165
Tablo 5.24:	Cari Hesabın Finansmanı.....	167
Tablo 5.25:	Fiyat Endeksi (2003=100).....	168
Tablo 5.26:	Hanehalkı Harcanabilir Geliri, Yükümlülüğü ve Faiz Ödemeleri	170
Tablo 5.27:	Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın Belirlediği Kritik Değerler.....	174
Tablo 5.28:	Dış Ticaret Verileri.....	176
Tablo 5.29:	Reel Döviz Kurları.....	178
Tablo. 6.1:	Modelde Kullanılan Makro Ekonomik Değişkenler.....	189
Tablo. 6.2:	Değişkenlerin Durağanlık Düzeyleri.....	192
Tablo. 6.3:	Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin Gecikme Uzunluğu.....	196
Tablo. 6.4:	Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin Nedensellik Testi.....	197
Tablo. 6.5:	Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin Otokorelasyon-LM Testi.....	205
Tablo. 6.6:	Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin White Testi.....	205

Tablo. 6.7:	Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin Gecikme Uzunluğu.....	206
Tablo. 6.8:	Sermaye Hareketleri ve Reel Veriler İçin Nedensellik Testi.....	207
Tablo. 6.9:	Sermaye Hareketleri ve Reel Veriler İçin Otokorelasyon-LM Testi....	214
Tablo. 6.10:	Sermaye Hareketleri ve Reel Veriler İçin White Testi.....	215

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 5.1:	İhracat Değişim Oranı.....175
Şekil 5.2:	Türkiye’de Dış Ticaret Hadlerinde Görülen Değişim..... 177
Şekil 5.3:	Reel Kurlardaki Değişim.....177
Şekil 5.4:	Yurt İçi Krediler / GSYİH Değişim Oranı.....179
Şekil 5.5:	Reel Mevduat Faiz Oranları.....180
Şekil 5.6:	Para Arzı (M1) Değişimi..181
Şekil 5.7:	M2/Rezer Para Değişim Oranı.....181
Şekil 5.8:	M2 / Uluslararası Rezervler.....182
Şekil 5.9:	Uluslararası Rezervler Değişimi.....183
Şekil 5.10:	Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranı.....184
Şekil 6.1:	Etki Tepki Fonksiyonu (Portföy Yatırımları, Finansal Veriler)199
Şekil 6.2:	Etki Tepki Fonksiyonu (Diğer Yatırımlar, Finansal Veriler).....201
Şekil 6.3:	Etki Tepki Fonksiyonu (Doğrudan Yatırımlar, Finansal Veriler).....203
Şekil 6.4:	VAR Modeli İçin Durağanlık Testi (Sermaye Hareketleri, Finansal Veriler).....204
Şekil 6.5:	Etki Tepki Fonksiyonu (Portföy Yatırımları, Reel Veriler).....208
Şekil 6.6:	Etki Tepki Fonksiyonu (Diğer Yatırımlar, Reel Veriler).....210
Şekil 6.7:	Etki Tepki Fonksiyonu (Doğrudan Yatırımlar, Reel Veriler).....212
Şekil 6.8:	VAR Modeli İçin Durağanlık Testi (Doğrudan Yatırımlar, Reel Veriler)214

KISALTMALAR

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
AET:	Avrupa Ekonomik Topluluğu
AT:	Avrupa Topluluğu
BDDK:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BoE:	(Bank of England) İngiltere Merkez Bankası
CDO:	(Collateralized Debt Obligation) Teminatlandırılmış Borç
DİBS:	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT:	Devlet Planlama Teşkilatı
ECB:	(European Central Bank) Avrupa Merkez Bankası
EPB:	Ekonomik ve Parasal Birlik
EURATOM:	Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu
FED:	(Federal Reserve Bank) Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
GSMH:	Gayrı Safi Milli Hasıla
GSYİH:	Gayrı Safi Yurt İçi Hasıla
IKB:	(Deutsche Industriebank) Alman Endüstri Bankası
IMF:	(International Monetary Fund) Uluslar arası Para Fonu
KfW:	(Kreditanstalt für Wiederaufbau)Alman Kalkınma Bankası
KOBİ:	Küçük Orta Boy İşletme
KVB:	Kısa Vadeli Borç
M1:	Dolaşımdaki Para ile Vadesiz Mevduat Toplamı
M2:	M1 ile Vadeli Mevduat Toplamı
M2Y:	M2 ile Dolaşımdaki Yabancı Para Toplamı
MVB:	Mevduat Bankası

NATO:	(North Atlantic Treaty Organization) Kuzey Atlantik Antlaşması Örgütü
OECD:	(Organisation for Economic Co-operation and Development) Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OLS:	En Küçük Kareler Yöntemi
TC:	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE:	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE:	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK:	Türkiye İstatistik Kurumu
YTL:	Yeni Türk Lirası

1. GİRİŞ

Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kalkması ve sermaye piyasalarındaki liberalleşme 90'lı yıllarda hız kazanmış ve küreselleşme olgusu finansal piyasaları etkisi altına almıştır. Liberalleşme eğilimleri gelişmiş ülkelerle başlayıp gelişmekte olan ülkelere doğru yayılmıştır. Liberal politikalar sermaye hareketlerini hızlandırmış, dünya finansal sisteminin gelişmesine ve bütünleşmesine katkı sağlamıştır. Finansal liberalleşmeyle; faiz oranları serbestleştirilmiş, kredi tavanları kaldırılmış, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat munzam karşılık oranlarının düşürülmüş veya tamamen kaldırılmış, bankacılık sektörü hem yabancı hem de yerli yatırımcıya açılmış, sermayenin serbest dolaşımı sağlanmıştır. Bu düzenlemeler finansal serbestleşme teorilerinin öngörülleri doğrultusunda, tasarrufların ve yatırımların dünya genelinde etkin bir şekilde dağılacığı ve ekonomik büyüme artışları olacağı inancıyla yapılmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin bu ülkelerin tasarruf açıklarını gidereceği ve yatırımlar için kaynak olacağı düşünülmüştür.

Neo Klasik teoriye göre kısıtlamaların kalkmasıyla birlikte sermaye, tasarruf açığı olan ülkelere yönelerek yatırımların artmasına ve ekonomik büyümenin ivme kazanmasına katkı sağlayacaktır. Ne var ki teorinin aksine türü ve niteliğine bağlı olarak sermaye hareketlerinin finansal istikrarsızlık ve krizlerin tetikleyicisi olabildiği görülmüştür. Makro ekonomik verilerdeki bozulmalardan etkilenerek ani çıkışlar gösteren sermaye kırılmalı bir ekonomik yapıya sahip olan ülkeleri krize sürüklemiş, bir ülkede başlayan krizin öteki ülkelere doğru yayılmasına neden olmuştur. Liberalleşme sermayeyi küreselleştirirken krizleri de küresel hale getirmiştir.

1980 öncesi dönemde sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerine karşı duyulan endişeden dolayı gelişmiş ülkeler dâhil birçok ülkede sermaye hareketlerine kısıtlayıcı politikalar izlenmiştir. Ülkeden ülkeye farklılıklar göstermekle birlikte sermaye kontrolleri; döviz hareketlerine getirilen kısıtlamalar, hisse senedi ve tahvil piyasalarına getirilen sınırlamalar olarak özetlenebilir. Başta Uluslararası Para Fonu olmak üzere liberalleşme yanlısı birçok kesim tarafından kontrollerin olumlu etkilerinin kısa sürdüğü uzun vadede başarısız olduğu şeklinde eleştirilmiştir. Ticari liberalleşmeyi izleyen

finansal liberalleşme süreciyle birlikte konrollere olan ilgi azalmış ve sermaye global ölçekte hareketlilik kazanmıştır.

Bu çalışmada ilk olarak yabancı sermayenin ne olduğu ve kaç türü olduğu anlatıldı. Bu çerçevede yabancı sermaye teorileri, sermayenin serbestleştirilmesi süreci, bunun sağladığı yararlar ve ülke ekonomilerine verdiği zararlar hakkında bilgi verildi. Ayrıca sermaye kontrolleri, bunların türleri, niçin ülkeler sermaye kontrollerine başvururlar konuları yer aldı. Yabancı sermaye, türleri itibari ile üç grupta değerlendirildi. İlki arbitraj kazancı elde etmeyi amaçlayan, portföy yatırımlarıdır. İkincisi doğrudan yabancı sermaye yatırımları olup, ülke içindeki işletme ve tesislerin alınması, onlara ortak olunması ya da yeni tesis ve işletmelerin kurulması amacıyla giriş yapan uzun vadeli sermaye hareketidir. Üçüncüsü resmi sermaye hareketleri olarak adlandırılan, Uluslar arası Para Fonu ve Dünya Bankası gibi uluslar arası kuruluşlar ile devletler ve onların kurumları vasıtasıyla gelen, çoğunlukla resmi kurumlara aktarılan kaynaklardır. Tanımlamalar ve gruplamalardan sonra sermaye hareketleri ile ilgili teoriler anlatıldı. Başlıca portföy yatırımı teorileri ve doğrudan yatırım teorileri ile yatırımlar açıklanmaya çalışıldı. Sonrasında sermaye hareketlerinin serbestleştirilme süreci ele alınarak finansal serbestleşmeye ilişkin yaklaşımlar anlatıldı. Finansal serbestleşmenin ön koşulları, serbestleşmenin yararları, sermaye kontrollerinin niçin ve hangi yöntemler kullanılarak yapıldığı ele alınan konular arasında yerlerini aldı.

Üçüncü bölümde ise krizler ve kriz göstergeleri incelendi. Krizlerin ne olduğu, kaç türü bulunduğu, kriz nedenleri, kriz göstergeleri ve kriz teorileri bu bölümde yer alan başlıca konu başlıklarıdır. Yaşanan finansal krizlerin farklı özelliklerine bağlı olarak çok sayıda kriz modelleri geliştirildi. Bu modeller ortak özellikleri itibariyle üç grupta toplandı. İlki birinci nesil krizlerdir. Sürdürülemez makro ekonomik koşullarda sabit kur uygulamalarının ortaya çıkardığı ödemeler dengesi krizleri olarak tanımlanabilir. İkincisi Asya krizi olarak bilinen ikinci nesil krizlerdir. Finansal kuruluşlardan finansman desteği alan özel sektörün aşırı boyutlara varan verimsiz yatırımlarının yol açtığı krizlerdir. Üçüncüsü ise büyük bir kısmı hedge fon olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızlı ve spekülatif hareketleriyle patlak veren, kimi zaman da bir ülkedeki makro verilerdeki kötüleşmeden etkilenerek başlayan

sermaye çıkışının paniğe dönüşmesiyle ortaya çıkan ve öteki ekonomilere de bulaşarak hızla dünyaya yayılan üçüncü nesil krizlerdir. Ayrıca Uluslar arası Para Fonu ve Dünya Bankası gibi uluslar arası kuruluşların finansal krizler üzerindeki rolleri, krizleri önleme konusundaki önerileri ve bu önerilerin başarıları incelendi.

Dördüncü bölümde finansal liberalleşmenin hızlandığı 1990'lı yıllarla birlikte dünyada yaşanan finansal krizler yer aldı. Sırasıyla Asya Krizi, Latin Amerika Krizi, Rusya Krizi şeklinde anılan ve dünyaya dalga dalga yayılıp etkisini az ya da çok tüm ülkelerin hissettiği krizler, bunların oluş nedenleri, etkileri ve karakteristik özellikleri incelendi.

Beşinci bölümde de Türkiye'deki sermaye hareketleri, Avrupa Birliği sürecinin buna nasıl etki ettiği, AB sürecinde Türkiye'nin AB müktesebatına uyum çalışmaları incelendi. Güvenli ve istikrarlı bir piyasanın sermayenin girişi için ön koşul olduğu varsayımından hareketle Gümrük Birliği ve Avrupa birliği sürecinin Türkiye'ye ne gibi etkileri olduğu belirlenmeye çalışıldı. Kopenhag ve Maasricht Kriterleri başta olmak üzere diğer ekonomik ve finansal düzenlemelerin Türkiye'deki etkileri tartışıldı. Ayrıca bu süreçte Türkiye'ye giren yabancı sermayenin türleri, nasıl ve ne miktarlarda girdikleri analiz edildi.

Altıncı bölümde Türkiye'de kriz göstergeleri, bunların performansları, yabancı sermaye hareketlerinin kriz göstergeleri ve makro ekonomik veriler üzerindeki etkileri incelendi. Finansal krizlerin literatürde genel kabul görmüş göstergeleri ele alınmak suretiyle sinyal metodu ile her bir göstergenin eşik değeri ve performansı ölçüldü. Daha sonra sermaye hareketlerinin makro ekonomik veriler ve kriz göstergeleri üzerindeki etkileri incelendi. Hangi sermaye türünün hangi veri üzerinde ne ölçüde etkisi olduğu saptanmaya çalışıldı. Bu amaçla Vector Auto Regression (V.A.R) modeli kullanılarak bir takım sonuçlar bulundu. Sonuçların doğruluğu çeşitli testlerle sınanarak belirlenmeye çalışıldı.

2. YABANCI SERMAYE VE TÜRLERİ

2.1. Yabancı Sermaye

Ülkelerin ödemeler bilançosunda sermaye hesabı kısmında yer alan ve bir ülkeden diğerine yönelen borç, portföy yatırımları, reel varlıklara yapılan doğrudan yatırımlar yabancı sermaye kapsamında yer alır. 1990'lı yıllara kadar ülkelerin dış dünya ile olan ilişkilerinde mal ve hizmet ticareti en önemli kısmı oluştururken sonraki dönemlerde finansal liberalleşme süreciyle birlikte ülkeler arasında sermaye hareketleri artarak büyük bir önem kazandı. Son yirmi yılda globalleşme sürecinin en büyük ekonomik olgusunu sermaye hareketleri oluşturdu.¹ Ülke ekonomilerine katkı sağlamakla birlikte giriş şekline, zamanına ve sermayenin türüne bağlı olarak spekülasyon ataklarla finansal krizlerin oluşmasında tetikleyici rol üstlendi. IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine yararlı olacağını global büyümeyi ve refahı arttıracığını iddia etmişlerdir. Sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri olduğu konusundaki tezlere karşı da sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler üzerinde kısa dönemde zararlı etkilerinin olabileceğini ancak uzun dönemde daha büyük ölçüde yararının olacağını savunmuşlardır.² Yine de gelişmekte olan bazı ülkeler sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerinden korunmak amacıyla sermaye hareketlerine sınırlamalar getirdiler. Ancak gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi arttıkça, gelişmiş ülkelere ve uluslararası kuruluşlardan gelen yardım miktarı yükseldikçe, uluslararası finans sistemine dahil olan gelişmekte olan ülke sayısı arttıkça sınırlamalar azaltıldı ve liberalleşme giderek yaygınlık kazandı.³

¹ Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, Andrew Tweedie "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues", February 1999, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17/index.htm>, (17.08.2007), s.3

² Ashoka Mody, Antu Panini Murshid, Growing Up With Capital Flows, IMF, April 2002, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0275.pdf> (18.08.2007), s.3-5.

³ Kara Heitz, "International Constraints and Domestic Politics: What Explains Capital Account Liberalization in Developing Countries?" Annual Meeting of the Midwest Political Science Association, Chicago, IL, April 15-18, 1995, http://www.allacademic.com/meta/p_mla_apa_research_citation/0/8/4/4/3/pages84435/p84435-1.php (21.08.2007), s.1-8.

Gelişmiş ve gelişmekte olan günümüz ekonomileri dışa açık ya da kapalı ayrımı olmaksızın küresel sermayenin etkisi altındadırlar. Zararlı etkilerini en aza indirgeyecek iktisadi politikalar geliştirmek ve rekabetçi yapı kazanmak zorundadırlar.

2.1.1. Tanımı

Literatürde yabancı sermaye yatırımlarının bir çok tanımı olmakla birlikte genel bir tanım üzerinde tam bir uzlaşma yoktur. Ekonomistler yatırım kavramını tüketim için yapılan harcamaların aksine üretim amacıyla yapılan harcamalar olarak tanımlarlar. Yabancı sermaye yatırımını ise bir ülkedeki yerleşiklerin başka bir ülkedeki varlıklarının sahibi olması şeklinde ifade ederler.⁴ Edinilen servetin fiziki nitelik taşıması durumunda buna doğrudan yabancı sermaye yatırımı denirken, mali nitelik taşıması durumunda ise portföy yatırımı denmektedir.⁵

OECD nelerin yabancı sermaye kapsamına girdiğini belirlemek suretiyle tanımlamaya çalışmıştır. OECD' ye Göre Yabancı Sermaye;

- Yabancı yatırımcının şirketin dağıtılmayan ve yatırıma tekrar aktarılan kazançlardaki payını,
- Yabancı yatırımcının nakit veya aynı sermaye yoluyla ana şirketten hisse ve borç senetleri (kısa, orta ve uzun vadeli borç senetleri) alımlarını,
- Yabancı yatırımcının şirkete sağladığı kredileri,
- Yabancı yatırımcının şirketten nakit dışı makine ve üretim hakları alımlarını,
- Yabancı yatırımcının sağladığı ticari ve diğer kredileri, içermektedir.⁶

DPT yabancı sermaye yatırımını yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınması şeklinde tanımlamıştır.⁷

⁴ Jenny Bates, "International Capital Flows, Foreign Investment, and Trade", Progressive Policy Institute, April 1999,
http://www.ppionline.org/ppi_ci.cfm?knlgAreaID=108&subsecID=900009&contentID=1423
(22.08.2007)

⁵ Rıdvan Karluk, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Ankara: T.C. Merkez Bankası, 2001, s.1-5.

⁶ T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **2001 Yılı Raporu**, Ankara: 2002, s.10.

⁷ Devlet Planlama Teşkilatı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Mayıs 2000, www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3140/oik532.pdf, (22.08.2007), s. 1.

Hazine Müsteşarlığı da yabancı sermaye kavramını tanımlayan kuruluşlardan biridir. Tanımlamasını sermaye kavramının içine hangi tür faaliyetlerin gireceğini oldukça geniş bir çerçeve çizerek belirtmek suretiyle yapmıştır. Hazine Müsteşarlığının tanımına göre yabancı sermaye;

— Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasıncı alım satımı yapılan konvertibl döviz ve efektif cinsinden nakdi sermayeyi,

— Yabancı sermayeli kuruluşlarda, yabancı gerçek ve tüzel kişilerin hissesine tekabül eden net kâr, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri ile lisans, knowhow, teknik yardım, yönetim ve franchise anlaşmaları karşılığında ödenecek meblağların, dış kredi anapara ve faiz ödemelerinin transferi veya transfer edilebilir değerleri,

— Makine, teçhizat, alet ve bu mahiyetteki mallar, makine aksamı ve malzeme ile Hazine Müsteşarlığının kabul ettiği sair lüzumlu malları,*

— Yurt dışında yerleşik kişi ve kuruluşların, kambiyo mevzuatı çerçevesinde doğan her türlü mevcut ve alacaklarından, Hazine Müsteşarlığının sermaye payı olarak kabul edeceği meblağları,

— Patent ve ticari marka gibi fikri haklardan Müsteşarlıkça kabul edilenleri ifade eder.

— Gayrimenkul alımları nedeni ile yurda getirilen bedelleri,

— "7004" döviz çıkış kodu ile mutlaka birlikte kullanılacak olan, Türkiye'deki yatırım ve ticari faaliyetlerden sağlanmış, yurtdışına transfer edilebilir gelirlerin, yurtdışına transfer edilmeksizin sermaye artırımında kullanımı ifade eder.⁸

Türkiye Yabancı Sermaye Mevzuatına göre yabancı sermaye; bir teşebbüsün verimli bir şekilde kurulması, tevsii veya yeniden faaliyete geçirilmesi için hariçten ithal edilen yabancı kaynaklardır. Kaynakları para şeklindeki sermaye, makine, teçhizat, alet ve bu mahiyetteki mallar, makine aksamı, yedek parçalar ve malzeme ile komitenin kabul ettiği öteki lüzumlu mallar, lisanslar, patent hakları ve alâmetifarika

*Bu değerler 1996 yılından sonraki fiili giriş rakamları içerisinde yer almamaktadır. Fiili giriş; yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşlarca şirket kurmak, şirketlere iştirak etmek, şube, irtibat bürosu, temsilcilik, acente açmak, hisse almak ve diğer nedenlerle ilgili olarak yurda getirilen bedelleri ifade eder.

⁸ T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2001 Yılı Raporu, s.10.

gibi fikri haklar ve hizmetler, yeniden yatırılmak suretiyle sermayeye aktarılan kâr oluşturur.⁹

Ödemeler dengesi bilanço kalemlerinden önemli bir bölümünü sermaye (finansman) hareketleri oluşturur. Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımları bu hesapta incelenir. Uluslararası ekonomik işlemlerin bir bölümünü sermaye ithal ve ihracı oluşturur. Sermaye hareketleri temel olarak, bir ülkenin dış mali varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişimler ve bu değişimlerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir.¹⁰

2.1.2. Türleri

IMF'ye göre özel yabancı sermaye yatırımları dolaysız yabancı sermaye yatırımları (foreign direct investment), portföy yatırımları (portfolio investment) ve diğer yatırımlar (other investment) olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır.¹¹ Portföy yatırımları ile diğer yatırımlar toplamı finansal yatırımlar olarak adlandırılabilir.

Avrupa Birliği sermaye hareketlerini daha geniş çerçevede ele almış ve çeşitlendirmiştir. 1988'de çıkarılan 1988/361/eec sayılı direktifte sermaye 13 başlık altında anlatılmıştır.¹² Bunlar;

- Dolaysız yatırımlar,
- Taşınmaz mal yatırımları,
- Sermaye piyasasında işlem gören senetlere ilişkin transferler,
- Kolektif yatırım şirketleri katılma belgelerine ilişkin transferler,
- Para piyasasında işlem gören senetler ve diğer araçlara ilişkin transferler,
- Mali kurumlardaki cari ve mevduat hesaplarına ilişkin işlemler,
- Toplulukta oturan bir kişinin taraf olduğu ticari işlemlere veya hizmet edimine ilişkin krediler,

⁹ Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, Kanun No:6224,Tarih: 18.1.1954.

¹⁰ T.C.M.B. Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> , (26.08.2007), s.6.

¹¹ Thomas Dorsey, "A Capital Story", Finance & Development, June 2008, Volume 45, Number 2. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/dorsey.pdf> (27.08.2007), s.45-46.

¹² Eur Lex, Council Directive 88/361/EEC of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty, Official Journal L 178 , 08/07/1988 P. 0005 – 0018, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0361:EN:HTML> (27.08.2007)

- Ticari ikraz ve krediler, teminat mektupları,
- Diğer garantiler ve rehinatı,
- Sigorta sözleşmelerinin ifasına ilişkin transferler,
- Kişisel sermaye hareketleri, mali kıymetlerin fiziki ithal ve ihracı,
- Diğer sermaye hareketleridir.

T.C. Merkez Bankası Ödemeler Dengesi hesaplarında sermaye hareketleri; Doğrudan yatırımlar, Portföy Yatırımları, Finansal Türevler, Diğer Yatırımlar, Rezerv Varlıklar olarak beş gruba ayrılmaktadır.¹³

Yabancı sermaye; Özel Sermaye, Resmi Sermaye (kalkınma amaçlı hibe ve krediler) ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları olmak üzere üç ana başlık altında toplanabilir¹⁴

2.1.2.1. Uluslararası Özel Sermaye Yatırımları (Portföy Yatırımları)

2.1.2.1.1. Tanım

Ticari amaçla bir ülkeden diğerine yönelen sermaye türüdür. Hisse senedi alımı amacıyla bir ülkeden başka bir ülkeye para hareketleri şeklinde ortaya çıkar.¹⁵ Para piyasaları ve sermaye piyasaları olmak üzere iki tür piyasada işlem görür.¹⁶ Portföy yatırımları adı da verilen bu tür sermaye yatırımları arbitraj kazancı sağlamaya çalışırlar.* Hisse senetlerine ve kısa vadeli borç senetlerine (hazine ya da özel sektör bonoları) yönelirler.¹⁷ Merkez Bankasına göre portföy yatırımları menkul değerlere

¹³ T.C.M.B. Ödemeler Dengesi İstatistikleri, s.6.

¹⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, İstanbul: Güzem Yayınları, 1993, s.231.

¹⁵ M Sornarajah, **The International Law on Foreign Investment**, Cambridge, Second Edition, 2004, s.7

¹⁶ Bu piyasalarda işlemler kısa (1 yıldan az), orta (1-5 yıl arası) ve uzun (5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleşirler. Vadesi bir yıla kadar olan işlemlerin gerçekleştiği piyasalara para piyasası, bir yıldan uzun olanlara ise sermaye piyasası denir.

* Tam rekabet koşullarının geçerli olduğu piyasalarda ticarete konu olan bir malın fiyatı her yerde aynıdır. Çok sayıda alıcı ve satıcının olması, giriş ve çıkışların serbest olması, piyasa hakkında sağlanacak bilgilerin kolaylıkla ve çok düşük maliyetle sağlanabilmesi söz konusu malın pazarın tümünde tek fiyatla satılabilmesi için aranan koşullardır. Bu koşullara rağmen aynı mal farklı fiyatlarla piyasaya sunulmuşsa, düşük fiyatla yüksek fiyat arasındaki fark ticari kazanç sağlamak için imkân oluşturmaktadır. Buna arbitraj kazancı denir. Aynı mal iki fiyat arasındaki fark kapanana kadar ya da arbitraj kazancı sona erene kadar düşük fiyatla alınıp yüksek fiyatla satılan piyasada satılmaya devam edecektir.

¹⁷ Korkut Boratav, "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", İnadına Bağımsızlık Demokrasi Sosyalizm, Ekim 2001, Sayı 13, <http://www.inadina.com/inadeski/sayi13/boratav.dvm.htm> (12.08.2007)

yapılan yatırımlardır. Söz konusu menkul değerler genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarıdır.¹⁸

Uluslar arası özel sermaye yatırımları yardım niteliği taşınamaması ile resmi sermayeden, üretime yönelik olmayışı ile de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayrılır.¹⁹

2.1.2.1.2. Portföy Yatırımlarına Neden Olan Faktörler

Özel sermaye hareketlerine neden olan bir takım koşullar vardır. Bunlar sermaye sahibi ülkelerdeki koşullar, sermayenin yöneldiği ülkelerdeki koşullar (çekici faktörler) ve uluslar arası koşullar (itici faktörler) olmak üzere üç grupta toplanır. Çekici faktörler; makroekonomik istikrar, ekonominin büyüklüğü, dışa açıklık derecesi, finansal gelişmişlik düzeyi, siyasi risk, coğrafi konum, doğal kaynaklar, vergi teşvikleri, düşük istihdam maliyetleridir. İtici faktörler ise; reel faiz oranları, bölgesel ticaret anlaşmaları, teknolojik gelişmeler, maliyet azalışı ve türev araçlardır.²⁰

Sermayenin yöneldiği ülkelerdeki koşullardan ilkinin ülkenin dış borç yapısına bağlı oluşan kredibilitesidir. Dış borç ana para ve faiz ödemelerini düzenli olarak yapabilen ya da ödeme güçlüğü içinde olup da yeniden yapılandırarak ödemeye başlayan ülkelerin kredibilitesi yükselecektir.

İkinci koşul ülkenin yapısal reformlarla sağlamış olduğu makro ekonomik istikrara bağlı verimlilik artışıdır. Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmı son yıllarda enflasyon, cari açık ve bütçe açıkları gibi sorunlarını büyük ölçüde gidermiş ve makro ekonomik istikrarı yakalayarak büyüme hızlarını arttırmışlardır.

Üçüncü olarak da uygulanan kur politikalarıdır. Sabit kur uygulamalarında yatırımcı için kur dalgalanmalarından kaynaklanan risk ortadan kalkacağı için yatırım isteği artmaktadır. Buna ilave olarak uluslar arası faktörler de sermaye hareketlerinin yönünü belirler. Dünya faiz oranlarının düştüğü istikrar dönemlerinde sermayenin gelişmekte olan ülkelere yöneldiği görülür. Ancak kriz dönemlerinde oluşan güvensizlik

¹⁸ T.C.M.B. “Tanım ve İlkelerle Türkiye Uygulaması”, **Ödemeler Dengesi İstatistikleri**, s. 8.

¹⁹ Seyidoğlu, 1993: 231.

²⁰ Veena Keshav Pailwar, **Economic Environment Of Business**, New Delhi: PHI, 2010, s. 361-362

ortamı ve faiz oranlarındaki yükseliş sermayenin tersi yönde hareket etmesine neden olmaktadır.²¹

Sermayenin kaynağını sanayileşmiş ülkeler oluşturur. Bu ülkelerde finansal piyasalar az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelere göre daha gelişmiş ve daha güvenlidir. Sermaye sahipleri için bunlar aranan koşullardır. Ancak sermaye için güvenliğin yanı sıra getiri de önemlidir. 1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelerde finansal piyasalarda rekabet düzeyi oldukça yüksek ve kâr marjları çok düşüktü. Sermaye kısıtı içindeki gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeyi çekebilmek için iç faiz oranlarını yüksek tutmak suretiyle cazip kâr imkanları sundular. Bu dönemde iç faizlerin uluslar arası faizlerden yüksek olduğu, sermaye kısıtlarının olmadığı, enflasyonu düşük ve kur istikrarını yakalamış ülkelere doğru özel sermaye hareketleri yoğunlaştı.²² Son yıllarda dünya genelinde artan sermaye talebi global tasarrufların yetersizliği gibi bir sonucu doğurdu. Dünya faizlerindeki yükseliş nedeniyle gelişmekte olan ülkelere olan sermaye hareketliliği sınırlı düzeylerde kaldı.²³

2.1.2.1.3. Portföy Yatırımlarının Etkileri

Portföy yatırımları girdiği ülkelerde uzun süre kalma eğiliminde olmadığı için uzun süreli sermaye gereksinimi olan bu ülkelere genellikle zarar vererek çıktı. Gelirken ulusal paranın değerlendirilmesine ve bunun sonucu olarak da ithalatın körüklenmesine neden oldu. Aşırı değerli ulusal para ihracatçıya uluslararası piyasalarda rekabet gücü kaybettirerek ihracat üzerinde daraltıcı etki yaptı. Dış ticaret açıkları giderek arttı ve cari açıklar telafisi güç düzeylere yükseldi. Kısa vadeli sermayenin giriş yaptığı dönemlerde ülkelerin cari açıkları zararsız gibi gözükte. Ama sermayenin çıkma eğiliminde olduğu dönemlerde ülkeler döviz krizine sürüklendiler.

²¹ Alejandro López-Mejía, Large. "Capital Flows Causes, Consequences, and Policy Responses", September 1999, *Finance & Development*, Volume 36, Number 3.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/lopez.htm> , (17.08.2007), s. 2.

²² World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries, The Road To Financial Integration*, 1997, s. 85-99.

²³ Rob Vos, "Aid Flows and The International Transfer Problem in A Structuralist North-South Model", *The Economic Journal*, Vol. 103, No. 417 (Mar, 1993) <http://www.jstor.org/pss/2234789> (19.08.2007), s. 494.

Gelişmekte olan ülke kavramı 1980’li yıllarda kullanıma girdi. Ancak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin tarihi oldukça eskidir. Örneğin hisse senedi piyasası Türkiye’de 1886’dan beri, Hindistan’da ise 1875’ten itibaren faaliyettedir. Ayrıca ülkelerin borçlanma şeklinde gerçekleştirdikleri sermaye transferleri 18. yy sonlarında başladı. Sermaye yatırımı kapsamındaki sermaye hareketleri 1990’lı yıllardan itibaren yaygınlık kazanmaya başladı ve gelişmekte olan ülkelere doğru yöneldi.²⁴ Gelişmekte olan ülkeler nispeten genç nüfuslarına iş imkanları oluşturmak, yaşam standartlarını yükseltmek amacıyla yabancı sermaye yatırımlarına ihtiyaç duyarlar. 1990’lı yıllardan itibaren gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarındaki düşüş buradaki kısa vadeli sermayenin getirisi yüksek olan gelişmekte olan ülkelere kaymasını tetikledi. Yüksek faiz ve dolayısıyla yüksek getiri imkânı sunan gelişmekte olan pazarlar bu şekilde kısa vadeli sermayeyi ülkelerine çekmeye başladılar.

Neoklasik görüş sermaye akışının sermayenin marjinal etkinliğinin düşük olduğu bölgelerden yüksek olduğu bölgelere doğru olacağını ifade eder. Serbest dolaşım sermayenin verimli olan bölgelere doğru yönelmesini ve global refahın yükselmesini sağlayacaktır.²⁵ Bu koşullarda sermaye bol olduğu sanayileşmiş ülkelere az olan gelişmekte olan ülkelere doğru akacaktır. Ancak gerçekte durum biraz daha farklıdır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere büyük miktarlara ulaşan sermaye transferlerinin olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen özel sermaye hareketlerinin büyük ölçüde orta düzey gelir seviyesine sahip ülkelere yoğunlaştığı, düşük gelir seviyesine sahip ülkelere ise çok az miktarlarda gittiği görülmektedir.²⁶ Lucas paradoksu da denen bu sonucun oluşmasında Neoklasik teorisinin varsayımlarının aksine rekabet eksikliğinin olması, az gelişmiş piyasa algılamaları ve insan sermayesinin mobil olmaması gibi nedenler etkili oldu.²⁷ Ayrıca gelişmekte olan

²⁴ Anne Krueger, “The Evolution of Emerging Market Capital Flows: Why We Need to Look Again at Sovereign Debt Restructuring”, IMF, 2002, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/012102.htm>, (20.08.2007), s.2.

²⁵ Dilip K Das, **Financial Globalization and The Emerging Market Economies**, Routledge, London, 2004, s.1.

²⁶ Zhaohui Chen, Mohsin S Khan, “Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective”, *IMF Working Paper*, 1997, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9713.pdf> (21.08.2007), s.5.

²⁷ Laura Alfaro, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych, “Capital Flows in a Globalized World

ülkelere giden özel sermayenin volatilitesi ve ani geri çıkış eğilimi oldukça yüksektir. Bu ülkelerin ekonomik istikrar kazanmalarına katkı sağlamak yerine, para ve finans krizlerine neden olarak zarar verebilmektedirler.²⁸

2.1.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

2.1.2.2.1. Tanım

Doğrudan yatırım (direct investment), yabancı firmalar tarafından bir ülke içinde firma satın alma, firma kuruluş sermayesine katılma veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırma şeklinde yapılan yatırımlardır. Yapılan yatırımla birlikte ülkeye teknoloji, know-how, patent, ticari marka ve işletmecilik bilgisi de transfer edilir.²⁹

Devlet Planlama Teşkilatının tanımına göre doğrudan yatırım: “Bir ülke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya bir kaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlardır.”³⁰

Merkez Bankası tanımına göre doğrudan yatırım; yatırımcının yerleştiği olmadığı bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımlardır. Doğrudan yatırımdan söz edilebilmesi için yabancı yatırımcının yatırım yaptığı kuruluşun sermayesinde en az % 10 paya sahip olması veya kuruluş yönetiminde söz sahibi olması gerekir.

Türkiye Cumhuriyeti Doğrudan Yatırım Mevzuatına göre doğrudan yatırım yabancı yatırımcı tarafından,

a)Yurt dışından getirilen;

The Role of Policies and Institutions”, **Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies**, National Bureau of Economic Research, Chicago and London, The University of Chicago Press, 2007, s.22.

²⁸ United Nations, “International Private Capital Flows”, *World Economic and Social Survey*, 2005, New York, 2005<http://www.un.org/esa/policy/wess/wess2005files/chap3.pdf> (15.09.2007)s.74.

²⁹ Rıdvan Karluk, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı” **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**, s.100.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc> (17.09.2007)

³⁰ DPT, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ankara, 2000, s.1.

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye,

- Şirket menkul kıymetleri (devlet tahvilleri hariç),

- Makine ve teçhizat,

- Sınai ve fikri mülkiyet hakları,

b)Yurt içinden sağlanan;

-Yeniden yatırımda kullanılan kâr, hasılat, para alacağı veya mali değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar,

- Doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla; yeni şirket kurmayı veya şube açmayı, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı, ifade eder.³¹

Avrupa Birliğinin tanımına göre doğrudan yatırımlar dört kalemden oluşmaktadır.³² Bunlar;

- Tümüyle sermaye sağlayan şahsa ait şubeler açılması, bunların genişletilmesi veya yeni firmalar kurulması ve mevcut firmaların bütünüyle satın alınması,

- Kalıcı ekonomik bağlar oluşturmak veya sürdürmek amacıyla yeni veya mevcut bir firmaya iştirak etmek,

- Kalıcı ekonomik bağlar oluşturmak veya sürdürmek amacıyla uzun vadeli kredi açmak (5 yıldan uzun),

- Mali kurumların, kalıcı ekonomik ilişkiler kurmak ya da sürdürmek amacıyla açtıkları kredilerdir.

Doğrudan yatırım ile portföy yatırımı arasında bazı farklar vardır. Bunlar kısaca şu şekilde sıralanmıştır:

³¹ Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, Kanun No: 4875 Kabul Tarihi: 5 Haziran 2003 Resmi Gazete : 17 Haziran 2003, Madde 2,

<http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/Mevzuat/Do%c4%9frudan%20Yabanc%c4%b1%20Sermaye%20Yat%c4%b1r%c4%b1mlar%c4%b1%20Mevzuat%c4%b1/Do%c4%9frudan%20Yabanc%c4%b1%20Yat%c4%b1r%c4%b1mlar%20Kanunu.pdf> (25.09.2007)

³² Avrupa Birliği Müktesebatı, 388L0361/OJL 178 08.07.88 s.5/88/361/EEC

— Doğrudan yatırımlarda yatırımcının şirket yönetiminde veya denetiminde söz hakkı varken portföy yatırımlarında yoktur.

— Doğrudan yatırımlarda yatırımcı, yatırım sermayesi ile birlikte üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini beraberinde getirir. Oysa portföy yatırımlarında sermayeden başka bir katkı yapılmamaktadır.

2.1.2.2.2. Doğrudan Yatırımlara Neden Olan Faktörler

Yabancı sermayenin bir ülkeye giriş için kullandığı birtakım yöntemler vardır. Bunlardan ilki bir malı kendi ülkesinde üretip ihracatını gerçekleştirmek, ikincisi lisans hakkı vererek bilgi ve teknolojisini girmek istediği ülkedeki bir firmaya aktarmak, üçüncüsü franchising vermek suretiyle o ülkede kendi adı ve markasıyla yerel firma tarafından üretimin gerçekleştirilmesini sağlamak, dördüncüsü yönetim sözleşmeleri yapmak suretiyle yerel üreticiye uzmanlık bilgisini ya da know-how kiralamak, beşincisi üretim sözleşmesi yapmak suretiyle yerel üreticiye kendi adına üretim yapması ve satmasına imkan vermek ve son olarak da girmek istediği ülkeye doğrudan yatırım yapmaktır.³³

Yabancı bir firmanın bir ülkeye doğrudan yatırım yapmasını gerektiren bazı nedenler vardır. İhracata yasal ve teknik engellerin çıktığı durumlarda ya da ihracatın masraflı olduğu ya da mesafenin uzun olmasından dolayı gecikeceği durumlarda ihracatçı firma lisans hakkı devri ya da doğrudan yatırımları düşünebilir. Yine lisans hakkının devri durumunda da bilgi ve teknolojinin yerel firmalarca taklit edilip kısa sürede rekabetçi hale gelmeleri, lisans hakkını elde eden yerli firmanın yapılan sözleşmeleri açık ya da örtülü şekilde ihlal etmesi gibi nedenlerle yabancı firmalar lisans hakkı vermekten de kaçınabilmektedirler. Doğrudan yatırımların teşvik edilmesi, yasal koşullardaki esneklikler, ucuz işgücü gibi nedenler de dikkate alındığında bir firma için doğrudan yatırımlar tercih edilebilmektedir. Artan uluslar arası rekabet, daha kaliteliyi daha ucuza üretebilme kaygısı özellikle çok uluslu firmaları geliştirmekte olan ülkelere doğrudan yatırımlara sevk etmiştir.

³³ Riad A. Ajami, Karel Cool, G. Jason Goddard, **International Business: Theory And Practice**, M.E Sharpe, Newyork, 2. Baskı, 2006, s.23-25

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha çok dinamik ekonomileri tercih eder. Ölçüt olarak bir ülkede kişi başına düşen milli gelirin büyüklüğü ve artış hızı, pazar genişliği, işgücünün ne kadar iyi eğitilmiş olduğu, fiziki ve teknolojik altyapının ne kadar yeterli olduğu, ülkenin ihracat yapılacak pazarlara yakınlığı, toplumsal ve politik istikrarı, yasal çerçeve, korumacılık eğilimleri ve yabancı yatırımcıların olup olmadığı gibi faktörlere bakar. Bu bağlamda doğrudan yatırımlar için evsahibi ülkenin sahip olması gereken özellikler; doğrudan yatırım politikaları, ekonomik belirleyiciler ve iş kolaylaştırıcı faktörler olmak üzere üç grupta toplanmaktadır.

Doğrudan yatırım politikalarının çerçevesini; ekonomik ve sosyal istikrar, yabancı yatırımlara yönelik davranış standartları, pazar yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar, doğrudan yatırımlara ilişkin yapılan uluslararası anlaşmalar, özelleştirme politikaları, ticaret politikaları (tarifeler ve tarife dışı engeller) ve bu politikaların doğrudan yatırım politikaları ile uyumu, vergi politikaları oluşturur.³⁴

İş kolaylaştırıcı faaliyetleri; yatırım tanıtım etkinlikleri (buna imaj düzeltici ve yatırım ortamını iyileştirici faaliyetler ile yatırımları kolaylaştırıcı hizmetler dahildir) ve yatırım teşvikleri, bürokratik etkinlik ve rüşvet gibi nedenlerden kaynaklanan güçlük maliyetleri, sosyal yaşam kalitesi ve yatırım sonrası hizmetler oluşturur.³⁵

Ekonomik belirleyiciler ise yabancı sermayenin geliş amacına bağlı olarak değişmektedir. Buna göre sermaye; pazarı hedefleyen sermaye, doğal kaynaklara ulaşmayı hedefleyen sermaye ve üretimde etkinliği hedefleyen sermaye olmak üzere üç türdür. Pazarı hedefleyen firma daha çok pazar genişliğine ve kişi başına düşen sermayenin büyüklüğüne, sermaye giriş ve çıkışına, ülkeye has tüketici tercihlerine ve pazar yapısına bakar. Doğal kaynaklara ulaşmayı hedefleyen sermaye ise doğal kaynakların ne kadar bol olduğuna ve bunlara ulaşma imkânlarına, ucuz iş gücü imkanlarına, kalifiye işgücü potansiyeline, kişi ve firmaların sahip olduğu varlıklara (teknolojik yenilikçi vd.), fiziki altyapıya (limanlar, yollar, enerji ve telekomünikasyon) bakar. Üretimde etkinliği amaçlayan sermaye için ise özellikle işgücü maliyetleri, diğer girdi maliyetleri, ulaşım ve iletişim maliyetleri ile diğer ara malların fiyatları, bölgesel

³⁴ United Nations, World Investment Report 1998: Trends and Determinants Overview, http://www.unctad.org/en/docs/wir1998overview_en.pdf, (30.09.2007) s. 28

³⁵ United Nations, World Investment Report 1998. s28

şirket ağlarına elverişli bölgesel entegrasyon anlaşmalarının varlığı gibi koşullar gelişmekte olan ülkelere yapılacak doğrudan yatırımlar için önemli unsurlardır.³⁶

Ayrıca doğrudan yatırımları gerçekleştirecek olan firmaların strateji ve risk algılamaları yatırımlar üzerinde belirleyici etkiye sahiptir. Ülkelerin makroekonomik yönetimlerindeki başarıları, istihdam piyasalarının yapısı ve istihdam maliyetleri ile siyasi istikrar risk algılamalarında etkilidir. Şirketlerin yatırım yapacakları bölgeye ilişkin hangi algılamalara sahip oldukları, deneyimleri, bölgenin üretim için gerekli olan girdilere sahip olup olmadığı, bölgedeki stratejik işbirliği imkanları, teknolojik koşullar yatırım kararlarını etkileyecektir.³⁷

2.1.2.2.3. Doğrudan Yatırımların Etkileri

Doğrudan yatırımlar ülke ekonomisi üzerinde bir takım olumlu etkilere sahiptir. Bu etkiler ülke sermaye birikiminde, istihdamında, milli gelirinde artış, ödemeler bilançosunda iyileşme, vergi gelirlerinde artış ve mali yapının güçlenmesi, teknoloji transferinin gerçekleşmesi ve iç rekabet koşullarının iyileşmesi şeklinde sıralanabilir.

Doğrudan yatırımlar başlangıçta gelişmekte olan ülkelerdeki madenlerin işletilmesi amacını taşımaktaydı. Yabancı yatırımcılar gelişmekte olan ülkeler ile anlaşarak ülke içindeki bazı madenleri işletebilme hakkını almışlardır. Böylelikle gelişmekte olan ülke ekonomileri için önemli bir paya sahip olan madenler işletilebilmiş ve ülke gelirlerine katkı sağlamıştır.³⁸ Madenlerin ve yerel kaynakların işletilmesine yönelik olan yabancı yatırımlar varlığını sürdürmekle birlikte, doğrudan yatırımların niteliği ve kapsamı zaman içinde giderek genişlemiştir. Günümüzde bankacılık ve

³⁶ Elissa Braunstein, "Foreign Direct Investment, Development And Gender Equity: A Review Of Research And Policy", United Nations Research Institute For Social Development, 2006, *Occasional Paper 12*,

[http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/\(httpAuxPages\)/5159E5733338C836C12571390033F5E2/\\$file/OP12-web.pdf](http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/(httpAuxPages)/5159E5733338C836C12571390033F5E2/$file/OP12-web.pdf) (17.10.2007) s. 18

³⁷ Joong-Wan Cho, "Foreign Direct Investment: Determinants, Trends In Flows And Promotion Policies", *Investment Promotion And Enterprise Development Bulletin For Asia And The Pacific*, http://www.unescap.org/tid/publication/chap5_indpub2259.pdf, (23.10.2007)s.100-101

³⁸ Dale R. Weigel, Neil F. Gregory, Dileep M. Wagle, **Foreign direct investment International Finance Corporation**, Lessons of Experience Series No. 5. Washington, 1997, s.9

finans, pazarlama, mal ve hizmet üretimi olmak üzere hemen her sektörde yabancı yatırımlar görülebilmektedir.³⁹

Gelişmekte olan ülkeler doğrudan yatırımlarla borçlanma yükümlülüğüne girmeden yatırım gereksinimlerini karşılama, sermaye ve teknoloji açıklarını giderme imkânına kavuşmaktadırlar. Sermaye özellikle gelişmekte olan ülkelerde öteki üretim faktörlerine göre kısıtlı miktarlarda bulunmaktadır. Birçok ülke sermaye gereksinimini dış kaynaklardan temin etmeye çalışmaktadır. Doğrudan yatırımlar sermaye açığının kapatılmasında önemli bir kaynak niteliğindedir. Uzun süreli kalma özelliğinden ve ülkeden bir kaynak çıkışına neden olmadığından dolayı portföy yatırımları ya da dış borçlanmaya göre önemli avantajları vardır. Yapılan yatırımlarla ülke üretim kapasitesi artarken yeni istihdam alanları da oluşmaktadır.⁴⁰

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları işgücü verimliliğini artırıcı bir etkiye sahiptir. Bunu sermaye, teknoloji ve yeni yönetim teknikleri kullanımı ile gerçekleştirir. Sonrasında ise bu kazanımlar yerel firmalara doğru yayılır ve bunların verimlilikleri ve rekabet güçleri artar.⁴¹

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülkeye bir kaynak girişi sağladığı için ödemeler dengesini iyileştirici bir etki yapacaktır. Girişle birlikte sağlanan tek seferlik iyileşme yapılan yatırımın niteliğine bağlı olarak uzun süreli bir iyileşmeye de dönüşebilir. Bu yapılan yatırımların ihracata yönelik sektörlerde olmasına bağlıdır. İhracat miktarına ve döviz girdisine bağlı olarak ödemeler dengesi iyileşecektir. Ne düzeyde bir iyileşme olacağı ise döviz kurları ve dış talebin fiyat esnekliğine bağlı olacaktır.⁴² Ancak yabancı sermaye gelişmekte olan ülkelere genellikle ithalat yasaklarını ve tarife engellerini aşmak amacıyla gelmektedir. O nedenle daha çok iç

³⁹ OECD, **New Horizons for Foreign Direct Investment**, Paris: 2001, s. 208-209

⁴⁰ Padma Mallampally and Karl P. Sauvant, "Foreign Direct Investment in Developing Countries", March 1999, Volume 36, Number 1, *Finance & Development*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/mallampa.htm> (29.10.2007)

⁴¹ Marco Neuhaus, **The Impact of FDI on Economic Growth**, Physica Verlag, Newyork, 2006, s.7-11

⁴² Arslan Razmi, The Effects of Export-Oriented, FDI-Friendly Policies on the Balance of Payments in a Developing Economy: A General Equilibrium Investigation, University Of Massachusetts Amherst, Working Paper, September 2006, <http://www.umass.edu/economics/publications/2005-03.pdf> , (08.11.2007)s. 4-7, 23-25

piyasaya yönelik olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.⁴³ Bu durumda döviz kazandırıcı bir faaliyet olmadığı için uzun dönemde ödemeler dengesini iyileştirici etkisi olmamaktadır. Aksine firmanın üretim sürecinde kullanmak üzere yurt dışından yaptığı hammadde ve yarı mamul ithalatı döviz çıkışı nedeniyle ödemeler dengesini olumsuz etkileyebilmektedir. Bir diğer olumsuz etki ise gelen yabancı sermayenin bir süre sonra yurt dışına kâr transferleri gerçekleştirmesidir. Bu durumda da yurt dışına kaynak çıkışı olacağı için ödemeler dengesine olumsuz yansıtacaktır.⁴⁴

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülkeye teknoloji transferini de sağlamaktadır. Getirdikleri teknoloji pozitif dışsallık sağlayarak zaman içinde yerel firmaların da kullanımına girecek ve rekabet gücü kazanacaklardır. Ayrıca ülkeye gelen yeni teknolojilerle daha önce kullanılmayan kaynakların da kullanılma imkânı doğacaktır.⁴⁵ Yerel firmalar rekabet koşullarında maliyetlerini düşürme, kalite ve standardı yükseltme çabasına gireceği için daha etkin çalışmaya başlayacaklardır.⁴⁶ Böylece teknoloji transferi ülke ekonomisinin büyümesine katkı sağlayacaktır. Giren teknoloji yerel firmalara ne kadar çok yayılırsa büyüme etkisi artacaktır.⁴⁷

Ancak yabancı yatırım tamamlandıktan sonra özellikle çok uluslu firmalar yüksek kâr amacıyla hammadde ya da ara mal ithalatı yaparak üretim sürecinde kullanabilmektedirler. Bu da yerli kaynakların atıl kalmasına ve dışa bağımlılığın artmasına neden olmaktadır. Çok uluslu firmalar gelişmekte olan ülkelerde niteliksiz işgücü oranı yüksek olduğu için nitelikli işgücü gerektiren üretim sürecini ana ülkeden gerçekleştirmekte buna karşılık niteliksiz işgücünü kullanabileceği üretim sürecini

⁴³ Byung-Hwa Lee, **FDI From Developing Countries: A Vector For Trade And Development**, *OECD*, 2002, s.106-108

⁴⁴ Imad A. Moosa, **Foreign Direct Investment**, Newyork: Palgrave, 2002, s. 82-83

⁴⁵ Nagesh Kumar, Jaya Prakash Pradhan, "Foreign Direct Investment, Externalities and Economic Growth in Developing Countries: Some Empirical Explorations and Implications for WTO Negotiations on Investment", *Research and Information System for the Non-Aligned and Other Developing Countries*, RIS-DP 27/2002, http://www.ris.org.in/dp27_pap.pdf (23.10.2007), s.24-26.

⁴⁶ Beata K. Smarzynska, "Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages", *World Bank Policy Research Working Paper* 2923, October 2002, http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2002/11/22/000094946_02111304010628/Rendered/PDF/multi0page.pdf (23.10.2007), s.6

⁴⁷ Andreas Johnson, "The Effects Of Fdi Inflows On Host Country Economic Growth", January 2006, *CESIS Electronic Working Paper Series*, Paper No. 58, <http://www.etsg.org/ETSG2005/papers/johnson.pdf> (10.11.2007), s.1-9

gelişmekte olan ülkede gerçekleştirilmektedir. Bu durum ana ülkeden yatırım yapılan gelişmekte olan ülkeye ara mal ihracatına neden olmaktadır.⁴⁸ Diğer bir olumsuzluk ise çokuluslu şirketlerin yatırımlarını tamamladıktan sonra yerel firmaların yönetimini izleme ve kontrolü ele geçirme fırsatı yakalamış olmalarıdır. Özellikle kriz zamanlarında yerel firmaların finansal güçlüklerle düşmesi buna karşılık finansman gücünü koruyan yabancı yatırımcının yerel firmaların hisselerini çok ucuz bir fiyatla ele geçirmesi riskleri sözkonusudur.⁴⁹

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları reel sektörün yanı sıra finansal sektörlere de yönelmektedirler. Finansal sektörlere yönelen yabancı sermayenin sağlamış olduğu faydalar şu şekilde sıralanabilir:⁵⁰

- Kaynak tahsisi ve kullanımında etkinlik: Giriş engelleri fazla olan gelişmekte olan bir ülkeye yabancı sermaye girince endüstrideki yerel monopolistik gücü kırarak rekabetçi bir ortam oluşturur. Ayrıca yabancı firmanın olması ileri teknoloji kullanımına ve etkin bir üretimin gerçekleşmesine imkan verir. Bu koşullarda yerel firmalar daha etkin bir kaynak kullanımına yönelmek zorunda kalırlar.

- Yüksek oranlarda teknoloji transferi ve kullanımı: Doğrudan yatırımların ülkelerin teknolojik gelişmelerine katkı sağladığı bilinmektedir. Böylelikle ülke ekonomik büyümesine de katkı sağlamış olacaktır.

- Yabancı yatırımlar ev sahibi ülkede çalışanlarına yüksek ücret vererek ücret seviyesinin yükselmesine neden olurlar. Yine de yüksek ücretlerin yabancı firmalarla sınırlı kaldığı durumlar olabilmektedir.

- Finansal hizmetlerde yabancı sermaye yatırımları yeni düzenlemeler ve iyi bir yönetim gerektirir. Yöneticiler bazen yeni ürün ve süreçlerin nasıl değerlendirileceği konusunda hazırlıksız olabilmektedirler.

⁴⁸ Ari Kokko, "FDI And The Structure Of Home Country Production", **Foreign Direct Investment, Research Issues**, Routledge, London&Newyork, 2002, s.156-157

⁴⁹ Prakash Loungani and Assaf Razin, "How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?" *Finance&Development*, June 2001, Volume 38, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/loungani.htm> (29.10.2007)

⁵⁰ Linda Goldberg "Financial FDI and Host Countries: New and Old Lessons", March 6, 2003, <http://www.bis.org/publ/cgfs22fedny1.pdf> (02.11.2007), s.2

- Yabancı bankaların varlığı konjonktürel dalgalanmaların şiddetini arttırmayıp aksine azaltıcı etkiye sahiptirler. Çok çeşitli türlerde fonlar arz ederek konjonktürün dalga boyunu yumuşatırlar.

- Yabancı bankaların varlığı krizlerin etkisini azaltır. Ancak krizlerin bulaşma etkisini artırır. Ancak yabancı bankalar sınır aşırı sermaye hareketlerine karşı teminat olarak bulunması bulaşma etkisini azaltacaktır.

2.1.2.3.Resmi Sermaye Hareketleri

2.1.2.3.1.Tanım

Gelişmekte olan ülkelere ve çok taraflı kuruluşlara devletler ve yerel yönetimler ya da onların yönetim birimleri gibi resmi kuruluşlarca gerçekleştirilen sermaye hareketleridir. Gelişmekte olan ülkelerin refahlarının ve ekonomik gelişmelerinin desteklenmesini amaçlar. Resmi sermaye hareketleri; gelişmiş ülkelerin ve çok taraflı finansal kuruluşların geliştirmekte olan ülkelere verdikleri yardım ve kredilerden oluşur. Bunlara kalkınma kredileri veya dış yardımlar da denir. Dış yardımlar Resmi kalkınma yardımları, Resmi Yardımlar ve diğer yardımlar olmak üzere üç türdür.⁵¹

Resmi Kalkınma Yardımları devletlerin ve yerel yönetimlerin de dahil olduğu resmi kurumlar tarafından geliştirmekte olan ülkeler ve çok taraflı kuruluşlara kalkınmalarını sağlama amacıyla verilen yardımlardır.⁵²

Resmi yardımlar resmi kalkınma yardımları ile aynı özellikleri taşır. Farkı ise yardımların geçiş ekonomilerine yönelik olması ve öncelikli olarak kalkınma amacının olmamasıdır.⁵³

⁵¹Helmut Führer, "The Story Of Official Development Assistance, A History Of The Development Assistance Committee And The Development Co-Operation Directorate In Dates, Names And Figures", Organisation For Economic Co-Operation And Development

Paris 1996, <http://www.oecd.org/dataoecd/3/39/1896816.pdf> (30.10.2007), s.24

⁵² OECD, Glossary of Statistical Terms, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6043>

⁵³ OECD, Glossary of Statistical Terms

Diğer resmi sermaye hareketleri ise resmi kalkınma yardımları ve resmi yardımların kriterlerini taşımayan yardımlardır. Hükümetlerce şartsız verilen; resmi borçlar, resmi ihracat kredileri, resmi sektörel sermaye ve portföy yatırımları, borç yapılanması gibi işlemler diğer resmi sermaye hareketlerinin türleridir.⁵⁴

2.1.2.3.2. Resmi Sermaye Hareketlerine Neden Olan Faktörler

Resmi yardımlar ekonomik sosyal ve siyasi bir takım gerekçelerle verilmektedir. Devletler, Dünya Bankası gibi mali kuruluşlar ya da Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarınınca verilen resmi yardımlar, döviz ve tasarruf açıklarının kapatılmasında kullanılmaktadır. Böylece daha fazla yatırım, büyüme ve kalkınma imkânı yakalanmış olacaktır. Kalkınma yardımları soğuk savaş döneminin yardım anlayışıyla şekillenmiş ve NATO'nun kuruluş amaçları arasında yer almıştır. Üye ülkeler askeri yardımlarla daha güvenli hale gelirken, kalkınma yardımlarıyla da ekonomik ve sınaî kalkınmalarını gerçekleştireceklerdir. İkinci dünya savaşıyla yıkılan Avrupa ülkeleri bu kapsamda yapılan yardımlarla kısa sürede yeniden inşa edilmiştir.⁵⁵

Resmi yardımların amaçları koşullara bağlı olarak değişmekle birlikte yardım veren ülkelerin stratejik hedeflerine ve çıkarlarına uygun olarak şekillenmektedir. 21'yy. başında resmi yardımlar; uluslar arası dayanışma, ulusal çıkar ve uluslar arası kamusal yararın korunması amacına yönelmiştir.⁵⁶

- Uluslararası dayanışma ve dini motivasyonlar

Gelişmekte olan ülkelerdeki yoksullara yardım için hissedilen etik ve insani kaygılarla yardımlar yapılmaktadır. Yapılan yardımlar; insanlığın acılarını hafifletmek ve insani ilişkileri arttırmak, doğal ve insan yapımı felaketlerle baş edebilmek, yaşam standartlarının yükseltilmesi için yerel kapasite oluşturmak şeklinde gruplandırılabilir.

⁵⁴ OECD, Glossary of Statistical Terms

⁵⁵ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, İstanbul: Güzem Yayınları, 1991, s. 543

⁵⁶ Francisco Sagasti, Official Development Assistance: Background, Context, Issues and Prospects, 2005, <http://www.i20.org/publications/Phase%20III/ODA/ODA%20Sagasti.pdf> (27.08.2010), s. 2-3.

- Ulusal çıkar

Ülkeler stratejik çıkarlar ve güvenlik çıkarları doğrultusunda yardımlar yapılabilmektedir. Bu tür yardımlar terörle ve uyuşturucu ile savaş, bölgesel ittifakların veya anlaşmaların sağlanması kapsamında verilmektedir.

Stratejik ve politik çıkarlara uygun iç ve dış politikalara destek sağlamak amacıyla yardımlar yapılabilmektedir. Bu tür yardımlar; eski sömürge bölgeleriyle, tarihi ve kültürel bağların olduğu bölgelerle ilişkiler, uluslararası siyasi tanınma ve desteğin sağlanması, yurt içindeki göçmenler ve yabancı etnik grupların desteğinin sağlanması kapsamında verilmektedir.

Ekonomik ve ticari çıkarları korumak için yardımlar yapılabilmektedir. Bu tür yardımlar; ihracatın genişlemesi, istihdam olanaklarının artırılması, yerel üreticilerin korunması (gıda), gelişmekte olan ülkelerde yatırımların korunması, doğal kaynaklara (petrol ve mineral) erişim güvenliğinin sağlanması, üstün nitelikli potansiyel göçmenlere ulaşma (burs), ihracat talebi oluşturma (ihracat kredileri, teknoloji transferi vb.) kapsamında verilmektedir.

- Kamusal yararın ulusal ve uluslar arası ölçekte sağlanması ve korunması

Kamu yararını tehdit eden bölgesel ve uluslararası sorunlarla mücadele için yardımlar yapılmaktadır. Bu tür yardımlar; bölgesel ve küresel tehlikelere karşı çevrenin korunması (Ozon tabakasının delinmesi, küresel ısınma, biyolojik farklılıkların yok olması, tropikal bölge tahribatı vb.), artan nüfusa ve hastalıklara karşı önlem (göç sorunu ve aids gibi hastalıklar), kamu yararını tehdit eden (suç, uyuşturucu, trafik, kara para aklama, terörizm gibi) eylemlere karşı ortak bir girişimin başlatılması kapsamında verilmektedir.

Uluslararası düzenin korunması amacıyla belli bölge ve ülkelere yardımlar yapılmaktadır. Bu tür yardımlar; demokrasinin desteklenmesi (seçimlere gözlemci gönderilmesi, yerel politik istikrarın korunması, demokrasinin ve kurumlarının güçlendirilmesi), küresel ticari ve finansal sistemin istikrarının korunması (fon sağlamak suretiyle ani kırımlar ve sermaye kaçışlarının önüne geçmek gibi), sosyal

dengein sağlanması ve göçlerin önlenmesi (nüfus artışının yavaşlatılması, fakirlikle mücadele, insan haklarının desteklenmesi, kadının durumunun iyileştirilmesi), gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomilerine katılmaları (bilgi, yenilik ve üretimde kapasite arttırıcı önlemler, teknik destekler ve tecrübe paylaşımı) doğrultusunda yardımlar yapılabilmektedir.

1970'lerden 1980'lerin sonlarına kadar resmi yardımlar artış gösterdi. Ancak 1980 sonrası dönemde kalkınma amacıyla verilen resmi yardımların oranı azalmaya başladı. 1990-94 arası dönemde ortalama 52 milyar dolar olan resmi yardımlar 2000'li yılların başında 35 milyar dolara kadar düştü. Bunun yerine sosyal altyapı ve hizmetleri, ekonomik altyapı ve hizmetleri, üretim sektörü, borç yardımı ve borcun yeniden yapılandırılması, acil yardım gibi alanlara yönelik yardımlar arttı.

Son yirmi yıldır yapılan resmi kalkınma yardımları 50 ile 60 milyar dolar arasında iken 2005 yılı sonrasında 100 milyar doları aşmıştır. 2005 yılında gerçekleşen resmi yardımlar 107,1 milyar dolar, 2006 yılında 104,4 milyar dolardır. 2007 yılında ise global krizin de etkisiyle biraz daha düşmüş ve 103,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.⁵⁷

2.1.2.3.3. Resmi Yardımların Etkileri

Yardımların amacı gelişmekte olan ülkelerdeki fakirliği azaltmak ve ekonomik kalkınmayı sağlamak olmuştur. Ancak bu konuda ne kadar başarılı olunduğuna dair tartışmalar sürmektedir. Kimilerine göre bu başarı belli ölçüde sağlanmıştır. Eleştirel yaklaşımlara göre yardımlar iç tasarrufları ve yatırımları ikame ederek büyüme ve kalkınmayı frenlemiştir. Ayrıca borç yükünün ve yardım yapan ülkelere yapılan ithalatın artması ile ödemeler dengesi açıkları yükselmiştir. Ek olarak yardımlar modern sektörleri canlandırmaya yönelerek zengin ve fakir arasındaki yaşam standardı farkını arttırmıştır. Yine de spesifik yardım projelerinin performanslarının ölçümleri hariç genel olarak yardımların etkinliğini ölçen veriler yoktur. Yardımların etkinliği ülkeye ve sektöre göre değişir.

⁵⁷ OECD, Aid Targets Slipping Out Of Reach? <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/41724314.pdf> (05.11.2007) s.1

Yardımların etkinliğine ilişkin olarak gözlenen bir durum; yardım yapan ülkelerin zenginliklerinin artması ve yardım alan ülkelerin ise daha da zayıflaması ile sonuçlanan yardım paradoksudur. 1960 ile 2000 yılları arasında yardım yapan zengin ülkeler kişi başı milli gelirlerini %177 arttırırken yardım alan ülkeler sadece %7 arttırmışlardır. Bu durum yaşam kalitelerindeki değişimde de kendisini göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde kırk yılda bebek ölüm oranları %0,35ten %0,05'e düşmüş, insan ortalama yaşam süreleri 69'dan 78'e çıkmış, okuma yazma bilmeyenlerin oranı 13,4'ten %3,4'e düşmüştür. Oysa düşük gelirli ülkelerde çocuk ölüm oranları %1,18'den %0,081'e düşmüş, ortalama insan ömrü 43'ten 54'e yükselmiş, okuma yazma bilmeyenlerin oranı ise %64'ten %38,1'e gerilemiştir.⁵⁸

Yardımların etkinliğine ilişkin bir başka değerlendirme kriz zamanlarında yapılacak olan yardımlara yöneliktir. Düşük gelirli ülkeler dış şoklara ve iklimsel şoklara karşı (ihracat fiyatlarının düşmesi, alıcı ülkelere ticari sınırlamalar getirilmesi, iklim değişiklikleri, doğal felaketler vb.) oldukça duyarlıdırlar. Böyle zamanlarda yapılacak yardımlar bu ülkelerin ekonomilerini büyük katkı sağlayacaktır. Ancak yardım yapan ülkeler çoğu zaman yaptıkları yardımlarla çelişen ticaret politikaları gütmektedirler. Yardım yaptıkları ülkelerin ihracat sektörlerini destekleyip daha sonra da bu ülkelere yaptıkları ithalata sınırlama getirmektedirler. Örneğin 1980'li yıllarda ABD Bangladeşin tekstil ve aksesuar sektörünü desteklemiş, daha sonra da Bangladeş'ten tekstil ve aksesuar ithalatını sınırlandırmıştır. Bir başka aykırılık ise gelişmiş olan ülkeler kendi iç pazarlarına girişi sınırlarken gelişmekte olan ülkelerin pazarlarını açmalarını istemeleridir. Az gelişmiş ülkelerin önemli bir ihracat alanı olan tarım sektörüne ilişkin destekleme politikaları bunun açık göstergesidir. Gelişmiş ülkeler yaptıkları dış yardımların altı katı kadar bir desteği (300 milyar dolardan fazla) yıllık olarak kendi tarım sektörlerine yapmakta ve tarımsal ürün ithalatını sınırlandırmaktadırlar.⁵⁹

⁵⁸ Iryna Piontkivska, International Official Aid: Flows and Impact, The Blazer Foundation, April 2004, http://www.sigmapleyzer.com/files/International_Official_Aid.pdf, s.13-18

⁵⁹ Iryna Piontkivska, s.13-18

2.2. Yabancı Sermaye Teorileri

Uluslararası sermaye akımları teorileri sermaye akımlarının türlerine bağlı olarak iki grupta incelenmektedir. İki portföy yatırımlarını açıklayan “Portföy Yatırımı Teorileri” diğeri ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını açıklayan “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı Teorileri”dir.

2.2.1. Portföy Yatırımı Teorileri

Portföy yatırımı teorileri Keynes’e kadar uzanan Klasik Finansal Akım teorisi ile günümüz hisse senedi ve tahvil alım satımlarını konu alan modern portföy teorisi olmak üzere iki grupta değerlendirmek mümkündür.

2.2.1.1. Klasik Finansal Akım Teorisi

Klasik Sermaye Akımları Teorisi Keynes ve Ohlinin tartışmalarına dayanır. Klasik akımın teorisyenlerinden Mill’e göre sermaye transferleri bir ülkenin diğeri bir ülkeye borç vermesiyle başlar. Borç veren ülkede fiyatlar düşecektir. Borç veren ülke daha öncesinde daha çok ihracat gerçekleştirerek sermaye birikimi oluşturmuştur. Borçlanan ülkede ise fiyatlar yükselecek ve alım gücü düşecektir. Bu durum iki ülke arasındaki döviz kurlarına yansiyacak ve borçlanan ülkenin parası borç veren ülkenin parası karşısında değer kaybedecektir. Böylelikle borçlu ülkeden alacaklı ülkeye doğru ihracat artışı olacaktır.⁶⁰ Bir ülkeden diğeri sermaye transferi olduğu zaman sermayenin çıktığı ülkede para arzı ve gelir azalırken faiz oranları artacak ve fiyatlar düşecektir. Sermayenin giriş yaptığı ülkede ise para arzı ve gelir artacak, faiz oranları düşecek ve fiyatlar yükselecektir. Fiyat düzeyindeki düşüşler sermaye çıkışı olan ülkede cari işlemler fazlasına neden olurken, fiyat artışları sermaye girişi olan ülkede cari işlemler açığına neden olacaktır. Bu durum fon akışlarını tersine çevirecek ve ticaret fazlası veren ülke yaptığı ihracatla sermayeyi tekrar geri çekecektir. İthalat artışı ile ticaret açığı veren ülkenin fonları ise ihracatçı ülkeye doğru akmaya başlayacaktır.⁶¹ Ohlin’in yaklaşımına göre sermaye bir ülkeden diğeri giderken ticari koşulların yanı

⁶⁰ John Knapp, “The Theory of International Capital Movements and its Verifications”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 10, No. 2 (Summer, 1943), <http://www.jstor.org/stable/2967428> s.115

⁶¹ Barry J. Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, *Capital account liberalization*, International Monetary Fund, Washington DC, 1998, s.12

sıra faktör fiyatlarını dikkate alır. Sermaye faktör fiyatlarının daha ucuz olduğu ülkelere yönelecektir. Üretim sürecinde sermayenin marjinal etkinliği yüksek olacağı için o ülkelerde üretim ucuz ve bol olacaktır. Böylelikle sermayenin girdiği ülkelere sermayenin kaynağını oluşturan ülkelere doğru bir ihracat artışı görülecektir.⁶²

Klasik teorinin bu önermesinin geçerliliği yine klasik teorinin varsayımları çerçevesinde geçerlidir. Bu varsayımlar; mal ve faktör piyasalarında tam rekabet koşullarının geçerli olması, ekonominin tam istihdamda olması, iki ülkenin de ithal ve ihraç mallar talebinin yüksek olması, borçlu ülke ithal eğilimi ile borç veren ülke harcama eğiliminin eşit olması şeklinde sıralanabilir.⁶³

2.2.1.2. Modern Portföy Teorisi

Fon sahiplerinin hisse senedi ve tahvil satın alarak yaptıkları finansal yatırımlara portföy yatırımı denir. Fon sahipleri, kaynaklarını risklilik düzeylerine göre çeşitli menkul değerlere dağıtarak maksimum geliri amaçlar. Böylece yatırımcı kaynaklarını tek bir menkul kıymete yatırma riskinden kurtulmuş ve riski çeşitli yatırım araçlarına dağıtmış olur. Yatırımcının yatırım kararlarını etkileyen en önemli iki faktör risk ve getiridir. Bir yandan maksimum getiri diğer yandan minimum risk amaçlar. Risk düzeyi önceden tam olarak belirlenemediği için yatırımcı tahminlerine göre hareket edecektir. Yatırımcı bu durumda elindeki fonları tek bir menkul değer yerine çeşitli yatırım araçlarına dağıtmayı tercih edecektir.⁶⁴

Yatırımcı ulusal piyasalardaki araçlara yatırım yapabildiği gibi uluslar arası piyasalardan da menkul değer alabilmektedir. Uluslararası piyasalarda da sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen iki unsur risk ve getiridir. Getiriyi belirleyen faktör iç ve dış faizler arasındaki fark olacaktır. Faiz oranlarındaki değişim riskinin yanı sıra yabancı menkul değerlere yatırım yapanlar için ayrıca bir de kur riski vardır. Arbitraj ve spekülasyon sermaye hareketlerinin yönünün ve getirisinin ne olacağını gösterir.

⁶²W.M Corden “The Theory of International Trade, Transnational Cooperations and International Trade and Payments”, United Nations Library on Transnational Corporations, Routedege, Volume 8, 1993, <http://unctc.unctad.org/data/libvol8b.pdf> s. 26

⁶³ Nurdan Arslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1997, s.49–50

⁶⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003, s.384

Sermayenin iç getirisi ile dış getirisi arasındaki denge bozulup sermayeyi harekete geçirecek bir farklılık oluştuğunda arbitraj faaliyetleri başlayacaktır.⁶⁵

$$\dot{I}_d = i_f + r_f + \Delta P_t + R$$

\dot{I}_d = Sermayenin kaynağı olan ülkedeki finansal getiri

\dot{I}_f = Diğer ülkelerdeki finansal getiri

r_f = Reel kur ayarlaması

ΔP_t = Beklenen enflasyon oranını

R = Risk faktörü

Yukarıdaki denklemin bozulması durumunda arbitraj faaliyetleri başlar. İç faiz ve dış faiz arasındaki oluşacak fark ya da döviz kurlarındaki değişimler sermaye hareketlerinin yönünü ve hızını belirleyecektir. Devletler özellikle iç faiz oranlarını değiştirerek yabancı sermayenin ülkeye yönelmesini etkileyebilmektedirler.⁶⁶

2.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı Teorileri

2.2.2.1. Klasik Teori

Tam rekabet koşullarını ve sınır ötesi mal ve hizmet akımlarının maliyetsiz olduğu bir durumu ön koşul olarak gören klasik teoride yabancı sermaye yatırımlarının dünya kaynak kullanımında etkinliğin sağlanmasına ve dünya refahının artmasına katkı sağlayacağını belirtir.

Gelişmiş ülkelerde sermaye bol ve ucuz olduğu halde gelişmekte olan ülkelerde ise emek bol ve ucuzdur. Sermaye emeğin bol ve ucuz olduğu gelişmekte olan ülkelere gitme eğilimindedir. Böylece bir yandan gittiği ülkenin sermaye stokuna katkı sağlarken diğer yandan dünya üretiminin daha verimli ve ucuz hale gelmesine yardımcı olacaktır.⁶⁷

⁶⁵Söhnke M. Bartram and Gunter Dufey, "International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework", *Financial Markets, Institution & Instruments*, V. 10 No. 3 August 2001, New York, <http://www.scribd.com/doc/8072664/international-portfolio-investment-theory-evidence-and-institutional-framework>, s.88-91

⁶⁶ Arslan, s.50-51

⁶⁷ Imad Moosa, **Foreign Direct Investment**, Newyork: Palgrave, 2002, s.24-27.

2.2.2.2. Faktör Donatımı Teorisi

İsveçli iki ekonomist olan Eli Hecksher ve Bertil Olin uluslar arası ekonomide karşılaştırmalı üstünlüklerin nereden geldiğini açıklayan bir model geliştirmişlerdir. Teoremin temel varsayımı ülkelere üretim faktörlerinin eşit bahşedilmediğidir. Kimi ülkeler verimli topraklara sahipken kimi ülkeler de (Hindistan, Çin, Brezilya gibi) ucuz işgücüne sahiptirler. Kimi ülkeler ise geniş ve kompleks üretim tesisleri ile fiziki sermaye bakımından iyi bir donanıma sahiptirler. Her ürün türü farklı faktör bileşenlerini içermekle birlikte birkaç faktörün kullanımı öteki faktörlere göre daha yoğun olmaktadır. Örneğin Tarımsal üretim sürecinde emek ve toprak faktörü sermayeye oranla daha yoğun kullanılırken, otomotiv sektöründe ise sermaye ve teknoloji emek faktörüne oranla daha yoğun kullanılmaktadır. Ülkeler zengini oldukları faktörün yoğun kullanıldığı ürünleri ürettikleri zaman diğer ülkelere göre karşılaştırmalı bir üstünlük sağlayabilmektedirler.⁶⁸

Hecker- Ohlin teoremine göre ülkelerin farklı faktör zenginlikleri uluslararası ticaretin temel nedenidir. Faktör zenginliklerindeki farklılıklar ülkeler arasında faktör fiyatlarının farklılaşmasına ve faktör arbitrajı oluşmasına neden olur. Bir faktörün bol ve ucuz olduğu ülkeden kıt ve pahalı olan ülkeye doğru bir hareket başlar. Ancak özellikle emek faktörü ülkeler arasındaki kısıtlamalar dolayısıyla tam olarak hareketli değildir. Bu durumda bir ülke hangi faktör bakımından zenginse üretimini o alana yoğunlaştırarak ürettiklerini uluslararası pazarlar. Faktör hareketliliği yerini mal hareketliliğine bırakır.⁶⁹

Ancak sermaye emeğe yapılan kısıtlamalarla karşılaşmadığı için, ülkeler arasında oldukça hareketlidir. Sermaye zengini ülkelerdeki yatırımcılar kendi ülkelerindeki pahalı işgücü ve yüksek üretim maliyetleri nedeniyle emeğin ucuz olduğu ve sermayeye kısıtlama getirmeyen ülkelere doğru yatırımlarını kaydırırlar. Örneğin Amerika Birleşik Devletlerinden Meksika'ya teknoloji transferi ve doğrudan yatırımlar

⁶⁸ Christian Bjørnskov, Basics of International Economics, BookBoon 2005

⁶⁹ Edward E. Leamer, "The Hecker Ohlin Model in Theory and Practice Theorem", *Princeton Studies in International Finance*, February 1995, http://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S77.pdf (13.11.2007), s.1-7

yapılmaktadır. Aynı şekilde Amerika'dan Çin'e sermaye yatırımları yapılırken Çin'den de Amerika'ya işgücü transferi olmaktadır.⁷⁰

2.2.2.3. Ürün Dönemleri Teorisi

Uluslararası ticarete teknolojik gelişmelerin etkisi Raymond Vernon tarafından Ürünün Hayat Devreleri Teorisinde incelenmiştir. Teoriye göre, herhangi bir ürünün hayat devresinde üç aşama vardır. Bunlar; yenilik, olgunlaşma ve standartlaşma aşamalarıdır. Üretimin ilk dönemi olan yenilik aşamasında, yeni ürünü geliştiren firma, tekelci bir güce sahiptir ve daha çok yerli piyasaya yönelik üretim yapmaktadır. Üretimin olgunlaşma aşamasında ürüne ait teknolojiye diğer firmalar tarafından da ulaşılmış ve buna bağlı olarak piyasadaki üretici sayısı artmıştır. Üretici sayısının artmasına paralel olarak yeniliği ilk gerçekleştiren firmanın monopolistik kârı azalmaya başlamıştır. Ürünün ve üretim teknolojisinin standart hale geldiği aşama, üretimde son aşamadır. Bu aşamada üreticiler arası fiyat rekabeti söz konusudur. Dolayısıyla daha düşük maliyetli kaynaklar önem kazanmaktadır.⁷¹

Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerdeki niteliksiz veya yarı nitelikli ucuz işgücü, gelişmiş ülkeleri bu ülkelere dolaysız yatırıma sevk etmektedir.

Ürünün Hayat Devreleri teorisinde, dolaysız yatırımların nedeni; yenilikçi firmanın teknolojik üstünlüğünü ve tekelci avantajını koruma isteğidir.

2.2.2.4. Marksist Teori

Gelişmiş kapitalist ülkelerde kâr oranları düşme eğilimindedir. Sermaye bu durumda daha yüksek kâr elde edebileceği gelişmekte olan ülkelere doğru gitme eğilimindedir. Kapitalizmin gelişme sürecinde kapitalist ülkelerde sermaye artış gösterdi. Sermaye arttıkça sermaye yoğun ülkelerin kâr oranları azalmaya başladı. Oysa sermayenin kıt olduğu gelişmekte olan ülkelere hem kâr oranları yüksek hem de

⁷⁰ Edward E. Leamer, s. 7-14

⁷¹ Raymond Vernon, "International Investment And International Trade In The Product Life Cycle", *Quarterly Journal Of Economics*, 1966, Vol 80, No 2, <http://www.jstor.org/stable/1880689?seq=2> (22.11.2007) s. 190-207

nispeten ucuz olan işgücünün sömürme imkânları daha yüksektir. Bu durumda sermaye bu ülkelere gidip büyük kârlar elde edebilmektedir.⁷²

Eskiden gelişmekte olan ülkelerden doğrudan hammadde transferi yapmak amacını güden sermaye şimdi yatırım sonrası kâr, lisans ücreti, teknik hizmet karşılığı şeklinde kendi ülkesine daha büyük oranda transferler gerçekleştirmektedir.⁷³

2.2.2.5. Çokuluslu Şirket Teorisi

Dünya ticaretinin özellikleri dikkate alındığında ticari mal ve faktör piyasalarında ticari engellerin olduğu ve uluslar arası özel sermaye yatırımlarının engellendiği eksik rekabet koşulları görülmektedir.⁷⁴ Ürünün bir ülkede üretilip başka bir ülkeye ihracı durumunda tarife ve ticari engeller yüzünden maliyetler artabilmektedir. O nedenle bir ürünü o ülke içinde üretip satmak maliyetler açısından avantaj sağlayacaktır. Lokasyon teorisi de denen bu yaklaşıma göre ürün hammaddenin bulunduğu yere bağlı olarak üretilmektedir. Neoklasik teoriye göre kaynakların etkin dağılımı tam rekabet koşullarında gerçekleşebilir. Tam rekabetin olmadığı durumlarda ise piyasa başarısızlıkları olabilecek ve kaynakların etkin dağılımı gerçekleşmeyecektir. Uluslar arası piyasalarda tam rekabet koşullarının oluşmaması durumunda kaynakların burada da etkin dağılımı olmayacaktır. Yüksek dış piyasa maliyetlerinden kaçmak isteyen çokuluslu firma iç piyasada üretime yönelecektir. Ancak yatırımlarında dikkate aldığı bir konu da iç piyasa maliyetleridir. O nedenle firma iç piyasa ve dış piyasa arasında minimum maliyeti maksimum kârı sağlayacak karma bir yapıyı benimseyecektir. Rekabetin çok işlemediği az gelişmiş ülkeler çok uluslu şirketlerin varlığından yararlanmayı deneyebilirler. Ticari engeller çıkararak bu firmaların iç

⁷² Sebnem Oguz, Reconsidering Globalization As The Internationalization Of Capital: Implications For Understanding State Restructuring, University of Western Ontario, London, June 2005, <http://www.cpsa-acsp.ca/papers-2005/Oguz.pdf> (23.11.2007) s.10

⁷³ Nihat Batmaz, Halil Tunca, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye (1923 – 2003)**, İstanbul: Beta, 2004, s. 16–17

⁷⁴ Alan M. Rugman, “Internalization as a general theory of foreign direct investment: A re-appraisal of the literature”, *Review of World Economics* 1980, Volume 116, Number 2 <http://www.springerlink.com/content/7027277w52410205/> (14.12.2007), s.365

pazara girmek için yatırım yapmalarını, teknoloji transferi gerçekleştirmelerini arzulanabilirler.⁷⁵

Hecker Ohlin teorisine göre bir ürünün tümünün bir ülkede üretilmesi maliyet ve üretim açısından avantajlı olmayabilir. Çünkü her ülkenin bol ve etkin olduğu kaynak farklı farklıdır. O nedenle bir firma bulunduğu ülkede bol, ucuz ve üretimde etkin olan kaynağı kullanarak üretim yapmalıdır. Her ülkenin etkin ürettiği ürünler bir araya getirildiği zaman en uygun koşullarda üretim süreci tamamlanmış olur. Uluslaşırılma teorisine göre her bir ürünü farklı bir firmanın yapması ve bunların bir araya getirilmesi durumunda maliyet ve koordinasyon konusunda istenen sonuçlar alınamayabilir. O nedenle çok uluslu firma farklı ülkelerde şubeler açarak üretim süreçlerini kendisi kontrol etmektedir. Böylece istediği ürünün üretimi için farklı firmalara bilgi ve teknoloji desteği vermek zorunda kalmayacak, bilgi ve teknolojisinin kontrolünü sağlamış ve taklidini minimize etmiş olacaktır.⁷⁶

2.3. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi

Sermayenin serbest dolaşımı iktisadi açıdan küreselleşmenin en önemli unsurlarından biridir. İkinci dünya savaşı sonrasında kurulmaya çalışılan yeni dünya düzeninde ekonomik anlayış dünya ticaretinin serbestleştirilmesi şeklindedir. Bu amaçla daha sonra Dünya Ticaret Örgütüne (WTO) dönüşecek olan GATT kuruldu. Dünya para ve finans piyasalarını düzenlemek amacıyla da Bretton Woods adı verilen sabit kur sistemi oluşturuldu. Ticari liberalleşme dünya ticaretinin hızla artmasını ve zaman içinde sermayenin de önündeki engellerin kaldırılmasını sağladı. Literatürde finansal serbestleşmenin ve çerçevesinin ne olduğu tartışma konusudur. Ama yine de üzerinde uzlaşa sağlanan kavramlarla bazı tanımlamalar yapılabilir. Serbestleşme, sermayenin herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmaksızın rahatça hareket edebilmesi ve en kârlı

⁷⁵ Muhammad Yamin, F.I. Nixon, "Transnational corporations and the control of restrictive business practices: Theoretical issues and- empirical evidence", *International Review of Applied Economics*, 1988, <http://www.personal.mbs.ac.uk/myamin/pubs/1988-IRAE-Yamin-Nixsson-TNC-Control.pdf> (22.12.2007), s.3-6,

⁷⁶ Thomas G. Parry, "Internalisation as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Critique", *Review of World Economics*, 1985, Volume 121, Number 3 / September <http://www.springerlink.com/content/m7q41k725049k844/fulltext.pdf?page=1> (23.12.2007) s.564

yatırım alanlarına yönelebilmesi anlamına gelir.⁷⁷ Küresel finansal serbestleşme ise sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması, sermayenin ülkeler arasında serbestçe dolaşabilmesidir. Hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırması ya da büyük oranda azaltması, kambiyo kısıtlamalarını kaldırması ve parasal konvertibilitiyi sağlaması finansal liberalleşmenin unsurlarını oluşturur.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi finansal serbestleşmenin yanı sıra fiziki sermayenin de serbest dolaşımını kapsar. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları sermaye hareketleri içinde en önemli kalemlerden biri olup ülkelerin en çok çekmeye çalıştığı yabancı sermaye türüdür.

Serbestleşme süreci sermaye kontrollerindeki azalmayla başlamış, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle küresel bir boyut kazanmıştır.⁷⁸ Günümüzde mal ve hizmet ticaretlerini büyük ölçüde aşan oranlarda finansal hareketler görülmektedir. 2000’li yıllarda günlük finansal araç ticareti yaklaşık olarak 1,3 trilyon doları bulurken, reel ticaret 32 milyar dolar civarında kalmaktadır. Buradan hareketle günlük para ticaretinin, günlük mal ticaretinin 40 katına ulaştığı söylenebilir.⁷⁹

Liberalleşme, iç finansal piyasaların serbestleşmesi ve faiz oranlarının piyasa koşullarında serbestçe belirlenmesi ile ulusal düzeyde gerçekleşir. Ülke içinde ve dışında döviz ticaretinin serbestleştirilmesi ve dövizle borçlanma imkânlarının oluşturulması ile uluslararası ölçek kazanır.

Finansal serbestleşme sürecinde gelişmekte olan ülkelerin kambiyo rejimlerinde iyileşmeler ve finansal piyasalarında gelişmeler gözlenmiştir. Ancak

⁷⁷ Aysu İnel ve Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III-1999: IV”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni* 2003/8, Aralık 2003, s. 2

⁷⁸ Helleiner, G.K. “Cappital Account Regimes and The Developing Countries”, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, UNCTAD, Vol.VIII, 1997

⁷⁹ Muhammet Akdiş, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, 2004, *Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, <http://makdis.pamukkale.edu.tr> (17.01.2008), s.4

bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme olanakları sınırlanmış, büyüme ve kalkınma hedeflerinde sapmalar gözlenmeye başlamıştır.⁸⁰

Finansal serbestleşmeyi savunan Neo Klasik Teoriye göre, sermaye kontrollerinin kaldırılması tasarrufların yüksek getirili yatırımlara yönelmesine ve etkin bir kaynak dağılımına imkan verecektir.⁸¹ Finansal serbestleşmeyle birlikte tasarruf açığı olan ülkelerde faiz oranları yükselecek ve tasarruf fazlası olan ülkelere doğru kaynak akışı olacaktır. Bu süreç, faiz oranlarının ülkeler arasında eşitlenmesine kadar devam edecektir. Sermaye hareketleriyle birlikte finansal piyasalarda rekabet artacak ve finansal piyasalar daha verimli çalışır hale gelecektir. Böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcılar daha iyi olanaklara olacaklardır.⁸²

Ancak sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle, tasarrufların uluslararası dağılımında iyileşme olmadığı ve beklenen verimin sağlanmadığı gözlenmiştir. Buna da uluslararası sermaye akımlarının, reel yatırım fırsatlarını değerlendirmekten çok, kısa vadeli spekülasyon kâr güdüsüyle hareket etmesinin neden olduğu şüphesizdir.

2.3.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Mal, hizmet ve sermayenin serbest dolaşımına ilişkin liberalleşme süreci 19. yüzyılda gerçekleşen sanayi devrimine kadar uzanır. Sanayi devrimiyle birlikte İngiltere'nin öncülüğünde başlayan ticari liberalleşme sermayenin de belli ölçüde serbest dolaşımına imkân vermiştir. Bu dönemde altın para standardı benimsendiği için mal ve sermaye hareketleri altına dayalı ödemeler şeklinde oluyordu. Sermaye bir ülkenin diğerine borç vermesi ya da mal ticaretinin finansmanı yoluyla dağılıyordu.

Dünya ekonomik düzeni 20. yüzyılın ilk yarısında yaşanan iki dünya savaşı ile sarsıldı. Yeni bir düzen kurmak amacıyla II. Dünya savaşı sonrası uluslar arası kuruluşlar oluşturuldu ve bir takım düzenlemeler yapıldı. Getirilen Bretton Woods sistemi ile altın

⁸⁰Yeldan Erinc, "Yükselen Piyasa Ekonomisi Olarak Türkiye", 2005, *Bilkent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, http://www.bilkent.edu.tr/%7EYeldane/Yeldan14_2Mar05.pdf (20.01.2008), s.1

⁸¹ Maurice Obstfeld, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12 (Fall), 1998, <http://faculty.arts.ubc.ca/gmunro/globmkt.pdf> (24.01.2008), s. 9-30.

⁸² Aysu İnsel, Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III – 1999: IV", 2003, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> (24.01.2008), s. 8

standardından vazgeçilerek ulusal paralar sabit kurdan Amerikan dolarına endekslendi. Uluslar arası ticaretin serbestliği ilkesi benimsendi. Liberalleşmeyle birlikte dünya ticareti hızla artış gösterdi. Buna paralel olarak sermaye, ticaretin finansmanı ya da ticari açık veren devletlerin borçlanmaları şeklinde uluslar arası ölçekte hareketlilik kazandı. Sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğinde olup genellikle plan, proje ya da ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklanan finansman gereğini karşılama işlevini üstlendi. Ancak bu dönemde gelişmekte olan ülkelere gelen sermaye miktarı sınırlı düzeyde kaldı.⁸³

Gelişmiş ülkelerde, üretim teknolojilerinin emeğin verimliliğini artırma kapasitesi 1970'lerin başından itibaren düşmeye başladı. Hammadde fiyatları yükseldi. Bunlara bağlı olarak da kâr oranları azaldı. Bu durum hem yatırımların azalmasına hem de büyüme oranlarının düşmesine neden oldu.⁸⁴ Bretton Woods konferansında planlanan dünya ekonomisinin yeni yapısı ve bu doğrultuda tasarlanan uluslararası sermaye hareketleri 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik krizi taşıyamayarak çöktü. Sermaye piyasalarının liberalleşmesini tetikleyen ilk olay Bretton Woods adı verilen uluslar arası para sisteminin çökmesidir. Amerika Birleşik Devletleri dolar ile altın arasındaki bağı kopararak uygulanmakta olan sabit kur sistemine son verdi. Dünya devletlerinin paraları Amerikan Doları karşısında dalgalanmaya başladı. Kurun serbest bırakılmasıyla birlikte kur riski özel sektörün üzerine kaldı. Böylelikle hem para piyasası hem de parasal türevler piyasası gelişti. Globalleşme sürecini etkileyen ikinci olay ise 1973 yılındaki petrol krizidir. OPEC ülkeleri petrol fiyatlarını arttırarak petrol ithal eden ülkelerin ticaret açıkları vermelerine ve euro dolar piyasalarından borçlanmalarına neden oldular. Petrol ihraç eden ülkeler ise yüksek miktarlarda petrol gelirleri elde ederek likidite fazlası vermeye başladılar. Ellerindeki likit fazlasını euro dolar piyasalarına aktararak sermaye hareketlerine katkı sağladılar.⁸⁵

Uygulanmakta olan Keynesyen müdahaleci politikaların ülkeleri 1970'li yıllarda krizlere sürüklemesi, Liberal görüşlerin öne çıkmasına ve serbestleşme döneminin

⁸³ Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları,1998, s.67

⁸⁴ Michael Bruno, World Shocks, Macroeconomic Response, And The Productivity Puzzle, Nber Working Paper Series, July 1982 <http://www.nber.org/papers/w0942.pdf> (10.01.2008), s.1-4

⁸⁵ Roberto Frenkel, Globalization And Financial Crises In Latin America, Cepal Review 80 August 2003, http://www.policyinnovations.org/ideas/policy_library/data/01290/res/id=sa_File1/ (12.01.2008),s.40

başlamasına neden oldu. Yeni küreselleşme evresinin en belirgin özelliklerinden biri, uluslararası sermaye hareketlerindeki artıştır. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar krizler nedeniyle reel yatırımlardan kaçarak, finansal yatırımlara yöneldiler. Finansal piyasaların liberalleşmesi ve gelişmesine paralel olarak sermaye hareketlerinin hacmi büyük ölçüde arttı. Hızla bütünleşen finans piyasaları uluslararası sermaye hareketlerinin hem kaynak ve kanallarını hem de hacmini değiştirdi. Sermaye hareketlerinin küresel ölçüklere ulaşması, bu hareketlerin yol açtığı sorunların da ölçeğini büyüttü.

Liberalleşme eğilimleri ve sermaye hareketlerindeki artışa rağmen 1970'lerin sonuna kadar ulusal kanun ve düzenlemelerle korumacılık belli ölçüde devam etti. Finansal piyasalar döviz kontrolleri ve öteki sınırlamalarla korundu. 1980'li yılların hemen başından itibaren gelişmiş ülkelerde sermaye kontrolleri azalmaya başladı. Böylelikle gelişmiş ülkelerin cari işlemler ve kamu açıklarını kapamaya yönelik sermaye hareketleri artış gösterdi. Buna rağmen, dünya genelindeki sermaye hareketlerinde duraklamalar ve gerilemeler oldu. 1970'lerde sermaye geliştirmekte olan ülkelere yönelerek ekonomik canlanmayı sağlamıştı. 1980'lerde ise hızlı bir çıkış göstererek daralmalara neden oldu. Daha büyük oranda giriş ve çıkışlar 1990'lı yıllarda oldu.⁸⁶

1980'lerin başından itibaren geliştirmekte olan ülkeler dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başladılar. Kamu açıkları hızla büyüdü, ülkelerin makro ekonomik dengeleri bozuldu. Ortalama borç artışı 1980-1990 arasında %9,2 olarak 1990 sonrası dönemde ise %6,7 olarak gerçekleşti. Açıkları telafi edecek büyüme ve ihracat artış oranları düşük düzeylerde kaldı.⁸⁷ Dünya genelinde ekonomik yavaşlama görülmeye başladı ve uluslararası faizler hızla arttı. Geliştirmekte olan ülkelerin dış ticaret açıklarının artmasıyla yaşanan kriz daha da derinleşti. Geliştirmekte olan ülkeler, bu dönemde, dış şokların etkisini azaltmak için yurtdışından borçlanmak yerine, dış kaynağın doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde gelmesini teşvik edici politikalar uygulamaya başlamışlardır.

⁸⁶ Moreno Ramon, "What explains capital flows?" 2000, Federal Reserve Bank of San Francisco, <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html> (08.02.2008) s.1-2

⁸⁷ Seyfeddin Erdoğan, Vedat Cengiz, 1990'lı Yıllarda Geliştirmekte Olan Ülkelerin Dış Borçları ve Bazı Dış Borç Azaltma Teknikleri, Ekonomik Yaklaşım, Cilt:14, Sayı:44,46, 107-19, 2003, <http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/ciltler/14/44-46/6.pdf> (11.08.2010), s. 109

Tablo 2.1
Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyar \$)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e
Cari Hesap	15.5	68.6	118.4	171.2	306.6	438.2	406.1	377.9
Finans Hesabı								
Resmi ve Özel Net Yatırım	224.2	162.4	258.6	370.7	498.7	668.3	1157.7	727.3
Net Özel Yatırımlar	197.3	156.8	269.1	396.5	569.7	739.2	1157.5	706.9
Net Sermaye Yatırımları	172.3	161.5	181.0	254.7	347.2	462.7	658.6	599.0
Net Doğrudan Yatırımlar	166.0	152.5	155.5	216.0	279.1	358.4	520.0	583.0
Portföy Yatırımları	6.3	9.0	25.5	38.7	68.1	104.3	15.7	138.6
Borç Akımları	51.9	0.9	77.6	116.0	151.5	205.6	499.1	128.3
Resmi Kreditorlerden	26.9	5.6	-10.5	-25.8	-71.0	-70.9	0.2	20.4
Dünya Bankası	7.5	-0.3	-0.5	1.6	2.8	-0.4	4.9	7.1
IMF	19.5	14.1	2.5	-14.7	-40.1	-26.7	-5.1	10.9
Diğer Resmi	-0.1	-8.2	-12.5	-12.7	-33.7	-43.8	0.4	2.4
Özel Kreditorler	25.0	-4.7	88.1	141.8	222.5	276.5	498.9	107.9
Net M-L vadeli borç akışı	2.1	0.7	26.6	73.3	135.9	166.4	296.4	124.2
Bonolar	10.2	10.1	20.4	36.0	56.2	26.6	85.4	10.5
Bankalar	-1.9	-3.2	10.4	41.3	84.2	144.6	214.5	123.0
Diğer Özel	-6.2	-6.2	-4.2	-4.0	-4.5	-4.8	-3.5	-9.3
Net Kısa Dönem Borç Akımı	22.9	-5.4	61.5	68.5	86.6	110.1	202.5	□16.3
Net Hata Noksan	-159.1	-69.9	-90.7	-144.9	-419.5	-476.6	-486.3	-657.7
Rezerv Değişimi (- = artış)	-80.4	-160.6	-285.5	-396.2	-385.5	-629.9	-447.3	-1077.3
Memorandum Öğeleri								
Özel Sermaye Girişleri *	174.4	170.7	203.9	340.7	483.3	629.1	955.0	723.2
Net Doğrudan Yatırım Çıkışı	12.7	16.8	22.4	44.5	59.2	125.2	138.8	164.0
Net Portföy Çıkışları	10.8	6.0	8.2	7.2	11.6	21.5	50.6	80.0
İşçi Gelirlerinden Transferler	95.6	115.9	143.6	161.3	191.2	229.0	265.0	305

*Kısa Dönem Borçlar Hariç

Kaynak: Dünya Bankası, Global Development Finance, Charting a Global Recovery, I. Review, Analysis and Outlook 2009, http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2009/Resources/gdf_fm_i-xvi_web.pdf

Gelişmekte olan ülkeler ekonomik yaşanan krizler sonrasında küreselleşmenin de etkisiyle yapısal bir uyum sürecine girdiler. Makro ekonomik dengelerini, liberal ekonominin gereklerine göre yeniden kurdular. Bazı ülkelerde tüm kambiyo kontrolleri kısa sürede kaldırılırken, bazılarında kontroller kademeli olarak ve zamana yayılarak kaldırıldı. Dışa açılma ile birlikte ticaret hacmi büyüyen gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke kaynaklarına daha fazla ihtiyaç duymaya başladılar. Bir çoğu ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirdiler, mali piyasalarını kurup, geliştirdiler. Yükselen piyasalar olarak nitelendirilen bu yeni piyasalar, liberalleşmeyle birlikte sermaye için cazip olanaklar sunarak sermaye hareketlerini arttırdılar. Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmı 2000'li yıllardan itibaren makroekonomik koşullarını iyileştirdiler. Dış borç ödemelerini aksatmayarak dış açık sorunlarını giderdiler. Enflasyon ve faiz baskısını hafiflettiler ve büyük miktarlarda döviz rezervi

tutar hale geldiler. Sermaye girişi için uygun koşulları hazırladılar. Tüm bu gelişmelerle birlikte sermaye hareketlerinin hızını ve hacmini arttırdılar.⁸⁸

Gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeyi yatırımlarının finansmanını için sürdürülebilir kaynak haline dönüştüremediler. Yabancı sermaye bazı ülkelerde yatırımları finanse etmek yerine fırsat buldukça spekülâtif kazançlara yöneldi. Kısa vadede elde ettikleri kazançlarla birlikte buldukları ülkeleri terkettikleri bir çok kez görüldü.

2.3.2. Finansal Serbestleşmenin Ön Koşulları

Finansal serbestleşme hareketleri küreselleşme sürecinin bir parçasını oluşturmaktadır. Giderek küreselleşen dünyamızda 70’li yıllardan günümüze ekonomik liberalleşme artmış, devletin ekonomi üzerindeki rolü azalmış, ekonomik faaliyetler daha çok piyasa eliyle işler hale gelmiştir. Ekonomik liberalleşmeyi takiben finansal faaliyetler üzerindeki kısıtlamalar azaltılarak finansal liberalleşme süreci de başlatılmıştır.

Literatürde finansal liberalleşmenin önkoşullarına ilişkin tartışmalar Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973)’a kadar uzanır. Genel olarak kabul edilen önkoşullar, finansal liberalleşme için iç ve dış düzenlemeler şeklinde iki grupta toplanmıştır. İç düzenlemeler:⁸⁹

- Sermayenin getirisi ya da faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, merkez bankası reeskont oranları ve açık piyasa işlemleri ile faiz oranları üzerinde etkili olacak olsa da finansal sistemin rekabete açılması,
- Devletin finansal sisteme müdahalesinin önlenmesi, kredi ayrıcalıkları ve sübvansiyonlar yolu ile sermayenin sektörel dağılımına müdahale edilmemesi, dağılımın piyasa aktörlerine bırakılması, kamu bankalarının özelleştirilmesi,

⁸⁸World Bank “Financial Flows to Developing Countries: Recent Trends and Prospects”, Global Development Finance, 2007, http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2007/Resources/3763069-1179948748801/GDF07_Chap2.pdf (04.01.2008), s35

⁸⁹Jayati Ghosh, “The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries”, Economic and Social Affairs, DESA Working Paper, 2005, No. 4 ST/ESA/2005/DWP/4, http://www.un.org/esa/desa/papers/2005/wp4_2005.pdf, (05.01.2008), s.2-4

- Hisse senedi piyasasına firmaların ve yatırımcıların girişlerinin serbestleştirilmesi ve finansal aracılarn faaliyetlerine müdahale edilmemesi,
- Finans sektörüne yatırım yapan aktörler üzerindeki kontrollerin azaltılması,*
- Finansal aktörlerin ve firmaların girebileceği farklı finansal araçların geliştirilmesi ve finansal kaynakların arttırılması,
- Finansal enstrümanları düzenleyen kuralların liberasyonunun sağlanması,**

Dış finansal liberalleşme ise finansal işlemlerin serbestleştirilerek tam konvertibl hale gelmesiyle olur. Bunun ölçütleri ise şu şekilde sıralanabilir:

- Yabancıların yerli varlıkları borç ya da hisse senedi şeklinde ellerinde tutabilmelerine imkân verilmesi,
- Yerli firmaların devlet garantisi ya da gözetim olmaksızın dışarıdan borç almalarına izin verilmesi,
- Yabancı finansal kuruluşların giriş ve çıkışları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması,
- Yerli yatırımcının yabancı finansal varlıkları almalarına, yurt dışına sermaye transferi ve dış piyasalarda yabancı finansal varlık tutabilmelerine izin verilmesi,
- Döviz cinsi finansal varlıkların yurt içinde alım satımına izin verilmesi.⁹⁰

Finansal sistemin serbestleşmesiyle birlikte yabancı sermaye girişlerinde artış ve bunun sonucu olarak da rekabet artışı, belirsizlikler ve yeni riskler ortaya çıkacaktır. Oluşan yeni koşullarda güçlü bir denetim sistemine ihtiyaç duyulacaktır. O nedenle finansal liberalleşmeyi gerçekleştirecek olan ülkeler kademeli bir süreç izlemelidir. Finansal sektöre kısıtlamalar getiren ülkeler finansal reformu kademeli olarak gerçekleştirmelidirler. Öncelikle vergi reformuyla birlikte bir mali reform yapılmalı ve

* Finansal düzenlemelerin olduğu birçok sistemde yatırım bankacılığı, ticari bankacılık, sigortacılık gibi finansal alanlar düzenlemelerle ayrıştırılmış ve finansal aktörlerin birden fazla alana girmeleri engellenmiştir.

** Böylece finansal sistemdeki riskleri birinci derecede bankacılık sistemi üstlenecektir. Geleneksel olarak bankalar kısa vadeli ve likiditesi yüksek bireysel borçlanmaları finanse etmeyi, uzun vadeli likiditesi düşük riskli yatırımlara tercih etmektedirler. Sisteme getirilen korumacı yaklaşım ve katı kısıtlamalar sistemin korunması için yapılır. Liberalleşme ile risk kurumların oluşturdukları finansal varlıklar aracılığı ile bu varlıkları elinde tutmak isteyenlerin üzerine kalır.

⁹⁰ İlker Parasız, **Para Banka**, İstanbul: Ezgi Kitabevi, s. 243

fiyat istikrarı sağlanmalıdır. Bütçe açıklarının azaltılması, enflasyonist politikalardan kaçınılması, fiyat istikrarı ve sürekli büyümeyi sağlayacak politikaların oluşturulmasıyla iç finansal reform gerçekleşmiş olacaktır. Bu süreçte iç faizler yüksek tutularak tasarruflar yerel finansal kurumlarda tutulabilir. Bunu döviz kuru politikalarında yapılacak reform izleyecektir. Son olarak dış finansal liberasyon gerçekleştirilmelidir.⁹¹

2.3.3. Finansal Serbestleşmenin Ekonomi Üzerindeki Etkileri

Neoklasik teoriye göre sermayenin liberalleştirilmesi sermayenin etkinliğini artırarak dünya refahına katkı sağlayacaktır. Engellerin kalkmasıyla sermaye bol olan ülkelere doğru yönelecektir. Böylece sermaye kısıtı yüzünden yatırımları ve kalkınması geciken ülkeler eksiklerini tamamlama imkânına kavuşacaklardır. Gelişmekte olan ülkelerin tasarruflarının yatırımlarını karşılayamaması nedeniyle oluşan kamu açıklarının finansmanı dışarıdan düşük maliyetlerle sağlanabilecektir.⁹²

Yabancı sermaye üzerindeki kısıtların kaldırılması para otoritesinin bağımsız ve etkin bir para politikası uygulamasını güçleştirir. O nedenle mali disipline önem verme zorunluluğunu artırır. Sermayenin serbest giriş çıkışları döviz kurlarını da etkiler. Girişler kuru aşağı yönlü çıkışlar ise yukarı yönlü hareket ettirecektir. Sabit kur uygulamalarında ise kur hareketi olmasa bile üzerinde baskı oluşacaktır. Volatilitenin yüksek olduğu ve özellikle çıkışların hızlandığı dönemlerde sabit kur uygulaması devalüasyon riski oluşturacaktır. O nedenle finansal serbestleşmenin dalgalı kurla birlikte gerçekleştirilmesi gerektiği şeklinde yaklaşımlar vardır.⁹³ Sermaye hareketlerindeki serbestleşme ile birlikte ülkeye giren sermayenin, ülkede ne kadar kalacağı da reel döviz kurundaki oynaklığı etkileyen bir diğer faktördür. Örneğin; kısa vadeli kar sağlama durumu sona erdiğinde yöneldiği ülkeyi ani bir şekilde terk etme olasılığı yüksek olan kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkeye ani giriş ve çıkışları ile reel

⁹¹ Andrew Walter, "Financial Liberalization and Prudential Regulation in East Asia: Still Perverse", 2002, http://www.us-asean.org/finance/Fin_Liberalization.pdf (25.02.2008), s.2-3

⁹² John Williamson, Stephany Griffith-Jones, Ricardo Gottschalk, "Should Capital Controls Have a Place in the Future International Monetary System?" 2003, http://www.stephanygi.net/documents/Should_Capital_Controls_have_a_Place_in_the_Future_International_Monetary_System.pdf (30.12.2007), s.10

⁹³ Fischer Stanley Fischer, "The Importance of Financial Markets in Economic Growth", August 21 2003, <http://www.iie.com/fischer/pdf/fischer081103.pdf> (24.02.2008)

döviz kurunda oynaklığa neden olmaktadır. Daha istikrarlı olan doğrudan yabancı yatırımların ise reel döviz kurlarında oynaklığa neden olma olasılığı oldukça düşüktür.⁹⁴

Sermaye kıtlığının olduğu ülkelerde iç faiz oranları yükselecektir. Cazibe oluşturan yüksek faizler açık ekonomilerde, sermaye girişlerini arttırır. Likiditenin artmasıyla birlikte, yurtiçi nominal faiz oranları düşmeye başlar. Bu durum iç ve dış faizler dengelenene kadar sürecektir.

Makro ekonomik istikrarı sağlamış olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.⁹⁵ Bu konudaki olumlu yaklaşımlara göre liberalleşme finansal piyasalarda ve bankacılık sektörünün gelişmesine imkân verecek ve bunun neticesinde ekonomik büyüme hızlanacaktır. Uluslar arası portfolyo hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması hisse senedi piyasasının likiditesini arttıracak bu da verimlilik artışıyla birlikte ekonomik büyümeye yansıtacaktır. Diğer yandan bankacılık sektörü üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması yabancı büyük bankaların iç piyasaya girmesini ve bankacılık sektörünün daha etkin işlemlerini sağlayacaktır. Daha iyi işleyen bankacılık sektörü de verimlilik artışı ve büyümeye katkı sağlayacaktır.⁹⁶

Finansal nitelikli yabancı sermaye girdiği ülkeye döviz cinsinden kaynak sağlamaktadır. Döviz girişi para arzını arttırmakta ve buna bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış yurt içi hâsılayı arttırır. Nitekim doğrudan yatırımların ve ani çıkışlar gösterdiği dönemler hariç portföy yatırımlarının Türkiye’de ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Ülkeye gelen yabancı sermayenin azalması veya durması durumunda ithalat miktarına bağlı olarak cari işlemler bilançosu açığı ile karşı karşıya kalınabilir.⁹⁷

⁹⁴ Şeyda İnandım, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, 2005, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf> (18.02.2008), s. 32

⁹⁵ Barry Eichengreen, **Capital Flows and Crises**, MIT Press, (4/2004), s.61-64

⁹⁶ Ross Levine, “International Financial Liberalization and Economic Growth”, *Review of International Economics*, 2001, 9(4), http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/2001_RIE_Integration%20&%20Growth.pdf (23.02.2008) s.688-702

⁹⁷ Yusuf Demir, “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi”, **Mufad Dergisi**, Sayı 34, (Nisan 2007), s. 152-164

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları gittikleri ülkede yapacakları yatırımlarla istihdam imkânlarını genellikle artırır. Çok uluslu şirketler yatırım artışıyla birlikte artan uluslararası rekabet dolayısıyla üretimlerini pazara yakın bölgelere kaydırırlar. Bu da gelişmekte olan ülkelerde yatırım ve istihdamın artacağı anlamına gelir. Ancak yapılan yatırımlar kullanılan teknoloji itibariyle işgücü tasarrufu sağlayabilir veya emek yerine sermaye yoğun bir özellik taşıyabilir. Ayrıca ulusal ve uluslararası taşeronluk hizmetlerinin gelişmesi ve yatırımcıların maliyet azaltıcı politikalar izlemesi de istihdamı olumsuz etkileyen gelişmelerdir.⁹⁸

Kısa vadeli sermaye hareketleri bir kriz durumunda ülkeyi terk etme eğilimine girer. Bu da döviz kurunda, faiz oranlarında ve enflasyon oranında ani sıçramalara neden olur ve finans piyasalarında başlayan kriz kısa sürede üretim ve yatırım düzeyinde azalma şeklinde reel sektör üzerinde etkilerini gösterir. Kriz, başta bu ülkenin yakın ekonomik ilişkiler içinde olduğu ülkeler olmak üzere diğer ülkeleri de etkileyebilir. Bu ülkelerin kendilerini krize karşı koruma girişimleri ihracat daralmasına, uluslararası finans piyasalarında tedirginliğin artmasına ve kriz yaşayan ülkenin daha kötü duruma gelmesine neden olabilir.⁹⁹

Neoklasik teoriye göre sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi ile sermayenin bol olduğu ülkelere kıt olduğu ülkelere doğru sermaye akışı olacaktır. Ekonomileri tarım ve madencilığe dayalı az gelişmiş ülkelerde, ucuzlayan ve bollaşan sermaye yeni yatırımlara imkân verecek ve üretim alanlarında çeşitlilik olacaktır. Bir kısım sermaye yatırımları da teknolojik gelişime ve yönetsel becerilerin kazanılmasına katkı sağlayacaktır. Ayrıca sermaye hareketlerindeki serbestlik üretkenliğin ve rekabetin artmasıyla ülkelerin üretim dallarında uzmanlaşmasına da katkı sağlayacaktır.¹⁰⁰

Türkiye gibi gelişme yolunda olan ülkelere ekonomik sorunların başında “kaynak yetersizliği” gelmektedir. Çünkü ekonomik kalkınma için yatırım yapılması bir

⁹⁸ Faruk Cömert, “İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye”, **Hazine Dergisi**, Ocak 2000, Sayı.13, s. 4

⁹⁹ Murat Koyuncu, “Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri”, ERC Working Papers in Economics, 2004, 04/13, <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series04/0413.pdf> (25.02.2008), s.3

¹⁰⁰ Rajmund Mirdala, “Macroeconomic Aspects of financial Liberalization”, *Panoeconomicus*, 2006, 4, <http://www.sev.org.yu/casopis/cetvrtbroj/macroeconomic%20aspects%20of%20financial%20liberalizati on.pdf> (27.02.2008), s.443-444

zorunluluktur. Tasarruf açığı olan ülkelerin yatırımlara ayıracak kaynağı olmadığı için ihtiyaç duyulan kaynak yabancı sermaye ile sağlanabilmektedir. Ülkenin ekonomik kalkınması için yatırımlar, özellikle de sabit sermaye yatırımları çok önemlidir.¹⁰¹ Kısa vadeli sermaye hareketleri ise istenen faydayı sağlayamamaktadır. Aksine ani giriş çıkışlarıyla ve spekülatif eğilimleri ile reel ekonominin zarar görmesine bile neden olabilmektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere gelen yabancı sermaye genellikle spekülatif eğilimli kısa vadeli sermayedir. Diğer yandan dış borçlanma hem borç stokunun artmasına hem de döviz cinsinden borçlanıldığı için kur riskinin doğmasına neden olmaktadır. Bu da reel ekonomiyi tehdit eden bir başka boyuttur.¹⁰²

2.4. Sermaye Kontrolleri

Sermaye kontrolleri sermaye hareketlerinin denetim altına alınabilmesi için yapılan düzenlemeleri ifade eder. Sermayenin girişinin ve çıkışının kontrolü olmak üzere iki şekilde yapılırlar. Düzenlemeler genellikle yatırım ve kredi düzenlemeleri, ticari kısıtlamalar, dövize ve kura ilişkin düzenlemeler ve vergisel düzenlemeler olmak farklı biçimlerde ortaya çıkarlar. Devletler kontrolleri sermayenin ülkeyi istikrarsızlaştırıcı bir şekilde girip çıkmasını engellemek, yerel finansal politikalarda otonomi, döviz rezervlerinin korunması gibi amaçlarla yaparlar.¹⁰³ Sermaye hareketlerinin liberalleşmesi ile istikrarsızlık oluşturan hareketler, sermaye kısıtlarını kaldıran ve paralarını konvertibl yapan ülkeler başta olmak üzere dünya geneline yayılma eğilimi göstermiştir. Devletlerin paralarını konvertibl yapmalarındaki amaç özünde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve dış ticaretin finansmanının sağlanmasıdır. Ancak son zamanlarda konvertibilitenin yabancı sermaye hareketleri için de uygulanabilir hale geldiği görülmüştür. Böylelikle yabancı ve yerli aktörler sermaye giriş çıkışları ile ulusal para üzerinde spekülasyon yapma ve döviz kurlarının dalgalanması imkanına kavuştular. Zarar gören birçok devlet tepkisel olarak kısa vadeli

¹⁰¹ Rıdvan Karluk, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye”, TCMB, 2001,

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc> (28.02.2008), s.101-102,

¹⁰² Michael Bordo, Christopher Meissner, “Financial Crises, 1880-1913: The Role Of Foreign Currency Debt”, NBER, 2005, Working Paper no: 11173, <http://www.nber.org/papers/w11173> (01.03.2008), s 2-9

¹⁰³ Carlos F. Liard-Muriente, “Capital Controls: Theory and Practice”, Journal of Business and Public Affairs, 2007, Volume 1, Issue 1, <http://www.scientificjournals.org/journals2007/articles/1011.htm> (03.03.2008), s.2

sermaye başta olmak üzere sermaye giriş çıkışlarını sınırlandırmaya başladı. Döviz kurlarının yükselmesini ve ülke döviz rezervlerinin azalmasını önlemek amacıyla sermaye çıkışlarına kısıtlar getirdiler. Bağımsız para politikası uygulamalarını ve bunların başarısını olabildiğince güvence altına almak istediler.

2.4.1. Sermaye Kontrollerinin Nedenleri

Literatürde sermaye kontrollerini olumlu karşılayan ve bunun gerekliliğini savunan çok sayıda görüş vardır. Bu görüşleri tek tek ele almak güç olmakla birlikte genel olarak kontrol nedenleri şu şekilde sıralanabilir:

Nedenlerden ilki kısa vadeli sermaye hareketlerinin İstikrarsızlaştırıcı etkisini azaltmaktır. Getirilen kontrollerle döviz kurlarındaki dalgalanmaların giderilmesi ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi amaçlanmıştır.¹⁰⁴ Kontroller aynı zamanda daha bağımsız bir faiz politikası imkânı da verecektir. Finansal piyasalar oldukça likittirler ve şoklara karşı hızlı tepki verirler. Oysa reel ekonominin fiyat ve ücret katılığından dolayı reaksiyonu daha yavaştır ve uyum farkı onun aleyhine sonuç verir. Finansal piyasalardaki dalgalanma döviz kurlarında dalgalanmaya, o da reel ekonominin zarar görmesine neden olacaktır. Zararın giderilmesi yada azaltılması için Tobin (1978) sermaye hareketlerinin vergilendirilmesini, Dornbush (1986) ise ikili döviz kuru uygulamasını önermiştir.¹⁰⁵

İkinci olarak ulusal rezervlerin korunması amaçlanmıştır. Ulusal tasarrufların ve sermaye çıkışlarının engellenmesiyle yabancı döviz rezervleri korunacak ödemeler dengesi desteklenmiş olacaktır. Ekonomik ve siyasi istikrarsızlık yaşayan ülkelerde riskten kaçınan tasarruf sahipleri kaynaklarının bir kısmını yerel finansal enstrümanlar yerine yabancı varlıklarda tutmak isteyebilirler. Kontroller yabancı varlıklara yatırımları maliyetli hale getirmek ve vergilerle getirilerini düşürmek suretiyle, kaynakların yerel finansal araçlarda kalmasını sağlayabilir.¹⁰⁶

¹⁰⁴ Carlos F. Liard-Muriente, s.3

¹⁰⁵ Sweta C. Saxena, Kar-yiu Wong, “Very Preliminary Comments Most Welcome Currency Crises and Capital Controls: A Selective Survey”, CiteSeerx <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.42.9460> (05.03.2008), s. 22-24,

¹⁰⁶ Arslan Nurdan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1997, s. 55

Üçüncü neden yabancıların yerli varlık alımlarını sınırlandırmaktır. Ülkenin yerel üretim faktörlerinin yabancılar tarafından sahiplenilmesi sakıncalı görülebilir. Doğal kaynakların istenmeyen bir şekilde tüketilmesi engellenmek istenebilir. Ayrıca belli endüstri dallarında yabancıların tekelleşme eğilimlerinin önüne geçilmek amacıyla da kontrol uygulanabilmektedir.¹⁰⁷

Yerel finansal faaliyetlerin ve sağlanan gelirlerin vergilendirilmesi düşüncesi bir diğer nedeni oluşturmaktadır. Sermaye kontrolünün olmadığı böyle bir durumda yerli yatırımcı kaynaklarını yabancı varlıklara kaydıracaktır. Kontroller sermaye çıkışını engellemekle kalmıyor ülke içinde finansal faaliyetlerin ve gelirlerin vergilendirilmesi imkânını da veriyor.¹⁰⁸

Yerel yapısal programların dış şoklardan korunarak başarıya ulaşması hedeflenebilir. Yapısal bir programın yüksek iç faiz oranları ile uygulamaya konması durumunda yabancı sermaye hareketleri döviz kurlarındaki dalgalanmayı artırarak programın başarısını etkileyebilir. Güvenilen bir program ve yüksek faizler sermaye girişini hızlandırarak ulusal paranın değerlenmesine neden olur. Değerlenmeyi önlemek amacıyla gelen yabancı kaynağın sterilize edilmesi ve yüksek faiz oranlarının muhafaza edilmesi durumunda daha çok kaynak gelerek merkez bankası üzerinde baskı oluşturur. Sterilize edilmemesi kurdaki düşüş ihracata baskı ithalata teşvik etkisi yaparak programın başarısını ödemeler dengesi açısından zora sokar. Programın kredibilitesinin olmaması durumunda ise yüksek faizler sermayeyi tutamayacak ve hızlı bir sermaye çıkışı devalüasyon, enflasyon ve ödemeler dengesi sorunları oluşturarak programın başarısını baltalayacaktır.

Sermaye kontrollerinin amaçlarından biri de sermaye çıkışlarını engellemek suretiyle iç faiz oranlarını düşürebilmektir.

Kara para ve yasa dışı para akışını önlemek de kontrol nedenleri arasında yer almaktadır. Kara para finansal sistemin yozlaşmasına etik değerlerin ve sosyal yapının

¹⁰⁷ Sweta C. Saxena and Kar-yiu Wong, s. 22-24

¹⁰⁸ Chris R. Edwards, Daniel J. Mitchell, **Global Tax Revolution: The Rise of Tax Competition and The Battle to Defend It**, Washington DC: Cato Institute, 2008, s. 16

tahribine neden olmaktadır. Ayrıca yasa dışı para akışı yasa dışı grup faaliyetlerinin ve terörist eylemlerin finansmanında kullanılabilir. Para akışı ekonomik rasyonalitenin gerektirdiği bölgelerden daha çok gizlenebileceği, kendini aklayabileceği bölgelere kaymaktadır. Bu konuda uluslararası finansal kuruluşların da kabul ettiği bir takım standartlar ve kurallar belirlenmiştir. 1990 yılında çıkarılan ve 1996 yılında revize edilen kırk tasarıya 2001 yılı 11 Eylül olaylarından sonra sekiz yeni tasarı eklenmiş ve kara para aklama ve kara para transferleri konusunda standartlar oluşturulmuştur.¹⁰⁹

2.4.2. Kontrollerinin Türleri

Sermaye kontrolleri çok çeşitli şekillerde ve genellikle ülkelere özel uygulamalar olarak ortaya çıkmaktadır. Yine de sermaye kontrolleri bir sınıflamaya tabi tutulacak olursa doğrudan ya da yönetsel kontroller ve dolaylı ya da piyasa odaklı kontroller olmak üzere iki grupta incelenebilir. Ancak ülkeler bu türlerden herhangi birini salt uygulamak yerine öteki önlemlerle birlikte uygulamayı tercih etmektedir.¹¹⁰

2.4.2.1. Doğrudan Kontroller

Doğrudan kontroller sermayenin doğrudan yasaklanması, sermaye üzerinde belli limitler koyma ve sermaye hareketi için belli izin alma gerekliliği gibi uygulamalarla gerçekleşir. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü çok daha keskin ve güçlü görünmektedir. Doğrudan kontrollerin en belirgin örneklerini Şili ve Brezilya göstermiştir. Şili yerli sermaye dışında kalan sermayenin minimum bir yıl ülkede kalma zorunluluğunu getirmiştir. Brezilya ise yerli olmayan bazı işlemleri bütünüyle yasaklamıştır. Bunun yanı sıra Malezya parasal otonomisini kazanmak için sermaye

¹⁰⁹ Zdeněk Tůma Prague, “Challenges of Free Capital Movement and the Role of International Standards (Focusing on Money Laundering Prevention)”, *CNB Czech National Bank*, 15 September 2003, http://www.cnb.cz/en/public/media_service/conferences/speeches/tuma_moneylaunder_15_09_03.html (06.03.2008), s.1

¹¹⁰ IMF, “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, *IMF Occasional Paper 190*, 2000 part 1, chapter 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm> (09.03.2008), s. 6.

kontrollerine başvurmuştur. Çin ise uzun vadeli yabancı sermayeyi teşvik ederken kısa vadeli sermayeye çok sıkı kontroller getirmiştir.¹¹¹

2.4.2.2. Dolaylı Kontroller

Sermaye hareketlerini ve ona bağlı işlemleri, maliyeti yükseltmek suretiyle dolaylı yoldan azaltan kontrollerdir. İkili ya da çoklu döviz kuru sistemleri, açık veya dolaylı vergileme, yerel finansal düzenlemeler ve fiyat temelli öteki düzenlemeler olmak üzere çeşitli şekillerde uygulanırlar. Venezuela 1990'larda döviz kontrolü yoluyla sermaye hareketlerine sınırlama getirmeye çalışmıştır. Romanya 1996'da döviz piyasasını kapatmak suretiyle sermaye kontrolü yoluna başvurmuştur. Güney Afrika uygulamış olduğu kontrollerin kaldırılmasını 1996 yılında ertelemiştir. Brezilya dış borçların önceden ödenmesini yasaklamıştır.¹¹²

İkili ya da Çoklu Döviz Kuru Uygulaması: Finans otoritesi kısa vadeli yüksek faizlerin iç piyasaya yük getireceği düşüncesinde olup o nedenle yerel finansal kurumların ulusal paraya kaymalarını spekülatif hareketler ve aktörlerden uzak durmalarını amaçlamakta ve bunu sağlamak için ikili kur uygulamasına yönelmektedir. Döviz işlemlerinin dış ticaret ve doğrudan yatırımlarla sınırlanması amaçlanmaktadır. İkili kur uygulamasında spekülatif pozisyon almak için kredi talep edenlerin döviz işlemlerinin pahalandırılması, spekülatif amaç taşımayanlara ise normal piyasa fiyatları uygulanmak suretiyle işlemlerinin kolaylaştırılması istenmiştir.¹¹³ Çoklu kur uygulamasında finans otoritesi ticaret için kullanılan kura istikrar kazandırırken, sermaye işlemleri için kuru dalgalanmaya bırakır. Böylece ithalat ve ihracat işlemleri ile reel ekonomide kur istikrarı olduğu için belirsizlikler ortadan kalkacaktır.

Doğrudan Vergiler: Doğrudan ya da açıktan vergileme yöntemi sınır ötesi sermaye hareketlerinin cazibesini azaltmayı amaçlar. Vergileme ile yerlilerin yabancı varlıkları, yabancıların da yerli varlıkları ellerinde tutmaları düşen getirilerden ve artan maliyetlerden dolayı cazibesini kaybeder. Sermaye hareketlerinin doğrudan vergilendirilmesi ile ilgili en bilinen uygulama Tobin vergisidir. Kısaca döviz alım

¹¹¹ Liard-Muriente, s.3

¹¹² Liard-Muriente, s.3

¹¹³ IMF, Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization , s. 7

satım işlemlerinin vergilendirilmesi olarak da tanımlanabilir. Spot döviz alım işlemlerinin %1 ile %2 arasında vergilendirilmesi şeklinde uygulanır. J.M.Keynes Genel Teori adlı eserinde döviz hareketlerinin vergilendirilmesinin, spekülasyon hareketleri azaltmak için gerekli olduğunu belirtmiştir. Keynes vergisi olarak ifade edilen bu yaklaşım Tobin vergisinin tamamlayıcısı görünümündedir. Keynes ve Tobin'e göre vergileme spekülasyon sermaye ataklarına maruz kalan ülkelerin yüklerini hafifletecektir.¹¹⁴

Dolaylı vergiler: Sermaye hareketleri dolaylı vergileme yoluyla da kontrol altına alınabilmektedir. Dolaylı vergilemede en çok kullanılan yöntem rezerv gereksinimi uygulamasıdır. Bu, bankaların mevduatlarının bir kısmını zorunlu karşılık olarak merkez bankasına yatırmaları şeklindeki zorunlu rezerv uygulamasının sermaye işlemlerine uygulanması olarak ifade edilebilir. Yabancılar ve yerliler sermaye işlemleri yaparken sermayenin belli bir oranını merkez bankasına sıfır faizle yatırırlar. Böylece merkez bankasına sıfır maliyetle bu kaynakları kullanma imkânı doğarken sermaye sahiplerinin yapacakları her işlem için merkez bankasına kaynak aktarmaları işlemlerin maliyetini arttıracak ve getirisini azaltacaktır.¹¹⁵

Diğer dolaylı kontrol yöntemleri: Bu yöntemlerle farklı işlemler ve yatırımcılar arasında ayrıma gidilmek suretiyle fiyat ve miktar kısıtlamalarına yönelinir. Sermaye hareketlerinin hacmini ve niteliğini etkileyen bu düzenlemeler yerel para kontrolünün sağlanmasını amaçlar. Bu kontrol yöntemleri ticari bankaların net dış pozisyonlarının sağlanması, kısa-uzun para pozisyonları veya yerleşik olan-olmayanlar ayrımını yapan asimetrik açık pozisyon limitlerinin belirlenmesi ve dış borç kredi derecelendirme gereksinimi için alınan önlemleri içermektedir.¹¹⁶ Ayrıca bankaların risk yönetimine önem vermeleri, sermaye yeterlilik oranlarını yükseltmeleri, yapılan işlemleri raporlamaları, risklerin azaltılması için alınacak diğer önlemlerdir. Bu

¹¹⁴ Engin Yılmaz, "Türkiye'de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler", Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2004

¹¹⁵ Akira Ariyoshi, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Iván Canales-Kriljenko, Andrei Kirilenko. "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization", *IMF Occasional Paper 190*, May 17, 2000 part 1 of 3, chapter 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm> (10.03.2008), s.7.

¹¹⁶ IMF, Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization, s. 7

düzenlemeler para ve vade uyumunun sağlanmasına, gelen spekülâtif sermayenin kontrolüne ve volatilitenin düşürülmesine katkı sağlayacaktır.

2.4.3. Sermaye Kontrollerinin Etkinliği ve Olumsuz Etkileri

Sermaye kontrolleri ile ülkeler sermayenin serbestçe giriş çıkışının vermiş olduğu zararı önlemeyi amaçlamışlardır. Böylece döviz kurlarında istikrar sağlanabilecek, para politikası daha bağımsız uygulanabilecek, makro ekonomik ve finansal istikrar gerçekleştirilebilecektir. Kontrollerle iç ve dış faiz oranları arasında bir duvar oluşturulmak istenir. Bu duvar ne kadar güçlü ise iç faizlerin dış faizlere duyarlılığı o kadar az olacak ve yönetim ulusal ekonomik hedeflere o kadar yoğunlaşabileceklerdir. Ancak hangi kontrol yönteminin, ne zaman hangi tür ve yoğunluktaki sermaye hareketlerine ne kadar süreliğine uygulanacağına dair üzerinde uzlaşılan bir bilgi yoktur. Ülke örneklerine bakıldığında her ülkenin kendi koşullarını dikkate alarak belirlemiş olduğu çok çeşitli uygulamalarla karşılaşmaktadır. Ayrıca uygulanan kontrol araçlarının ne kadar başarılı olduğuna dair bir ölçüm de yapılabilmemiş değildir. Makro ekonomik verilerde görülen değişimler üzerinde kontrollerin ne ölçüde etkili olduğu bile saptanamamıştır.

Sermaye hareketlerinin türleri ile ilgili olarak yapılan değerlendirmelerde kısa vadeli hareketlerin uzun vadeli olanlara göre daha fazla istikrarsızlaştırıcı olduğu ifade edilmektedir. Oysa bazı durumlarda bu değerlendirmeler çok sağlıklı gözükmemektedir. Örneğin uzun vadeli bir yatırımın kâğıtlarının ikinci el piyasasında alınıp satılması veya bir doğrudan yatırımın kısa vadeli borçlanmalarla yapılması durumunda da kısa vadeli sermaye hareketlerinin özellikleri görülecektir. Swap ve opsiyon işlemleri de dahil türev ürünlerinin kullanıldığı ve finansal gelişmişlik düzeylerinin yüksek olduğu piyasalarda kısa-uzun vade ayrımı anlamını yitirmektedir.

Sermaye kontrollerinin ne ölçüde etkili olduğu değerlendirmesi bir yana ayrıca kontrollerin getirdiği bir takım maliyetler vardır:¹¹⁷

¹¹⁷ Ariyoshi... s. 7.

- Kontrollerin sıkı ve kapsayıcı olması yararlı olacak sermaye hareketlerini riskli görülenlerle birlikte engelleyebilmektedir.

- Kontrollerin önemsiz sayılamayacak boyutlarda yönetsel maliyetleri olabilmektedir. Özellikle alınan önlemler yasal boşluklardan yararlanma noktasına kadar uzanınca maliyetler ciddi boyutlar kazanabilmektedir.

- İç finansal piyasanın alınan önlemlerle dış piyasadan ayrıştırılması uyum politikalarının oluşturulmasını ve özel kesimin değişen uluslar arası koşullara adaptasyonunu erteleme riskini getirmektedir.

- Kontroller işlem maliyetlerini arttırarak sermaye piyasası etkinliğini azaltmaktadırlar. Yabancı fonlar için ülkeye girişin pahalı ve zor olarak algılanması negatif pazar düşüncesine neden olmaktadır.

- Kontrol uygulayan ülkelerden liberal ülkelere doğru sermaye kaçıışı olacak ve sermayenin kontrol edildiği ülkelerde ulusal paraların dış değerleri düşecektir.¹¹⁸

Giderek globalleşen dünyada ticaretin ve sermayenin önündeki engeller azalmakta küresel ölçekte liberalleşme süreci yaşanmaktadır. Dünyada hiçbir ülke sermaye hareketlerine sınırsız bir serbestlik tanımamakla birlikte mutlak kontrol uygulayan bir örneğe de rastlanmamıştır. Her ülke kendi koşullarını dikkate alarak belli ölçüde bir kontrol uygulamaktadır. Ancak kontrol kararı verecek bir ekonomi uygulama maliyet ve etkinliğini hesap ederek bu yola girmek durumundadır.

¹¹⁸ Arslan, A.g.e. s. 56

3. KRİZLER VE KRİZ GÖSTERGELERİ

3.1. Kriz

Yunanca Crisis sözcüğünden gelen kriz, günlük yaşamda ve farklı bilim dallarında sık kullanılan bir kavramdır. Bir toplumun, bir kuruluşun veya bir kimsenin yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran olarak ifade edilir.¹¹⁹

Ekonomik kriz, ekonomik yapıyı oluşturan çeşitli ekonomik mekanizmaların işlerliğini kaybetmesi şeklinde tanımlanabilir.¹²⁰ Ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçları ortaya çıkarması demektir. Ekonomik krizler çok değişik şekillerde ortaya çıkabilir. Üretimde hızlı bir daralma, fiyatlar genel seviyesinde ani düşme, iflaslar, işsizlik oranında ani artış, ücretlerde gerileme, borsada çöküş, spekülasyon hareketleri ve benzeri faktörler ekonomik krizlerin başlıca örnekleridir.¹²¹

Krizlerin sınıflandırılması konusunda farklı yaklaşımlar olmakla birlikte reel sektör krizi ve finansal kriz olmak üzere bir sınıflamaya gidilebilir. Reel kriz mal hizmet ve işgücü piyasalarını kapsayan enflasyon, resesyon, işsizlik gibi sonuçları olan reel sektör krizleridir. Finansal kriz ise bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar (batık kredilerin artması), döviz ve hisse senedi piyasasında yaşanan istikrarsızlıklar veya dış borç gibi nedenlerle finansal piyasalarda ortaya çıkan krizlerdir.¹²²

Kindleberger'e göre, krizlerin nedenlerini; zorunlu olarak likiditenin arttırılması, ters beklentiler ve borçların yol açtığı durgunluk oluşturur. Kriz; cinnet, panik ve kırıma (Mania, panic and crash) olmak üzere üç aşamada çıkar. İlk aşama olan

¹¹⁹Türk Dil Kurumu, Güncel Türkçe Sözlük, <http://www.tdk.org.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF05A79F75456518CA> (13.08.2008)

¹²⁰ Ali İhsan Karacan, **Bankacılık ve Kriz**, İstanbul: Creative Yayıncılık, 1997, s.2-8.

¹²¹ Coşkun Can Aktan, "Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri", Yeni Türkiye Dergisi, (2002/1), s.3

¹²² Aykut Kibritçiöğlü, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", Yeni Türkiye Dergisi, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41 (Eylül-Ekim 2001)

<http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0401/0401008.pdf> (15.03.2008), s. 2.

Yusuf Bayraktutan, "Küresel Finansal Krizler ve IMF", **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Halil Seyidoğlu, Rıfat Yıldız (Ed.), Denizli: Arıkan Basım Yayım, 2006, s.25

cinnet aşamasında, yatırımcılar ellerinde para tutmak istemezler. Onun yerine reel veya finansal varlıkları alırlar. İkinci aşama olan panik aşamasında ise reel veya finansal varlıklardan paraya doğru hareket ederler. Son aşama olan kırılma aşamasında, reel ve finansal varlıkların hpesinin değerleri düşer ve kriz başlar. Finansal krizler konjonktürel hareketlerin bir sonucu olarak ortaya çıkar. Ekonomik büyümeden sonra konjonktür etkisiyle daralma dönemi başlar ve daralma en sonunda krize dönüşür.¹²³

Raymond Goldsmith finansal krizi kısa vadeli faiz oranları, varlık (hisse senedi, bina, arazi, arsa) fiyatları, ticari ödemelerin bozulması ve finansal kuruluşların iflası gibi finansal göstergelerin ani, keskin ve açık bir biçimde bozulması şeklinde tanımlamaktadır.¹²⁴

Sunrarajan ve Balino krizi önemli sayıda finansal kuruluşun yükümlülüklerinin batamaya neden olacak oranda varlıklarını aşması, finansal kuruluşların çökmesi ve hükümet müdahalelerinin olması şeklinde tanımlar.¹²⁵ Michael Bordo, finansal krizlerin özelliklerini ve koşullarını anlatarak çerçevesini çizmiştir. Buna göre finansal kurumların; kötü yönetim, öngörü eksikliği, kırılganlığı arttıracak düzeyde aşırı borç, likidite sıkışıklığı gibi nedenlerle ödeme güçlüğüne düşeceği endişesi, reel ve likit olmayan varlıkların paraya dönüştürülme girişimi sonucu faiz oranlarının artması ve varlık fiyatlarının düşmesi, düşük değerli varlıkların zorunlu olarak satılması ile ticari bankaların ve diğer finansal kurumların portföy değerlerinin düşmesi ve ödeme güçlüğüne girmeleri krizleri hazırlayan koşullardır.¹²⁶

3.2. Kriz Türleri

Krizler nedenleri, etkileri ve sonuçları itibariyle farklı şekillerde ortaya çıkar. Hiçbir kriz bir diğeriyle aynı değildir ve farklı özelliklere sahiptir. Ancak bir sınıflandırmaya tabi tutulacak olursa temel özellikleri benzer olanları aynı grupta olmak

¹²³ Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, **Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises**, Fifth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, 1996, s. 1-22.

¹²⁴ Benton E. Gup, **Bank Failures In The Major Trading Countries Of The World: Causes And Remedies**, 1998, Greenwood Publishing Group, Inc, s.8

¹²⁵ Benton E. Gup, s.8

¹²⁶ Michael D. Bordo, "Growing up To Financial Stability", National Bureau Of Economic Research, Working Paper 12993, March 2007, <http://www.nber.org/papers/w12993> (18.03.2008), s.2-5

üzere belli başlı kriz türleri saptanabilir. En genel hatları ile krizler reel ekonomik krizler ve finansal krizler olarak ikiye ayrılır

3.2.1. Reel Ekonomik Krizler

Reel sektörlerde ortaya çıkan krizlerdir. Ani üretim daralmaları ve fiyatlardaki artışlar, arz fazlası dolayısıyla fiyatlardaki düşüşler, iflaslar ve işsizlik oranlarındaki artışlar reel sektörlerde görülebilen krizlerdir. Arz fazlalığı ya da talep yetersizliği gibi ekonomik nedenlerle ortaya çıkabildiği gibi siyasal olaylar, teknolojik koşullar ve doğal afet (deprem, sel vb) gibi farklı nedenlerle de ortaya çıkabilmektedir.

Ayrıca konjonktürel hareketler de ekonomik krizlere neden olabilmektedir. Konjonktürün daralma dönemlerinde depresyon ve işsizlik genişleme dönemlerinde hiperenflasyon gibi sorunlar ortaya çıkarak bir krize dönüşebilmektedir.

Klasik iktisadı temsil eden liberal yaklaşımlar ekonominin genel olarak dengede olduğunu ve bazı dönemlerde ortaya çıkan krizlerin geçici olduğunu belirtmektedirler. O nedenle ekonomiye müdahale edilmemesi gerektiğini ve ekonominin doğal akışı içinde krizlerin biteceği ve ekonominin tekrar dengeye döneceğini iddia ederler. Onlara göre görünmez el olarak kabul edilen piyasa sürekli olarak dengeye yönelik hareket edecek ve piyasa koşulları içinde denge yeniden sağlanacaktır. Mahreçler yasası adı verilen klasik görüşe göre “her arz kendi talebini yaratır.” O nedenle arz yönlü bir kriz ya olmayacaktır ya da geçici olacaktır. Oysa 1930 bunalımının uzun sürmesi ve işsizliğin hızla artması klasik teörinin öngördüğü gibi ekonominin piyasa koşullarında kendiliğinden dengeye gelmeyeceğini göstermişti. Bunun üzerine Keynes kısaca Genel Teori adı verilen kitabı ile durgunluğun dolayısıyla yaşanmakta olan krizin ancak bir müdahale ile aşılabileceğini belirtmiştir.¹²⁷ Ona göre arz ve talep dinamikleri mükemmel şekilde işlemiyordu. Klasiklerin dediği gibi ücret ve fiyatlar her zaman ve özellikle de aşağı doğru esnek değildi. Sendikalar, asgari ücret yasaları, monopolistik ve oligopolistik yapılanmalar, fiyat ve ücretlerin aşağı doğru esnekliğini engellemektedir. Dolayısıyla durgunluk dönemlerinde sanıldığı aksine

¹²⁷ Vural Savaş, **Politik İktisat**, İstanbul: Beta, 1998, s. 191-192

ücretler düşmediği ve istihdam da artmadığı için krizden çıkılamamaktadır.¹²⁸ Keynesyen politikalar 1930'da yaşanan krizden çıkmayı sağlamakla kalmamış, 1950'li yılların sonuna kadar başarı göstererek ülkelerin ekonomik gelişmesine katkı sağlamıştır. Ancak 1960'larda bir yandan işsizlik artarken diğer yandan enflasyon sorunu da aşılamayınca, Parasalcı (Monetarist) yaklaşım ortaya çıkmıştır. Monetaristlere göre ekonomide yaşanan iktisadi sorunların gerisinde yatan temel sorun para arzının aşırı miktarlarda arttırılmasıdır. Para arzının büyüme oranında daha hızlı artması enflasyona neden olmaktadır. Monetarist görüş Keynesyen yaklaşımın Philips eğrisi analizine de karşı çıkmıştır. Talep arttırıcı politikalar uygulandığında ortaya çıkan fiyat artışları işsizliği kısa sürede azaltsa da uzun dönemde sadece enflasyona neden olmaktadır. 1970'li yıllarda yüksek işsizlik ve enflasyonun eş zamanlı yaşanması dolayısıyla stagflasyon sorunu philips eğrisinin gözden düşmesine neden olmuştur.¹²⁹ Monetaristlere göre ekonomi her zaman tam istihdam dengesinde olmayabilir. O nedenle ekonomide bir kısım insanlar iş arama sürecinde işsiz kalabileceklerdir. İşsizliğin azaltılması için talep artıcı bir politika olarak para arzının arttırılması enflasyona neden olacağı için doğru bir tercih olmayacaktır. Ekonomik istikrarın korunması için para arzındaki artış ekonomik büyüme oranı kadar olmalıdır. 1961 Yılında J. Muth yayınladığı "Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi" adlı makalede ekonomik birimlerin enflasyonist dönemlerde uyumcu beklentilerden ziyade rasyonel beklentilere sahip olacaklarını belirtmiştir. Fertler önceki dönemlerdeki fiyat artışlarını dikkate alarak gelecek dönemler için fiyat beklentilerini oluşturmaktadırlar. Bu koşullarda uygulanacak olan genişlemeci bir para politikası gelecek dönemde fiyat artış beklentisi oluşturacak ve uygulanacak olan politikaya karşı aktif bir pozisyon alacaklardır. Enflasyon artışı beklentisi ücret artış taleplerini de beraberinde getirecek ve parasal genişleme istihdam artışından ziyade enflasyon artışına neden olacaktır.¹³⁰

3.2.2. Finansal Krizler

Türleri itibariyle finansal krizler; para, bankacılık, dış borç krizi olmak üzere farklı şekillerde ortaya çıkar. 1990 öncesi dönemde en sık rastlanan kriz şekilleri

¹²⁸ Osman Zekai Orhan, Seyfeddin Erdoğan, **İktisat Politikası**, İstanbul: Avcı Ofset, 2003, s. 141

¹²⁹ Orhan, İktisat Politikası, s. 177-180

¹³⁰ Coşkun Can Aktan, **Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat**, Ankara: Takav Matbaası, 1994, s.205-211

ödemeler dengesi ve dış borç krizleri iken sonraki dönemde ikiz kriz adı verilen ödemeler dengesi ve döviz krizleri gözlenmeye başlanmıştır. Para krizi de denen ikiz krizler ülke parasının döviz değerine spekülasyon atakların başlaması ve devalüasyonun yapılmak zorunda kalması ile ya da resmi para otoritelerinin rezervlerin hacmini ve faiz oranlarını arttırarak ulusal paranın değerini savunmak zorunda kaldıkları durumda ortaya çıkar.

Döviz kuru değişimleri, yabancı rezerv değişimleri ve faiz oranları değişimlerinin ağırlıklı ortalamasına spekülasyon baskı endeksi denir. Spekülasyon baskı endeksinin alacağı değer de para krizinin boyutunun ne olacağını gösterir.¹³¹

3.2.2.1. Döviz Krizi

Buna para krizi ya da ödemeler dengesi krizi de denir. Sabit kur rejimlerinin uygulandığı ekonomilerde piyasa aktörlerinin ellerindeki ulusal parayı bir anda dövize çevirmesi yani spekülasyon ataklar sonucu Merkez Bankasının elindeki rezervlerin erimesi ve para otoritesinin devalüasyona zorlandığı durum döviz krizi olarak tanımlanabilir.¹³² Krugman (1979) tarafından geliştirilen, Flood ve Garber'in (1984) çalışmalarına konu olan modele göre sabit kur rejimini benimsemiş ancak sürekli olarak bütçe açıkları veren hükümetler açıklarını finanse etmek için monetizasyona giderlerse devalüasyon beklentileri giderek artar. Bu da ulusal paradan kaçışı beraberinde getirir. Merkez bankasının döviz rezervleri kritik seviyeye kadar inince artan spekülasyon ataklar sabit kur rejimini savunulamaz hale getirir ve kriz kaçınılmaz olur.¹³³ Ancak spekülasyon atağı ortadan kaldırmak için para otoritesinin almış olduğu önlemlerin kriz etkisini de bu çerçevede değerlendirmek gerekir. Örneğin ulusal paradan kaçışı engellemek için yükseltilecek faiz oranları ekonomik birimler üzerinde olumsuz etkilere neden olabilmektedir.

¹³¹ Graciela Kaminsky, Carmen M. Soul Lizondo, Reinhart, "Leading Indicator of Currency Crises", IMF, WP/97/79, July 1997, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9779.pdf. (20.03.2008), s.1-43

¹³² Paolo Pesenti, Cédric Tille, "The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction", *FRBNY Economic Policy Review*, September 2000, <http://www.newyorkfed.org/research/epr/00v06n3/0009pese.pdf>, (22.03.2008), s.4.

¹³³ Paul Krugman, "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No.3.(Aug.,1979), http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2006/G6904/Papers/Krugman_79.pdf (25.03.2008), s. 311-313, Paul Krugman, "Balance Sheets, The Transfer Problem, And Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, January 1999, <http://web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf> (27.03.2008), s.1

3.2.2.2. Bankacılık Krizi

Banka başarısızlıkları ya da banka iflaslarının olduğu durumlarda mevduat sahiplerinin bankalara olan güvenlerini yitirip panik halinde mevduatlarını çekmeye başlarsa ve devlet bankalara el koyarak müdahale ederse ortaya çıkar.

Genellikle para krizleri bankacılık sektöründe paniklerin yaşanmasına neden olmaktadır. Spekülatif ataklarla ülkenin döviz rezervlerinin azaldığı dönemlerde artan para talebi bankaların likidite sıkıntısına girmesine ve sermaye yapısı zayıf olanların iflasına neden olabilmektedir. Banka iflaslarıyla başlayan panikle mevduat sahipleri bankalardan mevduatlarını çekmek isteyince bankacılık krizi patlak vermektedir. O nedenle para ve bankacılık krizlerine birlikte ikiz kriz dendiği de görülmektedir.¹³⁴

Bankacılık krizi geniş ölçüde geri dönmeyen kredilerin olması durumunda ortaya çıkar. Bankacılık krizlerinin en önemli nedenlerini şu şekilde özetlemek mümkündür:¹³⁵

- Aşırı değerlenmiş döviz kuru
- Yetersiz seviyede uluslararası rezervler
- Ekonomide yaşanan durgunluk evresi
- Aşırı kredi büyümesi

3.2.2.3. Dış Borç Krizi

Kamu ve özel kesim borçlarının ödenemediği durumu ifade eder. Dış borç krizi özellikle hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle, dış borcun yeni ödeme planına bağlanması ve yükümlülüklerin ertelenmesi durumunda ortaya çıkar. Ayrıca, borçlu borcunu ödeyemez veya alacaklı alacağının ödenmeme riskini hesaba katarak yeni krediler

¹³⁴ Graciela L. Kaminsky, "Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress, July 2000", http://www.gwu.edu/~clai/working_papers/Kaminsky_Graciela_07-00.pdf (29.03.2008), s.6.

¹³⁵ Melih İpeker, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü**, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 22 Mart 2002, s.39

vermez ya da açtığı kredileri tahsil etme çabalarına başvurursa borç krizleri ortaya çıkar¹³⁶

3.3. Kriz Modelleri

3.3.1. Birinci Nesil Modeller

Birinci nesil modeller krizleri makro ekonomik göstergelerde ortaya çıkan bozulmalara dayandırır. Artan bütçe açıkları, para arzındaki artışlar, enflasyon oranlarının yükselmesi, döviz kurlarındaki aşırı değerlenmeler, cari açığın büyük oranlara ulaşması, merkez bankası rezervlerinin azalması ve yüksek iç faiz oranları başlıca makro ekonomik bozukluklardır.

Krugman Modeline göre kamu harcamaları bütçe açıklarına neden olacak şekilde genişler. Açığın finansmanı para basılarak sağlanırsa, sabit kur uygulamalarında bu durum kuru sıkıştırır. Kur düzeyinin korunması için rezervler kullanılır ve rezervlerdeki azalış devalüasyon beklentisini kuvvetlendirir. Beklenti piyasa oyuncularını dövize yöneltir ve spekülasyon atakları krize yol açar.¹³⁷ Gerardo Esquivel ve Felipe Larraín B. para krizinin döviz kurlarında önemli bir değişiklik olması ve yapılan devalüasyonun enflasyonist baskı olmadığı halde ulusal paranın satın alma gücünü önemli oranda azaltması durumunda çıkacağını söylemektedirler.¹³⁸

Bu modellerin eksik yanı bütçe açıklarının parasal genişlemeyle telafi edilmesi ve Merkez Bankasının sürekli rezerv satarak döviz kurunun baskılanması varsayımına dayanması ve öteki politika alternatiflerini dikkate almamasıdır.¹³⁹ Oysa siyasi otorite döviz kurunu korumak amacıyla çeşitli para politikası araçlarını kullanma imkânına sahiptir.

¹³⁶ Güven Delice, "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Perspektif", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:20, 2003, s.57-81.

¹³⁷ Krugman, A Model of Balance of Payments Crises, s. 311-313

¹³⁸ Gerardo Esquivel, Felipe Larraín B. "Currency Crises:Is Central America Different?" CID Working Paper No. 26, September 1999, <http://www.cid.harvard.edu/cidwp/pdf/026.pdf> (01.04.2008) s. 6

¹³⁹ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2001, s. 23-24

3.3.2. İkinci Nesil Modeller

İkinci nesil modeller birinci nesil modellerin belirttiği makro büyüklüklerdeki bozulmaların krize neden olacağı görüşünü kabul etmekle birlikte piyasa aktörlerinin devalüasyon beklentileri ve bunun sonucunda ülke parasına yönelik spekülasyon atakların da krize neden olabileceğini öne sürmektedirler.

Avrupa ülkelerinin 1990'larda karşı karşıya kaldıkları spekülasyon atakları birinci nesil modellerle açıklanamayınca ikinci nesil modeller gündeme gelmiştir. Avrupa ülkeleri uluslararası finansman gücüne düşmedikleri için birinci nesil modellerde belirtilen şekliyle bütçe açıklarını kapatmak için para basmak zorunda kalmamışlardır. İkinci nesil modellerde spekülasyon ataklarının nedeni devalüasyon beklentileri olmuştur. Devalüasyon beklentisine karşı ulusal paranın korunması için kısa vadeli faiz oranlarının yükseltilmesi gerekir. Bu da ülkede durgunluğa neden olarak üretimi ve istihdamı düşürür. Avrupa'da düşük talep nedeniyle ortaya çıkan işsizlik hükümetleri işsizlik ve devalüasyonun getireceği maliyetler arasında tercih yapmaya zorlamıştır.¹⁴⁰

Hükümetin sabit kuru sürdürmenin maliyetine katlanamayacağı düşüncesi piyasaların devalüasyon beklentilerini artırır. Beklentiler nedeniyle ücret ve faizler yükseleceği için makro dengeler bozulur. Sabit kuru arttırmanın maliyeti yükseldikçe devalüasyon beklentisi daha da artar ve ulusal paraya spekülasyon bir atak başlar.

Piyasalarda oluşan beklentiler, döviz kuru dengesinin ne olacağı konusunda farklı sonuçlar ortaya çıkmasına neden olmuştur. Beklentilerin döviz kuru dengesinin oluşumu üzerindeki etkisi makro ekonomik büyüklüklere bağlıdır. Büyüklükler ekonominin durumuna göre iyi, orta ve kötü şeklinde çıkabilir. Makro ekonomik büyüklüklerin orta seviyede olduğu durumlarda beklentiler iyi olursa düşük döviz kuru dengesi oluşurken, beklentilerin kötü olması halinde ise yüksek kur dengesi gerçekleşmektedir. Beklentilere bağlı olarak birden fazla kur dengesinin oluşmasına çoklu denge (multiple equilibria) denmektedir. Makro büyüklükler iyi iken beklentilere rağmen sabit kuru sürdürmenin maliyeti düşük olacaktır. Makro büyüklüklerin kötü

¹⁴⁰ Maurice Obstfeld, "The Logic of Currency Crises", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No. 4640, February 1994, <http://www.nber.org/papers/w4640.pdf> (05.04.2008), s.3

olması halinde ise devalüasyon olmadan döviz kuru dengesini sağlamak mümkün olmayacaktır.¹⁴¹

3.3.3. Üçüncü Nesil Modeller

Mevcut kriz modelleri Asya krizini açıklamayınca yeni kriz modelleri ortaya çıktı. Krugmana göre Asya krizinin nedenleri arasında birinci nesil modellerle açıklanan makro ekonomik sorunlar yoktu. Bu ülkelerin bütçe açıkları ve dolayısıyla enflasyon problemleri olmamıştı. Her ne kadar büyüme hızlarında yavaşlama olsa da istihdam sorunu da yaşanmamıştı. Dolayısıyla sabit kur politikasını değiştirmelerini gerektiren bir parasal genişlemeye gereksinim duyulmamıştı. Ancak varlık piyasalarında o dönemde fiyatlar keskin bir seyir izlemişti. Hisse senedi ve gayrimenkul değerlerinde hızlı yükselişlerin ardından keskin düşüşler görülmüştü. Finansal araçların davranışları ise krizin oluşumunda asıl etken olarak görülmüştür.

Yeni nesil kriz modellerinin dayandığı görüşlerden ilki bankacılık sektörüne olan görünür ve görünmez kamu garantileridir. Bankacılık sektörü kamu garantilerinin etkisiyle riskli krediler vermekten ve kaynaklarını verimsiz alanlarda kullanmaktan çekinmemektedir. Bu da ahlaki risk sorununu gündeme getirmektedir. Bu dönemde ülkeye hızlı bir sermaye girişi olmakta, kaynaklar gayrimenkule ve hisse senetlerine yönelerek aşırı değer artışına neden olmaktadır. Dış borcun hızla artması ekonomiyi spekülâtif ataklara açık hale getirmektedir. Sermaye çıkışının başlamasıyla birlikte varlık fiyatları hızla değer yitirmekte ve bankalar bir anda borç ödeme yeteneklerini kaybetmektedirler.¹⁴² Krugmana göre bankaların çeviremediği borçlar aslında kamu borcudur ve makroekonomik büyüklüklerin iyi görünmesi aldatıcıdır.¹⁴³

Finansal liberalizasyon sonrasında bankacılık sektöründe iyi bir düzenleme ve sıkı bir denetim yapılmazsa sermaye yeterlilik oranları düşük olan bankalar riskli krediler vererek tüketim patlamasına neden olabilmektedirler. Canlanmanın arkasından

¹⁴¹ Guillermo A. Calvo, Enrique G. Mendoza, "Rational Herd Behavior and Globalization of Securities Markets", *Duke Economics Working Paper* No. 97-26, March 1998, (Cevirimici) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=114723 (03.04.2008)

¹⁴² Krugman, What Happens to Asia? s. 2-3

¹⁴³ Krugman, Balance Sheets, The Transfer Problem and The Financial Crises, *International Tax and Public Finance*, s.461

gelen durgunluk dönemlerinde ise bankalar kırılgan hale gelmektedirler. Bunun sonucunda da ulusal paranın savunulması güç hale gelmektedir.

Bir diğer durum ise bankaların kendilerine bağlı şirketlere verdikleri kredilerin geri dönmemesidir. Banka kredileri tahsil edemeyip mevduat sahiplerinin alacaklarını ödeyemez hale gelince devlet bankaya el koyarak mevcut borcu üstlenmek zorunda kalmaktadır.

Diğer bir görüş Redelet ve Sachs'ın belirttiği, Chang ve Valesco'nun geliştirdiği modeldir. Bu modele göre kriz nedeni banka panikleridir. Bankalar döviz cinsinden kısa vadeli borçlanır, ulusal para cinsinden uzun vadeli kredi verirse vade uyumsuzluğu ve kur riski problemleri ile karşı karşıya gelecektir. Döviz kurunda bir değer kaybına bağlı olarak döviz çıkışlarının başlaması istikrarsızlığı tetikleyebilmekte ve döviz çıkışı paniğe dönüşerek krizi getirebilmektedir. Ulusal paranın değerinde meydana gelen sıkışma nedeniyle yapılacak bir devalüasyon finansal şokun şiddetini arttırabilmektedir. Devalüasyon yerine kuru korumak ve döviz çıkışın azaltmak veya çıkışı tersine çevirmek üzere faiz oranlarını arttırmak ise borç yükünü ağırlaştırmaktadır.¹⁴⁴

Yabancı sermaye girişi Asya ülkelerinde finansal kırılganlığı arttırmıştır. Kamunun mevduat garantisiyle ülkeye giren yabancı sermaye varlık fiyatlarının artmasına neden olmuş, bankaları uluslar arası şoklara karşı açık hale getirmiştir. Bir şok anında bankaların kredileri durdurup likidite çabasına girmesi bir yandan yatırımların azalmasına neden olurken diğer yandan varlık fiyatlarında keskin düşümlere neden olmaktadır. Son kredi mercii olan merkez bankası gerekli müdahaleyi yapmadığı takdirde bankacılık sektörüne yönelmiş olan atak ulusal paraya da yönelebilmektedir.

Krugman Asya krizinin açıklanmasında iki konu üzerinde durmaktadır. Bunlar şirketlerin yatırım potansiyelinin belirlenmesinde bilançolarının rolü ile sermaye akışının döviz kurunun belirlenmesindeki etkisidir. Kredi verenlerde oluşabilecek bir güven kaybı sermaye çıkışlarına neden olabilir. Cari dengenin yeniden sağlanması için

¹⁴⁴ Roberto Chang, Andres Velasco, "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model", *New York University Faculty Of Arts And Science Department Of Economics*, June 1998, <http://ksghome.harvard.edu/~AVelasco/Files/Research/RR98-21.pdf> (07.04.2008), s.3-4

devalüasyon zorunlu hale gelebilir. Ancak önemli miktarda döviz borcu olan bir firmanın devalüasyon sonrasında bilançosu bozulur.¹⁴⁵

Bu koşullarda kriz ihtimali makro göstergelerden daha çok mikro göstergelerle saptanabilmektedir.

3.4. Krizin Bulaşması İle İlgili Modeller

3.4.1. Yayılma Yoluyla Bulaşma

Kriz potansiyeli taşımayan ülkeler de kriz yaşayan ülkelere kriz ithal edebilmektedirler. Örneğin birbiriyle ticari ilişkisi olan veya rakip ürünler pazarlayan ülkelere birinde yapılacak bir devalüasyon ticaret dengesini bozmak istemeyen diğer ülkeyi de devalüasyon yapmaya zorlamayabilmektedir. Birbiri ile ticari ilişkide olan ülkelere krizin bulaşma ihtimali benzer makroekonomik koşullara sahip olan ülkelere göre daha yüksektir.¹⁴⁶ 1992 yılında spekülasyon atakları İngiltere sterlini değer kaybedince en büyük ticaret ortağı olan İrlanda Cumhuriyeti'nin uluslararası rekabet gücü önemli ölçüde zarar gördü. İki ülke arasında doğrudan ticaret hacmi büyük olmasa da, her iki tarafın ihracatçıları aynı pazarlarda rakip oldukları için 1992 Ağustosunda Finlandiya'da yapılan devalüasyon İsveç'i olumsuz etkilemiştir. 1992-93 yıllarında İspanya'ya yönelen spekülasyon atakları Portekiz'in uluslararası rekabet gücüne zarar vermiştir. 1994 yılında Meksika'da çıkan ve Tekila adı verilen kriz de Meksika'nın ticaret ortağı ülkelere kısa sürede yayılmıştır.

Spekülasyon bir atak sonrasında döviz kurlarındaki yükselme, o ülkenin rekabet gücünün artmasına buna karşılık ticaret ortağı ya da ticari rakibi olan ülkelere ise ticaret açıklarına neden olur. Ticaret ortağı olan ithalatçı ülkenin ithalatı artacak, rakip ülkelere ise ihracatı azalacaktır. Bunun sonucunda her iki grupta yer alan ülkelerin döviz

¹⁴⁵ Krugman, Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises, International Tax and Public Finance, s.462

¹⁴⁶ Barry Eichengreen, Andrew Rose, Charles Wyplosz, "Contagious Currency Crises", Revised: 17 March, 1997, <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/congtn.pdf> (10.04.2008), s.1-5

rezervleri azalacaktır. Döviz rezervlerinin azalması buralara yönelik bir spekülasyonun davetçisi olacaktır.¹⁴⁷

3.4.2. Yalın Bulaşma

Finansal piyasalarında birbirine bağımlı hale gelmesi krizin bulaşmasına imkân hazırlar. Bir ülkedeki kriz nedeniyle başka bir ülkede makro ekonomik dengelerde bir değişim olmadığı halde, yatırımcıların risk yüklenebilme potansiyellerinde bir daralma olduğu için yatırımlarını bu ülkeden çekmek isteyebilirler. Bu durumda kriz potansiyeli taşımayan ülkeler de krize sürüklenebilmektedirler.¹⁴⁸

Yatırımcılar riski dağıtmak ve kazançlarını arttırmak amacıyla farklı ülkelere yatırımlar yaparak portföy çeşitlemesine giderler. Böylelikle bir ülkede çıkabilecek kriz nedeniyle varlıklarındaki değer kaybına karşı diğer ülkelerdeki menkulleri teminat niteliğinde olur. Ancak kriz yaşayan ülkedeki menkuller büyük ölçüde değer yitirdiğinde likidite sıkışıklığına düşen yatırımcılar diğer ülkelerdeki aktiflerini nakite çevirmek zorunda kalırlar. Kaynak çıkışlarının bu ülkeleri de krize sürüklediği görülmüştür. Örneğin 1998’de Rusya’da çıkan finansal kriz sonrası portföylerini Türkiye ve Rusya’ya yaymış olan yatırımcıların nakit sıkışıklığını gidermek üzere Türkiye’deki aktiflerini satmaları Türkiye’nin de finansal bir darlığa girmesine neden olmuştur.

Borç verenler krize sürüklenen bir ülkedeki alacaklarını tahsil edemeyince borç verdikleri öteki ülke piyasaları hakkında yeterli bilgiye sahip değillerse, endişeye kapılarak o ülkelerdeki alacaklarını da tahsil etme çabasına girebilmektedirler. Bu korku yatırımcıların geneline doğru yayıldıkça sürü davranışına dönen kaçış krizin o ülkelere de yayılmasına neden olabilmektedir.

¹⁴⁷ Stefan Gerlach, Frank Smets, "Contagious Speculative Attacks," *Bank for International Settlements*, Working Paper 22 1994, <http://www.bis.org/publ/work22.pdf> (15.04.2008), s.5-63.

¹⁴⁸ Obsfeld Maurice, "The Logic of Currency Crises", *Banque De France- Cahiers Economiques et Monétaires*, No:43 s. 190

3.5. Kriz Göstergelerinin Belirlenmesi

3.5.1. Ampirik Çalışmalar

Finansal krizlerin belirlenmesi konusunda farklı yaklaşımlar vardır. Birinci nesil modellere göre krizler öngörülebilir, ikinci nesil modellere göre ise bu mümkün değildir. Yine de ülke ekonomik verilerindeki değişmelere bağlı olarak bir krizin tahmin edilebileceği düşüncesi ağırlık kazanmıştır.¹⁴⁹

Finansal krizlerin tahmini ve kriz göstergeleri konusunda literatürde bir takım çalışmalar vardır. Çalışmalar krizlerin öncü göstergelerinin olabileceği ve bunların kriz tahmininde başarılı olduğu şeklindedir.

Krugman 1979 yılında yazdığı makalede sabit kur rejimini benimsemiş olan ekonomilerde bütçe açığının para arzı arttırılarak finanse edilmesi durumunda ödemeler dengesinde bozulmalar yaşanacağını, uluslararası rezervlerin azalacağını ve bunun da krizlere yol açacağını belirtmiştir. Bu yaklaşıma göre para arzındaki artış kur üzerinde baskı oluşturacaktır. Bunun sonucunda sermaye çıkışı başlayacak ve rezervlerin azalması ile ülke krizle sürüklenecektir.¹⁵⁰ Krugmanın bu çalışması krizlerin açıklanması, kriz göstergelerinin belirlenmesi ve krizlerin yorumlanması konusunda sonraki yapılacak çalışmalara ışık tutmuştur.

Kaminsky ve Reinhart para krizine neden olabilecek dokuz veriyi, 1970–1995 arası dönemi esas alarak 20 ülkede incelemişlerdir. Bunun sonucunda kriz öncesi dönemde reel döviz kurunun arttığı, ihracat rakamlarının kötüleştiği, dış ticaret hadlerinin bozulduğu, uluslararası rezervlerin azaldığı, “M2/Uluslararası rezervler” oranının arttığı, M1 artışının hızlandığı, üretimin düştüğü saptanmıştır.¹⁵¹

¹⁴⁹ Andrew Berg ve Catherina Pattilio, “Are Currency Crises Predictable? A Test” , *IMF Staff Papers*, C. 46, No: 2, June 1999, s.1-48, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/pubs/ft/wp/wp9779pdf>, (17.04.2008)

¹⁵⁰ Frankel, J./Rose, A., “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”, *Journal of International Economics*, Vol: 41, 1996, s. 354

¹⁵¹ Kaminsky Graciela L. Reinhart Carmen M. “The Twin Crises: The Causes Of Banking And Balance-Of-Payments Problems”, *The American Economic Review*, June 1999, Vol. 89 No. 3, <http://home.gwu.edu/~graciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/twin-crises.pdf> (20.04.2008), s.474-475,

Apoteker ve Barthelemy gelişmekte olan ülkeleri konu alan çalışmalarında 40 tane ülkeyi 1970–2001 dönemi için incelemişlerdir. Veri olarak aylık ve üç aylık büyüme, finansal yapı, yabancı sermaye, konjonktürel denge ve banka sistemi değerlerini almışlardır. Döviz kuru dışındaki veriler doğru sonuçlar vermiştir.¹⁵²

Frankel ve Rose 105 ülkenin 1971–1992 arası dönemdeki verilerini inceleyerek para krizlerinin nedenleri etkileri ve sonuçlarını saptamaya çalışmışlardır. Para krizlerine zemin hazırlayan faktörleri; yurtiçi kredilerdeki artışların yükselmesi, dış faizlerde artış, yabancı sermaye girişinde azalma ve üretim artışında düşüş olarak saptamışlardır.¹⁵³

Esquivel ve Larrain 30 ülkenin 1975–1996 arası dönemdeki verilerini inceleyerek para krizine neden olabilecek göstergeleri saptamaya çalışmışlardır. Buldukları sonuçlara göre para arzındaki artış, reel döviz kurundaki artış, ticaret hadlerindeki şoklar, bulaşma, cari açığındaki artış, uluslararası rezervlerdeki azalma, gelir artışı gibi faktörler para krizleri üzerinde etkilidirler.¹⁵⁴

Aziz, Caramazza ve Salgado, 1975–1997 dönemlerini konu alarak 50 ülkenin (20’si gelişmiş ve 30’u gelişmekte olan) kriz göstergelerini analiz etmişlerdir. 23 verinin incelendiği çalışmada döviz kuru ve rezerv değerleri kriz sinyalini vermiştir. Enflasyon oranları, döviz kuru, dış ticaret değerleri, yurtiçi kredilerdeki değişim, M2 / Rezervler, dünya reel faiz düzeyi ve cari işlemler dengesi gibi değişkenlerin kriz tahmininde etkili olduğu saptanmıştır.¹⁵⁵

Bruggemann ve Linne, 1993 -2001 dönemlerini kapsayacak şekilde Türkiye ve Rusya’yı konu alan bir çalışma yapmışlardır. Ulusal paranın ABD doları karşısında

¹⁵² Apoteker Thierry and Barth’el’emy Sylvain, “Predicting Financial Crises in Emerging Markets using a Composite Non-Parametric Data Mining Mode”l, , <http://www.sylbarth.com/pdf/ffm2005.pdf> (21.04.2008), s.1

¹⁵³ Jeffrey A Frankel , Andrew K Rose,Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators, January 1996 <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/CCrash.pdf> (22.04.2008), s.1-22

¹⁵⁴ Gerardo Esquivel and Felipe Larrain B. Explaining Currency Crises, Harvard Institute for International Development, Development Discussion Paper No. 666 November 1998, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/documents/666.pdf> (03.05.2008), s.1-38,

¹⁵⁵ Jahangir Aziz, Francesco Caramazza, Ranil Salgado, “Currency Crises: In Search of Common Elements”, IMF, Working Paper WP/00/67, s. 4,32-35, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0067.pdf> (17.06.2008)

%20'yi aşan oranda bir değer düşüşünün olması ve bunun 10 iş günü sürmesinin krize neden olacağı sonucuna varmışlardır. Krizi açıklamada başarılı olduğu saptanan göstergeler; bankacılık sektörü verilerindeki bozulmalar, rezervlerdeki azalma ve ihracat artış oranındaki düşüştür.¹⁵⁶

Bussiere ve Mulder, Meksika ve Asya krizleri dâhil 46 ülkenin yaşadığı krizleri incelemişler, politik istikrarsızlıkların krizin derinliği üzerindeki etkisini ortaya koymuşlardır.¹⁵⁷

Kroska Merkezi Avrupa ekonomilerinin dördü üzerinde 1994 – 1999 yılları arasında bir inceleme yapmıştır. Cari işlemler açığı ile doğrudan yabancı sermaye girişi arasındaki farkın ekonomilerin kırılma eğilimini ve krize karşı duyarlılığını arttıran en önemli faktörler olduklarını saptamıştır. Bu fark için de eşik değeri % 5 olarak belirlemiştir.¹⁵⁸

3.5.2. Kriz Göstergelerinin Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler

Kriz göstergelerinin belirlenmesinde literatürde kabul edilen belli başlı üç yöntem vardır. Bunlar vaka yaklaşımı, regresyon (probit) analizi ve sinyal metodudur.

3.5.2.1.Vaka Yaklaşımı

Bu yaklaşım geçmiş dönemlerde yaşanan krizlerin nedenlerinin ortaya çıkartılması amacıyla geliştirilmiştir. Vaka yaklaşımına göre kriz yaşayan ülkelerin makro ekonomik verileri incelenerek hangi faktörlerin krize neden olduğu belirlenmeye çalışılır.

¹⁵⁶ Bruggemann, A./Linne, T. (2000), “Are the Control and Eastern European Transition Countries Still Vulnerable to a Financial Crises?: Result from Signal Approach”, Bank of Finland Institute for Economics in Transition Discussion Paper, Helsinki, <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/E2DC763F-92B2-41A2-BC8D-B11BF61E43C4/0/dp0502.pdf> (19.06.2008)

¹⁵⁷ Bussiere Matthieu, Mulder Christian, Political Instability And Economic Vulnerability, April 1999, IMF Working Paper No. Wp/99/46, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=727423

¹⁵⁸ Libor Krkoska, Assessing Macroeconomic Vulnerability in Central Europe, European Bank for Reconstruction and Development Working Paper No.52, 2000, <http://www.ebrd.com/pubs/econo/wp0052.pdf> (21.06.2008), s.1-21.

3.5.2.2. Regresyon (Probit) Analizi

Bu yöntemin amacı geçmiş dönemlerde yaşanan krizlere neden olan faktörleri regresyon analizine tabi tutarak krizi ne ölçüde açıkladığını saptamaya çalışmaktır. Analize tabi tutulan faktörlerdeki değişim krizi açıklar nitelikteyse, gelecekte yaşanabilecek muhtemel krizler için de gösterge niteliği taşıyabilecektir. Farklı şekillerde geliştirilmiş probit modelleri vardır.

- Frankel ve Rose Modeli

Bağımlı değişkenin iki uçlu olduğu, bağımsız değişkenlerin ise seçilmiş makro değişkenlerden oluştuğu modellerdir. Bu modellerin esasını birikimli dağılım fonksiyonu oluşturmaktadır. Kriz olasılığını tahmin etmede kullanılan probit modellerden öncü olanı Frankel ve Rose modelidir. Bu modele göre döviz kurunun % 25 değer kaybetmesi ya da yıllık devalüasyon oranının % 10'u bulması kriz olarak kabul edilmektedir¹⁵⁹ Model sermaye hareketlerinin yedi ayrı kompozisyonu üzerinde durmaktadır. Bunlar; ticari bankalara borç, imtiyazlı borçlar, değişken oranlı dış borçlar, kamu borcu, kısa vadeli borçlar, kalkınma bankaları ve kurumsal bankalardan alınan borçlar ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Bu borçların hepsi toplam dış borçlara oranlanmaktadır. Dışsal şoklara karşı kırılmanın tespit edilebilmesi için model; toplam borcun GSYİH'ya oranı, rezervlerin aylık ithalata oranı, dış ticaret açığının milli gelire oranı, kurda değerlendirme oranı üzerinde çalışmaktadır. Makro ekonomik değerlerin belirlenmesine yönelik olarak da, bütçe açığının GSYİH'ya oranı, yurt içi kredilerin reel GSYİH'ye oranı gibi veriler kullanılmıştır. Değişkenlerin karşılaştırılması için kriz öncesi ve sonrası 3 yıllık bir sakin dönem öngörülmüştür¹⁶⁰ Modelin sonuçlarına göre rezervler azalmış, yurt içi krediler ve faizler artmış, reel döviz kurları aşırı değerlendirilmişse doğrudan yabancı yatırımların azalması ile birlikte krizler kolayca ortaya çıkabilmektedir. Henüz bir ilişki saptanamamasına rağmen, krizlerin keskin resesyon dönemlerinde kolayca ortaya çıkabildiği gözlemlenmiştir.

¹⁵⁹Frankel, J.F., Rose, K.A., 1996. "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators", National Bureau of Economic Research Working Papers, No.5437, <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/CCrash.pdf> (24.06.2008), s.3

¹⁶⁰ Frankel, J.F. Rose, K.A, s.12

— Krueger, Osakwe ve Page Modeli

Bu modelde kriz, döviz piyasası endeksi üzerindeki baskıya bakılarak nominal döviz kurundaki ortalama değişim yüzdesinin büyüklüğü ve uluslararası rezervlerdeki negatif değişim olarak tanımlanmıştır. Bir büyüklük endeksi kurulmuş ve bu endekste 1.5 standart sapma kriz olarak tanımlanmıştır. Bu modelde kullanılan değişkenler Dış borcun GSYİH'ya oranı, M2'nin rezervlere oranı, Cari açığın GSYİH'ya oranı, Bütçe açık (fazla)'sının GSYİH'ya oranı, Yurt içi kredilemedeki artış oranı, Bankaların özel sektör üzerindeki haklarının GSYİH'ya oranı, Tüketici fiyat endeksine göre enflasyon oranı, reel döviz kuru oranı, uluslararası faiz oranlarıdır. Bu değişkenler 19 ülke üzerinde kullanılmıştır.¹⁶¹ Farklı örneklem ve yöntem kullanılmasına rağmen model Sachs, Tornell ve Velasco'nun 1996 yılında yapmış olduğu deneyin sonuçları ile aynıdır. Buna göre bir önceki periyottaki Reel GSYİH büyüme artışı para krizlerinin çıkma olasılığını azaltmaktadır. Bununla birlikte rezervleri az olan ülkelerin krize girme olasılığı yüksektir. Bu sonuç para krizlerini açıklayan geleneksel modellerin “düşük rezervler krizleri tetikler” yaklaşımını doğrulamaktadır. Ayrıca krizlerle bölgesel yayılma arasında pozitif bir bağlantı bulunmuştur. Dış borç yükü ile para krizleri arasında ise bir bağlantı bulunamamıştır. Mali ve cari açığın belirli bir seviyeden sonra krize yol açabileceği bulunmuştur¹⁶²

— Esquivel ve Larrain Modeli

Modelde sadece başarılı spekülasyon ataklar krize dahil edilirken, nominal döviz kurundaki keskin değişiklikler kriz olarak tanımlanmıştır. Kriz tanımlanırken iki unsur ele alınmıştır. Birincisi devalüasyon oranının o ülkenin standartlarından daha yüksek olmasıdır. Diğeri ise devalüasyonun satın alma gücünü ve yerli parayı anlamlı biçimde etkilemesidir. Bu iki unsurun kriz üzerinde etkisi devalüasyonun reel döviz kuru üzerindeki etkisine bağlıdır.¹⁶³

¹⁶¹ Krueger, M., Osakwe, N.P., Page, J., 1998. “Fundamentals, Contagion, and Currency Crises: An Empirical Analysis”, Bank of Canada Working Papers, No:10, s.9.

¹⁶² Krueger, M. Osakwe, N.P., Page, J., 1998, s.11-13

¹⁶³ Esquivel, L., Larrain, B., 1998. “Explaining Currency Crises”, *Harvard Institute of Development Discussion Papers*, No:666, s.8

Bu modelle 15'i gelişmiş ve 15'i gelişmekte olan 30 ülkenin 1975–1996 arası dönemi incelenmiştir. Bu süre içerisinde 117 farklı kriz öngörülme çalışılmıştır. Modelde kullanılan değişkenler senyorajı gösterme amacıyla rezerv paradaki yıllık değişimin GSYİH'ya oranı, reel döviz kuru, cari işlemler açığının GSYİH'ya oranı, M2'nin uluslararası rezervlere oranı, dış ticaret haddindeki şoklar, kişi başı gelir ve bölgesel bulaşma etkisi için bir gölge değişken kullanılmıştır.¹⁶⁴ Modelin sonuçlarında yüksek senyoraj oranı, cari açık, reel döviz kurunda istikrarsızlık, dış rezervlerin M2'ye oranının düşük düzeyde olması, ticaret hadlerinde negatif yönlü şoklar, kişi başı gelirden düşüş, ve bulaşma etkisi için anlamlı sonuçlar bulunmuştur.¹⁶⁵

— Kamin Schindler ve Samuel Modeli

Modelde temel olarak gelişmekte olan ülkelerde iktisat politikaları oluşturulurken esnek ya da sabit döviz kuru sistemlerinden hangisinin daha etkili olduğu sorusuna cevap aranmıştır. Krizin reel döviz kurunun ve uluslararası rezervlerdeki değişimin ortalaması olarak tanımlandığı bu modelde, finansal krizlerin içsel dengesizliklerden kaynaklanması halinde sabit döviz kuruna dayanan iktisat politikalarının anlamlı olacağı, dışsal değişkenlerden kaynaklanması halinde ise sabit döviz kuru uygulamasının daha maliyetli olacağı kabul edilmektedir.¹⁶⁶ Modelde ele alınan değişkenler şu şekilde sıralanabilir. Son üç yıllık reel GSYİH büyüme oranından sapma, bütçe açığının GSYİH'ya oranı, üç yıllık yurt içi kredi büyümesi, M2'nin son üç yıldaki uluslararası rezervlere oranındaki büyüme, uzun dönemdeki dış borçların ihracata oranında sapma, uluslararası rezervlerin uzun dönemli borçlardan kısa vadeli borçlara kayması, reel efektif döviz kurlarındaki sapma, ortalama üç yıllık ihracat büyüme oranından sapma, cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı, doğrudan sermaye yatırımlarının GSYİH'ya oranı, bir önceki yıla göre ticaret haddindeki yüzdelik değişimdir. Modelin sonuçlarına göre genel olarak içsel faktörlerle beslenen problemler uzun vadede sorunlara dönüşebilmektedir.¹⁶⁷ Diğer bir bulguya göre ise krizlerin yaşandığı dönemlerde dışsal nedenler ekonomilerin kırılma eğilimini daha fazla

¹⁶⁴ Gür, T, Tosuner, A, 2002. “ Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, 20(1), s.29

¹⁶⁵ Esquivel, L. Larrain, B. 1998.s.33

¹⁶⁶ Gür, T, Tosuner, A, 2002,s.28

¹⁶⁷ Kamin vd., 2001:9

artırmaktadır. Varılan bu sonuçlar nedeniyle gelişmekte olan ülkeler için dışsal şoklara karşı esnek döviz kuru sistemi önerilmektedir.

3.5.2.3. Sinyal Metodu (Signal Extraction Method)

Gösterge yaklaşımı olarak ifade edilen sinyal metodunu Kaminsky, Lizondo ve Reinhart geliştirmişlerdir. Model, makro ekonomik göstergelerin izlenmesi yoluyla finansal krizlerin önceden tahminini amaçlamaktadır. Söz konusu ülkenin makro ekonomik göstergeleri izlemeye alınır. Bir kriz anında bu göstergelerdeki değişimler saptanır. Buradan hareketle gelecekte çıkabilecek muhtemel krizler için erken uyarı sinyali verebilecek öncü göstergeler belirlenir.

Kriz tahmininde öncü göstergeler ve bunların alacağı değerler kullanılmaktadır. Önce göstergeler için tahmini bir erken uyarı seviyesi belirlenir. Bu her değişken için bir eşik (threshold) değer belirlenmesi şeklinde olacaktır. Bir gösterge için eşik değer, standart sapmanın 1,5 katı ile ortalamasının toplanması ile bulunur.* Değişkenin dönem içindeki değerleri, tespit edilen eşik değeri aşıyorsa, bir sinyal şeklinde algılanacaktır.¹⁶⁸

Kriz durumu=1

Diğer durumlar = 0

$Y_{i,t}$ = Gösterge değeri

Ortalama Sapma = μ

Standart Sapma = σ

Katsayı = b ($b = 1.5^9$)

Kriz olasılığı =1 $\rightarrow Y_{i,t} > b \sigma Y + \mu Y$

Kriz olasılığı =0 \rightarrow Diğer durumlarda

Kriz sinyali alındıktan sonra 24 ay içinde kriz olursa belirlenen seviye doğru demektir. Göstergelerden birinin optimal değer üzerine çıkması durumunda 24 ay içinde bir finansal kriz ihtimali belirecektir.

*Herrera ve Garcia (1999), Aziz vd. (1999) eşik değeri $1.5 \times b$ şeklinde almışlardır.

¹⁶⁸Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, Leading Indicators of Currency Crises, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1998/03-98/pdf/kaminsky.pdf> (29.03.2008), s.18

Sinyal yaklaşımında, optimal değerin en doğru şekilde belirlenmesi gerekir. Aksi takdirde göstergeler hata verecektir. Optimal uyarı seviyesi yükseldikçe sinyal sayısı azalır. Buna bağlı olarak yanlış sinyal alma ihtimali (kriz olmadığı halde kriz sinyali alma ihtimali) düşecektir. Ancak göstergelerin krize olan duyarlılığı azalmış olacağı için bazı krizlerin önceden belirlenememesi gibi bir ihtimal oluşur. Buna birinci tip hata denir. Optimal değer düştükçe sinyal sıklığı artar. Ancak yanlış sinyal sayısında da bir artış gözlenir. Buna da İkinci tip hata denir. İki tür hatanın da oluşmaması için yanlış sinyal doğru sinyal oranının minimum düzeyde olması gerekir. Bu iki tip hata bir tablo yardımıyla gösterilebilir.¹⁶⁹

Tablo 3.1.
Kriz Sinyallerinin Özellikleri

Sinyal Durumu	Kriz Var (24 ay içinde)	Kriz Yok (24 ay içinde)
Sinyal var	A	B
Sinyal yok	C	D

Kaynak: Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, Leading Indicators of Currency Crises, s.18

Tabloda, A durumu iyi sinyal gönderilen ay sayısını, B durumu kötü sinyal gönderilen ay sayısını, C durumu kriz olduğu halde kriz sinyali alınmadığı ay sayısını, D durumu kriz olmadığı halde kriz sinyali alınmadığı ay sayısını belirtmektedir.

$A > 0$ ve $C = 0$ \implies kriz var (24 ay içinde)

$D > 0$ ve $B = 0$ \implies kriz yok (24 ay içinde)

A'nın sıfırdan büyük ve C'nin de sıfıra eşit olduğu bir durumda 24 ay içerisinde kriz beklenmektedir. B'nin sıfıra eşit, D'nin de sıfırdan büyük olduğu bir durumda ise kriz olmayacaktır.

Bu modelde her bir gösterge için bir optimal eşik değeri belirlenmiştir. Optimal eşik değeri, her değişken için yanlış sinyallerin doğru sinyallere oranı olan B/A (noise to signal) oranını minimize eden değerdir. Bu oran;

$$W_j = \frac{B/(B+D)}{A(A+C)} \text{ formülü ile gösterilir.}$$

¹⁶⁹ Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, Leading Indicators of Currency Crises, s.18

Tabloda ki C durumu birinci tip hatayı, B durumu ise ikinci tip hatayı gösterir. Birinci tip hatanın ekonomiye olan maliyetinin ikinci tip hataya göre daha çok olduğu gözlenmiştir. Öngörülemeyen bir finansal kriz ülkede ekonomik yaşamı tüm boyutlarıyla etkileyecektir.

Her şeye rağmen finansal krizin öngörülmesinde sadece makro ekonomik göstergeler yeterli olmayıp, siyasi ve sosyal olayların gelişimi de göz önünde bulundurulmalıdır.

3.5.3.Kriz Göstergeleri

Literatürde kriz göstergelerinin belirlenmesine yönelik birçok çalışma olmakla birlikte burada genel kabul görmüş göstergeler açıklanmaya çalışılacaktır.¹⁷⁰

- *Reel Döviz Kuru (+)*: Reel döviz kurlarındaki artış bir yandan ticarete konu mallarda dış rekabet kaybına neden olurken diğer yandan ithalatı özendirerek dış ticaret dengesinin bozulmasına neden olabilmektedir. Bu da özellikle sabit kur uygulamalarında bir devalüasyonla sonuçlanabilecek bir krize neden olabilmektedir.
- *İhracat Artış Oranı (-)*: İhracat artış oranının düşmesi dış ticaret hadlerinin bozulmasına neden olacaktır. Döviz kurlarındaki artış böyle bir sonucun doğmasına neden olabilmektedir.
- *İthalat Artışı (+)*: İthalat artış oranı döviz kurunun değerlendirilmesine bağlı olarak artıyorsa finansal bir krizin habercisi olabilmektedir.
- *Dış ticaret Hadleri (-)*: Dış ticaret hadlerindeki iyileşmeler ülkenin finansal bir krize karşı direncini artırır. Bozulmalar ise bir kriz nedenidir.

¹⁷⁰ Jahangir Aziz, Francesco Caramazza, Ranil Salgado, "Currency Crises: In Search of Common Elements", IMF, *Working Paper WP/00/67*, s. 32-55
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0067.pdf> (17.06.2009)

- *Cari İşlemler Hesabı / GSYİH (-)*: Cari işlemler hesabı ödemeler bilançosunun en önemli kalemini oluşturmaktadır. Bu özelliği itibarıyla cari açık önemli bir kriz göstergesidir.
- *M2Y / Uluslar arası Rezervler (+)*: Para arzının döviz rezervlerine oranı olası bir kriz durumunda döviz talebinin ne ölçüde karşılanabileceğinin göstergesidir. Kriz sürecinde yabancı yatırımcının döviz talep ederek çıkması döviz rezervini azaltarak bu oranın büyümesine neden olacaktır.
- *Döviz Rezervindeki Artış (-)*: Döviz rezervindeki artış spekülasyon bir atağa ya da kriz öncesi oluşacak büyük miktarlardaki döviz talebine karşı önlem niteliğindedir. Sabit kur uygulamalarının olduğu ekonomilerde yüksek miktarlardaki döviz çıkışları kuvvetli bir devalüasyon baskısı oluşturur. Döviz rezervleri zayıf olan ekonomilerin buna direnme gücü çok sınırlı olacaktır.
- *M1 ve M2 Artışı (+)*: Sabit kur uygulayan ekonomilerde Likidite artışı bir yandan toplam talebin ve enflasyon oranlarının yükselmesine neden olurken diğer yandan kur üzerinde devalüasyon baskısının artmasına neden olacaktır. Bu durum spekülasyon ataklara davetiye çıkaracaktır.
- *M2 Para Çarpanı (+)*: Para çarpanı finansal serbestleşmenin göstergelerinden biridir. Bankaların zorunlu karşılık oranları düşürüldükçe para çarpanı büyüyecektir. Bu da kaydi paranın dolayısıyla para arzının büyümesine neden olacaktır.
- *Yurtiçi Kredi / GSYİH (+)*: Yurt içi kredilerdeki artış bankaların riskli kredilerinin dolayısıyla da kırılganlığının artmasına neden olacaktır. Bankacılık krizlerinin yaşandığı bir çok örnekte Merkez Bankaları, banka ve finans sektörünü kurtarmak amacıyla sisteme para enjekte etmektedir. Çoğunlukla bu uygulama iyileşme yerine krizin derinleşmesine neden olmaktadır.
- *Yurt içi Reel faiz Oranları (+)*: Sermaye ve kaynak gereksiniminin arttığı zamanlarda faiz oranlarındaki artış reel faizlerin de yükselmesine neden olur.

Özellikle spekülâtif atakların önlenmesi ve sermaye girişinin teminat altına alınması amacıyla faiz oranlarında bir artış görülebilmektedir.

- *Kredi ve Mevduat Faiz oranı Farkı (+)*: Kredi taleplerindeki artış kredi riskini arttırmakta ve kalitesini düşürmektedir. Böylelikle kredi faizleri yükselerek mevduat faizi ve kredi faizi makasının genişlemesi sonucunu doğurmaktadır.
- *Kamu Kesimi Borçlanma Gereği /GSYİH (+)*: Kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki artış riskliliği arttırarak sermaye kaçışına neden olmaktadır. Bu da finansal krizleri tetikleyici bir etki oluşturabilmektedir.
- *Sanayi Üretim Artışı (-)*: Finansal kriz öncesi ülke sanayi üretiminde gerilemeler görülmektedir. Sanayi üretimindeki düşüş bir kriz göstergesi olabilmektedir.
- *Hisse Senedi Fiyatlarındaki Değişme (+)*: Finansal krizler öncesinde genellikle hisse senedi gibi varlık fiyatlarında aşırı yükselmeler görülmüştür.

3.6. Krizlere Neden Olan Faktörler

Dünyada yaşanan finansal krizler incelendiği zaman krizin yaşandığı ekonominin ve yaşanan krizin kendine has özellikleri olduğu görülür. Bununla birlikte krizlere neden olan ortak faktörler de söz konusudur. Benzer krizlerin benzer nedenlerden ortaya çıktığı görülebilmektedir. Krizlere neden olan ana ortak faktörler; sermaye kontrollerinin olmayışı ve finansal serbestleşme, finansal sektörlerin zaafıları, kaynakların verimsiz alanlarda kullanımı, makro ekonomik yapıdaki bozulmalar, döviz kuru dengesizlikleri, global krizlerin etkileri, siyasal istikrarsızlıklar şeklinde sıralanabilir.

3.6.1. Sermaye Kontrollerinin Olmayışı ve Finansal Serbestleşme

Yabancı sermayenin bir ülkeye gelebilmesi için ekonomi dışı açılmalıdır. Bunun için de ulusal paranın konvertibl olması, dış ticaret rejiminin serbestleştirilmesi, tarifelerin ve tarife dışı engellerin yumuşatılması veya kaldırılması, bankacılık sistemi üzerindeki faiz ve kredi limitleri gibi engellerin kaldırılması, hisse senedi borsaları,

vadeli işlemler piyasaları, döviz ve tahvil piyasalarının kurularak finansal piyasaların geliştirilmesi gerekir.

Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte 1970’li yıllardan itibaren başlayan finansal serbestleşme hareketleri ile sermaye uluslararası hareketlilik kazanmaya başlamıştır. Uluslararası rekabet sermaye maliyetlerinin düşmesine imkan verdiği için piyasalardan ucuz kaynak temini imkanı artmıştır. Bu bir yandan kaynakların tasarruf sahibinden yatırımcıya aktarılmasını kolaylaştırmış ve hızlandırmış diğer yandan da risklerin artmasına neden olmuştur. Artan rekabet kaynakların riskli kullanıcılara aktarılması ve kâr oranlarının düşmesi dolayısıyla da tasarruf sahiplerinin risklerinin artması sonucunu doğurmuştur. Öte yandan sermaye, önündeki kısıtlar kalktıkça oynaklaşmış ve girip çıktığı ülke ekonomilerini istikrarsızlaştırmaya başlamıştır. Sermayenin geldiği zamanlarda ekonomik büyüme artmış ani çıkış yaptığı zamanlarda ise finansal istikrarsızlık tetiklenmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere olan ilgisi cezbeden başka faktörler olmadığı için ancak yüksek faiz oranları nedeniyle olmuş, piyasaların kırılganlık ve risklerini arttırmıştır.¹⁷¹

Bazı ülkeler yabancı sermayenin olumsuz etkilerinden korunabilmek için bir takım kontrol yöntemlerini kullanmaktadırlar. Her ne kadar IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar sermaye kontrollerine karşı çıksalar ve kontrollerin yararsız olduğunu savunsalar da, sermaye kontrollerinin olmadığı ülkelerde krizin daha kolay çıkabildiği bilinmektedir.

3.6.2. Finansal Sektörlerin Zaafları

Bağımsız ve etkin bir banka denetim mekanizması olmadan liberalleşen bankacılık sektörü sorunlu ve zayıf olmaktadır. Yabancı sermaye girişiyle birlikte bankalar risk denetimi olmadığı için döviz kuru, faiz, vade ve kredi gibi risk unsurlarında aşırıya kaçabilmektedir. Yabancı sermaye geldiği hızda çıkmaya başlayınca risk yönetimini bilmeyen bankalar ekonomiye zarar vererek kriz ortamının oluşmasına neden olabilmektedirler.

¹⁷¹ Aaron Tornell, Frank Westermann, Lorenza Martinez, “The Positive Link Between Financial Liberalization Growth And Crises”, *National Bureau Of Economic Research*, February 2004, <http://www.nber.org/papers/w10293.pdf> (17.04.2008) s.10-16

Bankaların gelen kaynakları sağlıklı bir şekilde ekonomiye dağıtamamaları da sorunlara neden olmaktadır. Gelen kaynakların verimsiz alanlara kayması, devletin bütçe açıklarının finansmanı, kamu bankalarının görev zararlarının kapatılması bunun örnekleridir.

Bankalar yeterli sermayeye sahip olmadıkları için tedarik ettikleri yabancı kaynakları bu riskli alanlara aktararak yüksek kâr elde etme ve böylece sermaye arttırma çabalarına girdiler. Yabancı sermaye hızla çıkmaya başlayınca da hem likidite sıkıntısı hem de kur riskiyle karşı karşıya kaldılar. Başlangıçta içine düşülen durum banka yöneticilerince gizlenmeye çalışıldı. Ama bu krizi derinleştirerek kayıpların çok daha büyük olmasına neden oldu.¹⁷²

3.6.3. Kaynakların Verimsiz Alanlarda Kullanımı

Yabancı sermayenin ülkeye yoğun olarak geldiği zamanlarda iç piyasada banka kredileri artmaktadır. Geniş kredi imkânları bazı sektörlerde gereğinden fazla yatırımların yapılmasına veya kredilerin verimsiz alanlarda kullanılmasına yol açmaktadır.¹⁷³ Ayrıca kayıt dışına kaçış nedeniyle kârlılıktaki artış verimlilik artışı gibi algılanmaktadır. Bu koşullarda yapısal değişim ve verimlilik artışı bir yanılğı olarak karşımıza çıkmaktadır.

3.6.4. Makro Ekonomik Yapıdaki Bozulmalar

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi başlayınca döviz kurları istikrar kazanır ve ekonomiye güven artışı olur. Böylece ekonomide tüketim yatırım ve üretim artışıyla birlikte bir büyüme süreci başlar.¹⁷⁴ Ancak sürekli yabancı sermaye girişi ve bunun sonucu oluşan düşük döviz kurları ithalat artışlarına da neden olmaktadır. Düşük

¹⁷² IMF, "Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability, World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook, Financial Crises: Causes And Indicators" May 1998, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/index.htm> (20.04.2008), s.79-82,

¹⁷³ IMF, The Asian Crisis: Causes and Cures, *Finance and Development*, June 1998, Volume 35, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm> (21.04.2008), s. 1-4

¹⁷⁴ Tornell, s. 6-10

döviz kurları nedeniyle ihracat, ithalat gibi artış gösterememekte ve dış ticaret açıkları oluşmaktadır. Bu da cari açığın büyümesine neden olmaktadır.¹⁷⁵

Tasarruf açığının karşılanması için ihtiyaç duyulan yabancı sermayenin uzun vadeli yatırım amacıyla gelmesini sağlamak cari açık sorunlarını gidermek için en sağlıklı yoldur. Uzun vadeli yabancı sermaye yatırımları için gerekli koşulların sağlanması gerekir. Gerekli yapısal değişimi sağlayamayan ülkelerde şirketler, bankalar ve hükümet kısa vadeli enstrümanlarla ihtiyaç duyduğu kaynakları sağlamaya çalışmaktadır. Bu da hem borcun artmasına hem de ekonominin dış şoklar karşısında kırılgan hale gelmesine neden olmaktadır.

Bir ülkenin tasarruf açığı olduğunu gösteren en önemli gösterge cari açıktır. Gevşek politikalar nedeniyle verilen bütçe açıkları da en önemli tasarruf açığı nedenlerinden biridir. Hükümetler cari açık sorununu gidermek için öncelikle uygulayacakları sıkı politikalarla bütçe açıklarını kapatmalı ve hatta bütçe fazlalarıyla birikmekte olan borcu da azaltma yoluna gitmelidir.¹⁷⁶

3.6.5. Döviz Kuru Dengesizlikleri

— Kur Rejiminin yanlış belirlenmesi: Sabit kur rejimini benimsemiş olan ülkelerde faiz oranlarındaki bir yükselme ülkeye yabancı sermayeyi çekerken kuru aşağı doğru baskılamaktadır. Kuru dengede tutmak isteyen merkez bankası da döviz alışı yaparak piyasaya nakit verir. Nakit bolluğu tüketim ve yatırım patlamasına neden olduğu için talep artışına bağlı olarak ithalat artar. Bu aynı zamanda cari açığın büyümesi sorununu da beraberinde getirir. Faiz oranları düşme eğilimi gösterince sermaye çıkışı başlamaktadır. Bu durumda da kur yukarı doğru çıkma baskısı oluşturur. Kurun sabit tutulduğu dönemlerde kur baskısı ulusal paradan dövize kaçışı da hızlandırarak resmi rezervlerin azalmasına neden olur. Devalüasyon beklentileri giderek artar ve rezervlere yönelik son bir atakla ekonomi bir devalüasyona sürüklenebilir.¹⁷⁷

¹⁷⁵Razin Assaf, “International Capital Flows: Sustainability, Sudden Reversals, and Market Failures”, National Bureau of Economic Research, http://www.nber.org/reporter/spring98/razin_spring98.html (22.04.2008), s.1-3.

¹⁷⁶Reha Tanör, **Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası**, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, 2003, s.46- 47

¹⁷⁷Krugman, A Model of Balance-of-Payments Crises, s. 311-325.

Chang ve Valesco esnek kur sisteminde de döviz krizinin olabileceğini ancak sabit kur sisteminin daha uygun koşullar oluşturduğunu belirtmektedirler.¹⁷⁸ Sabit kur uygulaması kararı veren ülkeler bunu öteki iktisadi politikalarla desteklemelidirler. Aksi takdirde tehlikeli sonuçlarla karşılaşabilirler.¹⁷⁹

—Sıkı para politikaları: Sıkı para politikaları uygun maliye ve kur politikalarıyla desteklenmeyince kendi başına başarılı olamayabilir. Bir yandan sıkı para politikası uygulanırken diğer yandan kamu harcamaları daraltılmazsa bir süre sonra para politikasının etkisi ortadan kalkarak harcamaların finansmanında monetizasyon problemi yaşanabilmektedir.

Aşırı sıkı para politikası ile faiz oranları yükselir. Yüksek getiri yabancı sermayeyi ülkeye çeker. Spekülatif sermaye girişi ulusal paranın değerlenmesine neden olur. Bu ihracatta rekabet gücünün ve dolayısıyla ihracat hacminin azalmasına neden olur. Aynı zamanda ucuzlayan ithal malları talebi artar ve cari açık büyür.¹⁸⁰

3.6.6. Global Krizlerin Etkileri

Global ekonomik koşullar da kriz nedenlerinden biri olabilmektedir. Bir ülkede başlayan kriz birbiriyle ilişkili hale gelmiş tüm ekonomilere yayılma eğilimindedir. Asya krizinin, Rusya krizinin ve Güney Amerika krizlerinin arkasında bu yayılma eğilimi vardır.

Ayrıca dünya ekonomisinde baş gösteren bir durgunluk süreci tüm ülkeleri etkilediği gibi bazı ülkelerin de krizlere girmesine neden olabilmektedir. Tarihsel veriler ekonomik faaliyetlerin hep aynı düzeyde gitmediği aksine her genişlemenin sonunda bir daralma ve çöküntünün geldiği görülmektedir. Ekonomik faaliyetlerde görülen bu dalgalanmalara konjonktür dalgalanmaları denmektedir.¹⁸¹

¹⁷⁸ Chang Roberto, Andres Valesco, “Financial Fragility and The Exchange Rate Regime”, *Working paper 6469*, National Bureau of Economic Research, , March 1998, http://www.nber.org/papers/w6469.pdf?new_window=1 (24.04.2008), s. 2-4

¹⁷⁹ Nuray Altuğ, **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001, s. 91

¹⁸⁰ Saruhan Özel, **Global Finansal Krizler**, İstanbul: Deniz Kültür Yayınları, İstanbul, 2005, s. 243 -244

¹⁸¹ Osman Zekayi Orhan, **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1995, s.109

3.6.7. Siyasal İstikrarsızlıklar

Ülke içinde yaşanan siyasal istikrarsızlıklar ekonomik kararların uygulanmasında da belirsizliği beraberinde getireceği için güven ortamının oluşmasına engel olacaktır. Bu durumda risk ve belirsizlikten korkan yabancı sermaye ülkeden çıkma eğilimi göstermeye başlayacaktır.¹⁸² Kalkınmasını ve büyümesini yabancı sermaye girişine bağlamış olan ekonomiler bu durumda finansal ve ekonomik sıkıntılara girmeye başlayacaktır.¹⁸³

Bir grup İsviçreli iktisatçı, uluslararası sabit sermaye yatırımlarında öncü kuruluşlarla yaptıkları görüşmeler sonunda, yabancı sermayeyi çekebilmek için iki ilke belirlemişlerdir¹⁸⁴

- Yabancı sermaye bekleyen ülkelerde, ekonomi ile ilgili yasalar ve kararlar beklenmedik zamanlarda ve sıkça değiştirilmemelidir.

- Yasalar ve kararlar değiştirilmese bile, hükümetler bu yasa ve kararların boşluklarından yararlanmamalıdır.

Uluslararası finansal sistemdeki açıklar ve boşluklar ülkelerin kriz riskini arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler kadar gelişmiş olan ülkelerin de bu krizlerden zarar görme ihtimalleri vardır.¹⁸⁵ Örneğin Rusya krizi sırasında Rusya'ya yatırım yapmış olan hedge fonlar Rusya'daki açıklarını kapatmak için Türkiye'deki yatırımlarından çekilmek zorunda kalmışlar ve krizin Türkiye'ye yayılmasına neden olmuşlardır. Yine Güney Amerika ülkelerinin yaşadıkları krizlerde de benzer durumlar olmuştur.

¹⁸² Alberto Alesina, Guido Tabellini, "External Debt, Capital Flight and Political Risk", *Working Paper No.2610*, National Bureau of Economic Research, June 1988, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310460# (26.04.2008), s.2-6

¹⁸³ Fırat Demir, "Volatility of short term capital flows and socio-political instability in developing countries: A review", *MPRA, Paper No. 6835*, posted 22. January 2008, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6835/2/MPRA_paper_6835.pdf (28.04.2008), s. 2-3.

¹⁸⁴ Erdoğan Alkin, **Büyüme- İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, s.14

¹⁸⁵ Muhammet Akdiş, Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye'de Finansal Krizler-Beklentiler, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm> (30.04.2008)

Ekonomik belirsizlikler tüm iktisadi birimlerin önlerini görmesini zorlaştıracağı için geleceğe yönelik kararlar almaları ve uygulamalarını engeller. Belirsizlik finans sektöründe de kredisi yüksek müşterilerle kredisi düşük müşterilerin ayırt edilememesi sorununa neden olur. Kredi verme eğilimi düşünce yatırımlarda düşüş ve buna bağlı olarak genel ekonomik yapıda da bir daralma görülür.¹⁸⁶

3.7. Çıkış Şekillerine Göre Kriz Türleri

Krizlerin çıkmasına neden olan bir çok faktör literatürde tartışılmaktadır. Her krizin kendine özel nedenleri, etkileri ve sonuçları olsa da krizleri benzer özellikleri ile gruplandırmak mümkündür. Bu çerçevede çıkış türlerine göre krizler beş grupta toplanabilir.¹⁸⁷

a) Makro Ekonomik Politikalarındaki Bozulmalar Nedeniyle Çıkan Krizler: Bütçe açıkları ve artan dış borçlar bir ülke için kriz nedenidir. Böyle bir durumda merkez bankası bütçe açıklarını finanse etmeye ve borçlar artmaya devam ederse bir noktadan sonra kriz patlak verecektir.

b) Finansal Panik Sonucu Çıkan Krizler: Kısa dönem borçlar kısa dönem varlıkları geçince, borç verenler ödeme güçlüğü içinde olmayan borçlulardan alacaklarını tahsil edip ülkeden çıkmaya başlar. Bu durumda bir panik havası oluşup diğerleri de ülkeden çıkmak isteyebilirler.

c) Finansal Varlıkların Değerindeki Aşırı Dalgalanmalar Sonucu Çıkan Krizler: Varlık fiyatlarında kısa vadede görülen aşırı dalgalanmalar kriz nedenleri arasında görülür. Başlangıçta finansal varlıklara olan talep bunların değerini aşırı şekilde arttırır. Bir süre sonra da oluşan olumsuz havanın etkisiyle başlayan kaçış varlıklarda büyük bir değer düşüşüne neden olur.¹⁸⁸

¹⁸⁶ Eyup Bastı, **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 2006, s.22

¹⁸⁷ Steven Radelet, Jeffrey Sachs, "The Onset of the East Asian Financial Crisis", *Harvard Institute for International Development*, March 30, 1998, http://pdf.dec.org/pdf_docs/pnacc340.pdf (30.04.2008)

¹⁸⁸ William R White, "What Have We Learned From Recent Financial Crises And Policy Responses?" *Bank For International Settlements Working Papers*, No. 84 – January 2000, <http://www.bis.org/publ/work84.pdf?noframes=1> (02.05.2008), s.4

d) Ahlaki çöküntü Sonucu Çıkan Krizler: Ahlaki riziko finansal işlem yapıldıktan sonra ortaya çıkan bir asimetrik bilgi problemidir. Bankalar kredi verenlerin yatırım projelerinin kalitesini belirleme güçlüğü çekerler. Krediler kârsız alanlarda kullanılınca, geri ödeme sorunları ortaya çıkar. Bankaların devletin örtülü ya da açıktan teminatıyla mevduat toplayıp bunları riskli alanlarda kullanmaya başlaması ahlaki çöküntünün ana nedenini oluşturmaktadır.¹⁸⁹

Mevduat sahipleri, bankalar devlet güvencesinde olduğu için bankaların kaynakları riskli alanlarda kullanmalarını takip etmezler bundan dolayı endişe de etmezler. Ancak bu durum mevcut durumu daha da kötüleştirecektir¹⁹⁰

e) Hesapların bozulması ve likidite sıkışıklığı Sonucu Çıkan Krizler: Kredilerdeki büyük artışlar kamu gelirlerindeki azalma ve borçlanmadaki artışla paralel olarak gerçekleşirse endişeye kapılan ve pazar yapıcı olarak da bilinen borç vericiler piyasadan çekilmeye başlarlar. Böylece başta kamu borçları olmak üzere birçok borç yükümlüsü ödemelerini geciktirmeye başlar. Gecikmelerden dolayı kredi kuruluşlarının hesapları bozulur ve likidite sıkışıklığı ortaya çıkar.¹⁹¹

3.8. Uluslar arası Para Fonu (IMF) ve Krizler

3.8.1. IMF'nin Kuruluş ve İşleyişi

Uluslar arası Para Fonu Bretton Woods adı verilen uluslar arası sabit kur sisteminin bir kuruluşu olarak 1946 yılında faaliyetlerine başladı. Başlangıçta kuruluş amaçları uluslararası ticaretin yapılandırılmasına destek, uluslararası para politikasında işbirliği sağlamak, para politikasını denetlemek ve bu konularda teknik yardımda bulunmak şeklinde belirlenmişti. Ancak üyelerin dış ödemeler dengesi açıkları vermeleri ve dış ekonomik ilişkilerde ortaya çıkan istikrarsızlıklar IMF'nin istikrarsızlıkları gidermek amacıyla kısa süreli finansman sağlama rolünün giderek öne

¹⁸⁹ Steven Radalet and Jeffrey Sachs, "The Onset of the East Asian Financial Crisis", *Harvard Institute for International Development*, March 30, 1998, http://pdf.dec.org/pdf_docs/pnacc340.pdf (02.05.2008), s. 4

¹⁹⁰ Mishkin Frederic., "Understanding Financial Crisis. A Developing Country Perspective", *Nber Working Paper*, No.5600. May 1996, <http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2005/Papers/mishkin.pdf> (04.05.2008), s. 2-6

¹⁹¹ White, s.6

çıkmasına neden oldu.¹⁹² Kurulduğu yıllarda batı ülkelerinin finansman ihtiyaçlarını giderirken 1970 sonrası dönemde tamamıyla gelişmekte olan ülkelerin kısa süreli finansman ihtiyaçlarına yöneldi. Özellikle yeni bağımsızlığını kazanan ülkelerin kalkınma çabaları ve bu doğrultuda kaynak gereksinimleri IMF'nin verdiği kredilerle karşılık buldu. Ne var ki sosyal nitelikli kredi politikaları çok uzun sürmedi ve 80'li yıllardan itibaren IMF liberal bir kimliğe büründü. Kredi kullanımını sıkı makro iktisadi politikaların uygulanması şartına bağlandı.

Bretton Woods sisteminin işlediği dönemde uluslararası mali sermaye akımları daha çok cari işlemlere bağlı olarak ortaya çıkardı. Mali Küreselleşme döneminde sermaye hareketleri cari işlemlerden büyük ölçüde bağımsız hale geldi ve çok daha büyük boyutlara ulaştı. IMF her ne kadar sermaye hareketlerinden kaynaklanan likidite sıkışıklıklarını gidermek üzere tasarlanmamış olsa da yeni süreçte bu görevi üstlenme çabasına girdi.

IMF'nin karar ve politikalarını üye ülkeler belirlemektedir. Her üye fona olan katkısı oranında oy sahibidir. Batılı ülkeler oyların büyük bir çoğunluğuna sahip oldukları için kararların ve politikaların oluşmasında oldukça etkilidirler.

3.8.2. IMF'nin Krizler Karşısındaki Tutumu

IMF ekonomik ve finansal liberalleşmenin kaynakların dünya genelinde etkin dağılımını sağlayacağını ve bunun sonucunda küresel üretimin ve refahın artacağı tezini savunmaktadır. O nedenle IMF'ye göre krizler liberalleşmeden değil başkaca nedenlerden dolayı ortaya çıkar. Kriz olasılığı taşıyan bir ekonominin korumacı ve kısıtlayıcı bir model benimsemesi krizi önleyemeyecektir. Asya'da yaşanan krizde de krizin sebebi bu bölgeye sermaye akışı değil, sermaye sahiplerinin ekonomik zayıflıkları tahmin edememesi olmuştur.¹⁹³

¹⁹² Büyükbaş Hakkı, **Uluslararası Serbestleşme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kriz, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Arıkan Yayınları, İstanbul 2006, s. 8

¹⁹³ IMF, World Ekonomik Outlook, 1998, s. 79-83

Finansal krizlere karşı alınacak önlemler konusunda IMF'nin bir takım önerileri vardır. Bu önlemlerin belli başlıları şunlardır.¹⁹⁴

Bütçe açıkları olan ve sıkı politikalar izlemeyen ülkeler krizleri daha hızlı ve derin yaşarlar. O nedenle sıkı para ve maliye politikası izlenmelidir. Böylece talep daralacak ve enflasyon düşecektir. Paranın değer düşüşüne karşı koyabilecek bir sıkı para politikası finansal zayıflıkların azalmasına ve faiz oranlarının normale dönmesine katkı sağlayacaktır. Ayrıca krizlere müdahale konusunda etkin bir politika izleyen devletler krizleri atlattığında daha başarılı olmuşlardır. Örneğin sabit kur uygulayıp kriz öncesi dönemde bundan gözle görülür fayda sağlayan ülkeler, sermaye çıkışları karşısında dalgalı kura geçerek krizi daha kolay savuşturmuşlardır.

Zayıf yapıları finansal kuruluşlar krizlere davetiye çıkarabilmektedirler. Zayıflayan finansal kurumlar yeniden yapılandırılmalı ya da kapatılmalıdır. Böylece borçlar çevrilebilir hale gelecektir. Basel Komitesi Etkili Banka Denetimi için Temel İlkeler adlı bir dizi kurallar getirerek bankacılık sisteminin reformunu sağlamıştır.

Kamu kurumları ve şirket bünyelerinde şeffaflık, açıklık ve hesap verilebilirlik artırılmalıdır. Bu olduğu takdirde piyasa aktörleri piyasalar hakkında doğru bilgiler alabilecekler böylece piyasaların işleyişinde aksama olmayacaktır. Bu konuda uluslararası standartlar getirilmeli ve devletler bu standartları benimsemelidirler. Özellikle ekonomik ve finansal verilerle ilgili devletin ilgili birimleri periyodik raporlar hazırlayarak piyasayı doğru bilgilendirmelidirler. IMF Özel Veri Yayıma Standartları (SSDS) adı altında bu standartları hazırlamıştır. Birçok ülkede siyaset adam kayırma gibi şeffaf olmayan eylemlerin içinde olmaktadır.

Finansal liberalleşme ülke ekonomisine önemli katkılar sağlamakla birlikte sınırsız ve kontrolsüz bir sermaye girişi zarar verebilmektedir. Uluslararası rekabette kamu müdahaleleri nedeniyle uzak kalmış zayıf finansal yapı liberalleşme sonrası dalgalanmalarla karşı karşıya kalabilmektedir.

¹⁹⁴ IMF, The Asian Crisis: Causes And Cures, 1998, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm> (12.05.2008), s.1-5.

Krizlere karşı ikinci nesil reformlar yapılmalıdır. Bu önlemler uzun dönemli büyümeyi sağlayacak ve yatırımcıların güvenini yıkıcı bir şekilde sarsacak ani bir krize imkan vermeyecektir. Ayrıca kriz olasılığına karşı en sağlıklı önlemlerin tespitini kolaylaştıracaktır. Bunlar piyasa aktörlerinin etkinlik sağladığı alanlara devlet müdahalesini önleyen, ahlaki bozulmalara karşı önlemler getiren, kamu ve özel kesimin birlikte daha iyi çalışmasını sağlayan, devlet bütçesini daha da şeffaflaştıran ve finansal sektörün güçlenmesini sağlayan reformlardır.

Başta IMF olmak üzere uluslararası veya yerel kuruluşlarca yapılacak gözetimler krizlere olan duyarlılığın tespitinde ve alınacak olan önlemlerin belirlenmesinde yardımcı olabilir. Böyle bir gözetim kamu otoritelerine de alınacak önlemler konusunda daha ciddi davranmalarına yardımcı olur. 182 ülkenin üyesi olduğu IMF yaptığı çalışmalar ve gözetimleriyle üye ülkelere yardımcı olmaktadır.

3.8.3. IMF ve Politikalarına Yönelik Eleştiriler

IMF ve politikalarına karşı eleştiriler kuruluşundan buyana süregelmiştir. Kimi eleştirilere göre tamamen kaldırılması gereken başarısız bir kuruluş olarak görülmüş, kimilerine göre ise bir takım kurumsal düzenleme ve iyileştirmelerle fonksiyonel olabileceği iddia edilmiştir. İyileştirme yanlısı eleştirilere göre ikinci dünya savaşından sonra kurulup Bretton Woods sisteminin işlemesi amacına yönelik olarak faaliyet gösteren kuruluş Bretton Woods sisteminin çöküşüyle işlevini yitirdi. Daha sonra yeni koşullara uyum sağlayarak uluslar arası finansal sistemin kısa vadeli ödeme güçlüklerinin giderilmesi, finansal krizlere karşı önlemler alınması, krize girmiş olan ülkelere kurtarma yardımları yapılması görevini üstlendi. Ancak yeni koşullara uyumda hep gecikti. Özel sermaye hareketlerinin giderek etkinliğinin artması karşısında fonksiyonları zayıfladı. Devletlerin uygulayacak oldukları ekonomik uyum paketleriyle yardım paketleri politik olarak çelişti. IMF yönetimi ABD ve Avrupa ülkelerinin etkisi altında kalarak IMF'nin meşruluğunu tartışmalı hale getirdi.¹⁹⁵

¹⁹⁵ Edwin M. Truman, "The IMF and the Global Crisis: Role and Reform", *Peterson Institute for International Economics*, 2009, <http://www.iie.com/publications/papers/truman0109.pdf> (05.05.2008), s.1-9

IMF'nin görev, faaliyet ve sorumluluklarının mali piyasaların serbestleştirildiği, dolayısıyla sermaye giriş ve çıkışlarının ve döviz kurlarının değişken ve öngörülemez nitelikte olduğu günümüz dünyasının gerçeklerine uyacak biçimde yeniden düzenlenmesi gerekir. Sabit kurlu ve resmi sermaye akımlarına dayalı Bretton Woods sistemine göre tasarlanmış bir kuruluşun bu sorunlara etkin çözümler getirebilmesi için yeni çözümler ve politikalar geliştirmesi gerekir.¹⁹⁶

IMF'nin varlığına itiraz eden görüşlerin eleştirileri oldukça şiddetli ve fazladır. Eleştiriler büyük ölçüde uygulamalara yönelik olarak ortaya çıkmaktadır. İlk eleştiri IMF reçetelerine yapılmıştır. Buna göre IMF farklı nedenlerle ortaya çıkan farklı krizlere aynı klasik reçeteleri önermektedir. Latin Amerika krizleri ile Asya krizleri farklı özelliklere sahip olmasına rağmen aynı çözüm önerilerini sunmuştur. Ödeme güçlüğü içinde olan ülkelere klasik reçeteyi uygulama şartıyla kredi vermektedir. Bu çerçevede daraltıcı para ve maliye politikaları önermektedir. Başta kamu harcamaları olmak üzere toplam harcamalarının azaltılması ve vergi oranlarının artırılması daraltıcı maliye politikasını oluştururken para arzının kısılması, faiz oranlarının yükseltilmesi ise daraltıcı para politikalarını oluşturmaktadır. Bu koşullarda krizin getirdiği durgunluk derinleşmekte ve reel ekonomiye büyük zararlar vermektedir. Kriz dönemlerindeki IMF politikaları ülkedeki yoksulluğun daha da artması sonucunu doğurmaktadır.¹⁹⁷ Nitekim IMF Latin Amerika krizini doğru teşhis etmesine rağmen çözüm önerileri kriz sonrası on yıllık dönemde bu ülkelerin ciddi bir durgunluk yaşamalarına neden olmuştur. Asya krizinde ise önermiş olduğu yüksek faiz uygulaması yurt dışına kaçmakta olan sermayeyi geri döndüremediği gibi borçluların sayısını ve yüklerini arttırmış, borçların ödenmemesi yüzünden bankacılık sektöründe de sorunlu banka sayısının artmasına neden olmuştur.¹⁹⁸

IMF'nin bu tür politikalarının kasıtlı olduğu ve küresel sermayeye hizmet ettiği yönünde iddialar da vardır. 2001 krizi sonrası dönemde Türkiye'de uygulanmakta olan

¹⁹⁶ Seyidoğlu Halil, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2) 2003, s.148-149

¹⁹⁷ William Easterly, "IMF and Worldbank Structural Adjustment Programs and Poverty", **Managing Currency Crises in Emerging Markets**, The University of Chicago Press, Chicago, 2003, s.362-363

¹⁹⁸ Stiglitz, Joseph E, **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, çev. Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, İstanbul: Plan B Yayıncılık, 1. Basım, Ekim 2002, s.133

yeni programda enflasyonun düşürülmesi hedefinin yüksek reel faizlerin korunması ve sürdürülmesi politikasına dayandırılması eleştiri konusu olmuştur. Bu uygulamalarla Türkiye'nin uluslararası finans çevrelerine yüksek faiz sunan, bir ucuz ithalat cenneti ve yüksek borçlu bir ülke konumuna gelmiş olduğu belirtilmektedir.¹⁹⁹

Önermiş olduğu politikalar uygulanma sırasında krize neden olabilmektedir. Ancak uygulama sırasında karşılaşılan sorunlara da çelişki oluşturacak şekilde müdahale etmektedir. Örneğin IMF 2000 krizi öncesinde Türkiye ile yaptığı 'istikrar programı'nda daha önce önerdiği tüm sabit kur uygulamaları krizle sonuçlandığı halde sabit kur önermiştir. Buna rağmen uygulama krize yol açınca Türk yetkililerden sabit kur uygulamasından vazgeçmelerini ve bir devalüasyon yapmalarını istemiştir.²⁰⁰

IMF'nin yeni sanayileşmekte olan ülkelere önermiş olduğu sabit kur politikaları aslında mali krizleri daha da derinleştirmiştir. Kurlar sabit tutulurken fiyat artışlarının önlenememesi, ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır.

IMF ve Dünya Bankası, çoğunluk hisseleri elinde olan batılı ülkelerin nüfuzu altında faaliyetlerini sürdüren uluslararası finansal kuruluşlardır. Gelişmekte olan ülkelere kredi verirken nüfuzu altında oldukları devletlerin çıkarları doğrultusunda hareket ederler.²⁰¹

Yapılan anlaşmalarda genel olarak iki konu göze çarpar. Bunlar; borç geri ödemelerinin aksamaması için alınacak önlemler ve kredi talep eden ülkenin ekonomik ve finansal liberalleşmesinin sağlanması şeklindedir. Ancak bu taleplerin ülke ekonomisi üzerinde doğurduğu bir takım sonuçları vardır.

Ekonomik liberalleşme sürecinde çok uluslu şirketler ve malları ülke içinde boy göstermeye başlar. Yerel firmaların küresel ölçekte üretim yapan, maliyet üretim ve pazarlama avantajlarına sahip çok uluslu şirketlerle fazla rekabet etme şansları olmadığı için, ulusal pazarlar kısa sürede küresel ölçekli firmaların hâkimiyetine girer.

¹⁹⁹ Eriç Yeldan, "2001 Krizi Sonrasında Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken", **Ulusal Bağımsızlık İçin İktisat Politikaları Konferansı**, Malatya Üniversitesi, Haziran 2006, s. 13

²⁰⁰ Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım Ve 2001 Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomi Kurumu*, 22 Mart, 2001 <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf> (10.05.2008), s. 16

²⁰¹ L. Alan Winters, *International Economics*, London: Routledge, 1991, s. 451

Türkiye'nin yaşadığı kriz sonrasında IMF ile birlikte hazırlanan 'Güçlü Ekonomiye Geçiş' programında IMF desteğinin sağlanması için birçok yasanın yanı sıra tütün ve şeker yasalarının çıkartılması istenmiştir. Böylece yabancı şirketlerin Türkiye'de tütün ve şeker ticareti ile ilgili kısıtlamalar kalkmış oluyordu.

Borç geri ödemeleri için alınacak önlemler arasında ücret ve maaşların artmaması, başta tarım kesimi olmak üzere imalat ve sanayi sektörlerine yapılan teşvik ve korumaların kaldırılması, sosyal harcamaların azaltılması, toplam talebin azaltılması ve yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranlarının yükseltilmesi gibi konular yer almaktadır.

Alınan krediler ve yüksek faizin etkisiyle ülkeye akan finansal sermaye para bolluğuna neden olmakta dışa açılmanın sonucu olarak ithalatta hızlı bir artış görülmektedir. Oluşan cari açığın kapatılması için ihracata önem verilmesi istenmektedir. Ancak bu ülkelerin ihraç kalemlerini tarım ve madencilik oluşturduğu, ihraç mallarının da yurt dışı talep esneklikleri düşük olduğu için ihracat gelirleri artmamaktadır.

İhraç malları için gerekli olan girdinin önemli oranda dışarıdan alınmak zorunda olması ithalatın daha da artmasına neden olmakta buda cari açığın derinleşmesine neden olmaktadır.

Diğer yandan belli bir yatırım ve kalkınma stratejisi olmayan gelişmekte olan ülkeler sağlamış oldukları kaynakları doğru yerlerde akıllıca kullanamadıkları, kaynak kullanımı sorumluluk almak istemeyen bürokratların inisiyatifine bırakıldığı ya da yolsuzluklar nedeniyle çarçur edildiği görülmektedir. Bu kez kaynak yetersizliği krizle sonuçlanmaktadır. IMF'den yapılacak yeni bir kredi talebi, devalüasyon yapılması, Kamu İktisadi Teşekküllerinin özelleştirilmesi ve öteki bir takım önlemlerin alınması şartına bağlanmaktadır.²⁰²

²⁰² Rıdvan Karluk, "Türkiye Ekonomisinde 1980 Öncesi ve Sonrası Yaşanan Krizlere Yönelik İstikar Politikaları", Halil Seyidoğlu, Rıfat Yıldız(Ed.), **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, İstanbul: Arıkan, 2006, s.66-69

Devalüasyon öncesinde pozisyon alan yabancı sermaye devalüasyonla birlikte önemli kazanımlar elde ederken, ülke içinde körüklenen enflasyon önemli ölçüde talep daralmasına neden olmaktadır. Bu süreçte firma iflas ve kapanışları, işten çıkarmalar, varlıklarda büyük değer düşüşleri görülmektedir. Bu zor koşullarda başlayan özelleştirmelerde devlet kuruluşları yabancı sermaye tarafından kolayca alınabilmektedir. Değeri düşen ya da kapanma aşamasında olan özel teşebbüsler de aynı şekilde kısmen ya da tamamen çok uluslu şirketlerin eline geçmektedir. Yabancı sermaye kriz sonrası yapılan devalüasyonlarla elde ettiği kazancı özelleştirmede kullanarak, çoğu kez mevcut kaynaklarını bile kullanmadan ulusal yatırımları ele geçirebilmektedir.

IMF'nin kurtarma paketlerindeki amaç ülkelerin kısa vadeli ödeme sorunlarını ve finansman güçlüklerini gidermektir. Ancak kurtarma paketlerinden yararlanan ülkelerin ödeme güçlükleri giderilemediği gibi bu ülkeler IMF'ye bağımlı hale geliyor ve sürekli borçlanmak zorunda kalıyorlar.

Diğer bir eleştiri konusu IMF'nin krize düşmüş ekonomilere yapmış olduğu kurtarma girişimlerinin ahlaki sorunlar oluşturduğu şeklindedir. Her ne kadar IMF krize düşen ülkeye uygun koşul ve vadelerle yardım yapıldığını, krizin daha da derinleşmesini ve yayılmasını engellediklerini belirtmiş olsa da bu konuda ciddi eleştiriler mevcuttur.²⁰³

Hükümetler ve yatırımcılar işler kötü gittiği zaman yardım geleceği düşüncesiyle riskli davranışlardan kaçınmıyorlar. Örneğin 1995'te IMF Meksika'ya kurtarma paketi uygulayınca dünyada IMF'nin kritik anlarda ülkeler destek vereceği kanaati yaygınlık kazandı. Bu durum Asya ülkelerine sermaye akışının 1997'ye kadar hızla devam etmesine, riskli yatırımlara karşı bir önlem alınmayarak Asya krizinin çıkmasına neden oldu. Özel sektöre borç verenler işler kötü gittiği zaman devletin bunu ödeyeceği düşüncesiyle hareket ettiler. Sabit kur uygulamaları altında dışarıdan kısa vadeli döviz borcu almaktan ve bunu iç piyasada ulusal para cinsinden uzun vadeli borç vermekten çekinmediler. Borç verenler de alanların bilançolarını incelemediler. Zayıf

²⁰³ IMF, Financing and Moral Hazard, Finance and Development, June 2001, Volume: 38, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/lane.htm> (13.05.2008)

finansal sistem görmezden gelindi. Daha kötü olanı ise IMF desteğinin geleceği inancının hükümetleri piyasa şartlarının gerektirdiği önlemleri almakta ihmalkar davranmaya sürüklemesi, yerel bankaları kurtaracağına ilişkin IMF teminatlarının o bankaları riskli yatırımlara yöneltmesiydi. Para ve maliye politikalarında muhafazakar olan hükümetler bile yanlış yatırımlar yüzünden krizle yüzyüze gelerek kurtarma yardımlarına muhtaç oldular. Krizlerin yayılmasına ilişkin IMF'nin klasik yaklaşımının ötesinde IMF kurtarma paketleri sözkonusu yanlış uygulamaların yayılması sonucunu doğurdu.²⁰⁴ IMF kurtarma paketleri pahalı, bürokrasisi yüksek ve esas olarak da krizlere karşı adil olmayan çözümler önermektedir. Yardımlar yatırımcıların kayıplarını telafi etmektedir. Oysa olması gereken kararlarının sorumluluğunu üstlenmeleridir. İyi günlerde elde edilen kârlar sosyalleştirilip halk ile paylaşılmazken, kriz anlarında verilen IMF yardımlarının yükü halka maledilmektedir. Geri ödeme döneminde borç ana para ve faizlerini halk ödemektedir. IMF yardımlarını alan hükümetler piyasa reformlarını yapmaktan kaçınmaktadır. Bu reformlar gecikmesi borç yükünün yanı sıra bir de kötü piyasa koşullarının devamı gibi bir yük daha getirmektedir. IMF kredileri hükümetlerin alması gereken birtakım makro önlemleri içeren koşullarla verilir. Ancak bu önlemlerin alınıp alınmadığını denetleyen etkin bir mekanizma yoktur. Bu güne kadar yardımları alan hemen hiçbir hükümet koşullara uymamıştır. Meltzer Komisyonu yapmış olduğu araştırmalarda IMF ve Dünya Bankası kredileri dahil, kredi koşullarının çoğunda bu güne kadar tahmin edilebilir sistematik bir etkiyi saptayamamışlardır. IMF kredileri uzun bürokratik süreçler sonunda veriliyor ve geç kalmış yardımlar ülkeler için çare olmuyor. Sadece bürokratik süreç bile IMF kredilerinin kredibilitésinin düşük olma nedenidir.²⁰⁵

IMF kurtarma paketleri etkin ve en az maliyetli piyasa çözümlerini baltalamaktadır. Kurtarma paketleri olmasaydı ödenemez hale gelen borçları görüşmek üzere alacaklı ve borçlu bir araya gelecekti. Hiç ödeme olmaması ve kayıpların daha yüksek olması yerine ve iflas sürecini başlatarak en az zararlı sonuçlandırıcaklardı.

²⁰⁴ Ian Va'Squez, "Cato Handbook For Congress, Policy Recommendations For The 108th Congress", *Cato Institute*, Washington, D.C. <http://www.cato.org/pubs/handbook/hb108/hb108-64.pdf> (04.05.2008), s. 643-646

²⁰⁵ Ian Va'Squez, s. 647-648

Öte yandan, IMF'nin "kurtarma paketleri"nden gerçek anlamda yararlananlar krize sürüklenen ülkedeki esnaf, sanayici, işçi, çiftçi gibi üretici sınıflar olmayıp, o ülkeye yatırım yapan yabancı sermaye sahipleridir. Bu krediler hazinenin borçları niteliğinde olup, daha sonra toplanan vergilerle geri ödeneceklerdir. Dolayısıyla IMF kredilerinin asıl yükünü taşıyan ülkedeki vergi ödeyicileri durumundaki halkın tümüdür. Oysa gerçekte bu krediler kurtarma operasyonu kapsamında yurt dışındaki yatırımcıların alacaklarının ödenmesinde kullanılmaktadır.²⁰⁶

²⁰⁶Lucy Komisar, "Interview with Joseph Stiglitz", *The Progressive*, June 2000, <http://www.progressive.org/0901/intv0600.html> (07.05.2008)

4. DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

4.1. Latin Amerika Krizi

4.1.1. Latin Amerika Krizinin Nedenleri

Latin Amerika ülkelerinde 1940 sonrası dönem, dışa kapalı korumacı ekonomi politikalarının uygulandığı devlet eliyle kalkınma stratejilerinin benimsendiği ve devlet teşebbüslerinin ekonomideki ağırlığının fazla olduğu bir dönemdi. Bu da etkin olmayan bir sanayi yapısına, döviz kurlarının suni olarak güçlenmesine ve ihracatta rekabet eksikliğine neden oldu. 1970’li yıllarda gelen petrol şoklarıyla birlikte petrol ihracatçısı olan ülkeler özellikle de Meksika ve Venezuela elde ettikleri gelirlerle büyük kalkınma planları yaptılar. Ancak kaynaklarını etkin olmayan yatırımlarla ve çoğu zaman da yolsuzluklarla tükettiler. Petrol ithalatçısı ülkeler ise dış borçlanma yoluna giderek dış açıklarının olumsuz etkilerinden ekonomilerini korumaya çalıştılar.²⁰⁷

1980’li yılların başlarında Latin Amerika ülkelerinin finansal gelişmişlik düzeyleri ülkeden ülkeye büyük farklılıklar göstermekteydi. Bankacılık sektörü büyük dengesizlikler olmasına rağmen Arjantin, Brezilya, Şili ve Uruguay gibi ülkelerde diğerlerine göre daha gelişmiş durumdaydı. Bolivya, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Nikaragua, Peru ve Venezüella’da finansal sektör bütünüyle baskılanmıştı. Finansal baskı politikaları; faiz oranlarının kontrol edilmesi, kredi tesisinin devlet eliyle yapılması, menkul kıymet borsalarının ve yeni mali kurumların kurulmasının engellenmesi, sermaye hareketlerine sınır getirilmesi şeklinde ortaya çıktı. Bu tür baskı politikaları Latin Amerika ülkelerinde finansal sektörün daralmasına yol açtı.²⁰⁸ Finansal sektörün büyüklüğünü ölçen “para arzı (M2Y) / GSYİH” oranı, 1980 öncesinde %40’ların altındaydı. Gelişmiş ülkelerinkiyile karşılaştırıldığında bu oran oldukça düşüktü. 1980 öncesinde Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda görülen yüksek enflasyon ve aşırı değerlenmiş ulusal paralar, kişileri tasarruflarını değişik finansal aktifler arasında paylaşdırmak yerine, döviz cinsinden tutmaya sevk etti. Ayrıca

²⁰⁷ Sebastian Edwards, “Globalisation, Growth and Crises: The View from Latin America”, *The Australian Economic Review*, vol. 41, no. 2, <http://www.nber.org/papers/w14034> (13.05.2008), s.125,126

²⁰⁸ Susanne Soederberg, Marcus Taylor, “The New Latin American Debt Crisis and Its Implications for Managing Financial and Social Risk”, *FOCAL*, http://www.focal.ca/pdf/debt_crisis.pdf (15.05.2008), s.1

mevduat munzam karşılıklarının çok yüksek oranlarda olması ticari bankaların özel sektörün yatırımlarını finanse etmesini engelledi. 1980 öncesinde Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda menkul kıymet borsaları bürokratik engellemeler nedeniyle gelişemedi. 1980’li yılların ortalarına kadar hisse senetlerinin piyasa değerleri düştü. Devlet nominal faiz oranlarını enflasyon oranının altında belirledi ve reel faizler negatif değerler aldı. Düşük faiz Latin Amerika ülkelerinden sermaye çıkışına yol açtı. Gelişmeler verimli projelerin finansmanını olumsuz etkiledi. Ayrıca formel finansal piyasanın dışında varlık gösteren informel bir mali sektör oluştu. 1980 öncesinde uygulanan kredi tahsis politikaları finansal piyasalara müdahale etmek için yoğun olarak kullanıldı. Genel olarak devlet kredi tahsisini a) Kamu bankaları aracılığıyla piyasa faiz oranının altında devlet tarafından belirlenen öncelikli sektörler için kredi vermek, b) Özel ticari bankaları, portföylerinin bir kısmını öncelikli sektörler için ayırmaya zorlamak, c) Bu sektörler için kredi veren ticari bankalar için reeskont oranlarını düşük tutmak, d) Ticari bankaları, portföylerinin niteliğine göre değişik oranlarda mevduat munzam karşılığı buldurmaya zorlamak şeklinde uygulandı.²⁰⁹

Ne var ki açılan kredilerin büyük bölümü kredi alan kişi veya kurumların büyük rantlar elde etmesine yol açtı. Güney Doğu Asya ülkelerinde de kredi tahsis politikası uygulanmış ancak krediler faaliyet gösterdiği sektörden bağımsız olarak ihracatını en çok artıran firmalara verilmişti.

Latin Amerika ülkelerinde reform öncesi dönemde görülen en önemli problemlerden birisi de mali sistem üzerinde etkin bir denetim mekanizmasının olmayıştı. Bankaların kredi portföyleri hakkında yeterli bilgi verme zorunluluğunun minimum düzeyde olması ya da hiç olmaması, yerli ya da yabancı bağımsız denetleme kurumlarınca bankaların denetlenmemesi, mevduata verilen garantiler nedeniyle bazı holding bankalarının topladıkları kredileri kendi bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmaları, şüpheli alacak karşılıklarının düşük olması ve benzeri nedenler yüzünden verimsiz kredilerin (nonperforming loans) oranı yükseldi. 1982 yılındaki borç kriziyle birlikte verimsiz kredilerin oranı bankaların toplam portföyünün % 20’sine ulaştı.

²⁰⁹ Saruhan Özel, Global Finansal Krizler, s. 245

Borç krizi özellikle Arjantin, Kolombiya, Şili ve Uruguay'ın finansal sektörlerini derinden etkiledi. Arjantin'de 1980-1982 yılları arasında özel ticari bankaların en büyükleri ile kırk iki tane küçük ve orta ölçekli mali kurum tasfiye edildi. Benzer bir şekilde Şili'de de on bir tane büyük finansal kurumun likidasyonuna gidildi. Bir yıl sonra, kriz daha da genişleyince yedi tane iflas etmiş bankaya devlet el koydu. Bunlardan iki tanesi kapatıldı, diğer beş tanesi rehabilite edilerek küçük yatırımcılara ve özel emeklilik fonlarına satıldı. Uruguay'da, Merkez Bankası mevduat sahiplerini korumak amacıyla sorunlu bankaları rehabilite edilmeleri ve kötü kredilerinden arındırılmaları koşuluyla yabancılara sattı. Tüm çabalara rağmen kriz 1986 yılına kadar sürdü.

Özetle 1980'lerdeki borç krizi Latin Amerika ülkelerine akan yabancı sermayenin durmasına ve izleyen dönemde ulusal tasarrufların artması için yeni yöntemler aranmasına yol açtı.²¹⁰

1980'li yıllardan başlayarak 1990'lı yıllara kadar süren dönemde Latin Amerika ülkeleri finansal sistemlerine derinlik kazandırmak ve yatırımların verimliliğini artırmak amacıyla mali reformlar yaptılar. Borç batağına saplanmış ülkeler IMF'den borç alabilmek için ekonominin dışa açılmasını ve finansal serbestleştirmeyi hedefleyen yapısal uyum (structural adjustment) politikalarını uygulamak zorunda kaldılar. Ayrıca uluslararası mali kurumlar Çin, Güney Kore, Malezya ve Tayland gibi itibarı yüksek birkaç Güney Doğu Asya ülkesi haricindeki, ülkelere kredi vermeyi durdurmuşlardı. Bu şartlar altında finansal reformların yapılması kaçınılmaz hale geldi. Finansal reformların uygulanmaya konulduğu dönemde Latin Amerika ülkelerinin birçoğu %50 ila %200 arasında değişen enflasyon ve devasa bütçe açıklarıyla karşı karşıya kaldılar.

1990'lı yıllarda yapısal sorunlarını çözemeyen Latin Amerika ülkelerinin belli başlı sorunları cari açıklarının fazla, büyüme hızlarının düşük ve işsizlik oranlarının yüksek olmasıdır.²¹¹ Bu dönemde yabancı sermaye gelişmekte olan Asya ülkelerine

²¹⁰Roberto Frenkel "Globalization and Financial Crises In Latin America", *Cepal Review* 80, August 2003, http://www.policyinnovations.org/ideas/policy_library/data/01290/res/id=sa_File1/ (17.05.2008), s.40

²¹¹ Akdiş Muhammet, **Global Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Beta, 2000, s.61

yoğun bir şekilde yöneldiği halde Latin Amerika ülkelerine ilgisiz kaldı. Gelen yabancı sermayenin çok azı doğrudan yatırımlar olup tamamına yakını kısa vadeliydi. Buna sabit kur uygulamalarının getirdiği riskler eklenince Latin Amerika ülkeleri 1990'lı yıllarda da krizlerden paylarını aldılar.²¹²

4.1.2. Latin Amerika Reformları ve Sonuçları

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genel olarak Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar, faiz oranlarının serbest bırakılmasını, kredi tahsis politikalarının terk edilmesini, mevduat münzam karşılık oranlarının düşürülerek bütün finansal kurumlar için uyumlu hale getirilmesini, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını, yerli ve yabancı bankaların finansal piyasalara girmesini engelleyen yasaların kaldırılmasını ve etkin bir denetim mekanizması geliştirilmesini hedef almaktaydı. Latin Amerika ülkelerinin arasından özellikle Arjantin, Şili ve Uruguay yukarıda belirtilen reformları büyük bir hızla gerçekleştirdiler. Bu üç ülkede, kronik hale gelmiş enflasyonu engellemek için döviz kurundaki değişimleri önceden gösteren takvimler (tablitas) yayınlandı. Bu takvimler halk arasında ulusal paranın değerinin düşmesinde yavaşlamalar olacağı ve enflasyon oranının uluslararası düzeylere yaklaşacağı beklentisinin yaygınlaşması amacıyla kullanıldı. Aynı zamanda bu ülkeler sermaye hesaplarını serbestleştirerek ulusal faiz oranlarını, uluslararası faiz oranlarına yaklaştırmaya çalıştılar.

Alınan tedbirler sayesinde enflasyonun ve faiz oranlarının düşeceği bekleniyordu. Ancak enflasyon beklenildiğinden daha yüksek çıktı. Bu yüzden Latin Amerika ülkelerinin ulusal paraları reel olarak değerlendirildi. Gelişmelerden ihracat ve üretim olumsuz yönde etkilendi. Ulusal ve uluslararası faiz oranları arasındaki farkın büyük olması ve döviz kurundaki değişikliklerin önceden ilan edilmesi, sermaye girişlerini hızlandırdı. Bu durum parasal genişlemeye ve yerli talebin artmasına neden oldu. Mali sistemi kontrol eden etkin bir denetim mekanizmasının olmayışı ve mevduata verilen garantiler bankaları aşırı derecede borç vermeye sevketti. Bankaların verdiği borçların büyük kısmı yurtdışından dolar cinsinden ve düşük faiz oranlarından

²¹²Graciela Laura Kaminsky, Carmen Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *The American Economic Review*, May 1998, Vol.88 No.2, <http://www.jstor.org/pss/116964> (17.05.2008), s.447

aldıkları kredilerden oluşuyordu. Bankalar düşük faizden aldıkları kredileri yurtiçinde yüksek faizden ve ulusal para cinsinden ödünç vererek büyük kârlar elde ettiler ama dolar cinsinden borçları arttı. 1980’li yılların başlarında cari işlemler dengesini sağlamak için Arjantin, Şili ve Uruguay, tablita uygulamasından vazgeçmek ve paralarını büyük oranlarda devalüe etmek zorunda kaldılar. Bunun üzerine dolar cinsinden borçlanmış olan bankalar ve işletmeler iflasa sürüklendiler. İflas eden birçok banka daha sonra devlet tarafından kurtarıldı. Kurtarma operasyonlarının neden olduğu aşırı parasal genişleme, izlenen yapısal uyum politikalarının sürdürülmesini imkansız hale getirdi. Bir müddet sonra Arjantin ve Şili’de devlet yeniden mali sektörü denetim altına almak zorunda kaldı.

Ancak bu durum çok uzun sürmedi ve her iki ülke yeniden finansal serbestleşme politikalarına geri döndüler. Mali durumu kötü olan bankalar önce kamulaştırıldılar ama sonra yeniden özelleştirildiler. Birçok Latin Amerika ülkesi gibi, Arjantin ve Şili de uzun dönemi kapsayan bir mali ıslah programı yürürlüğe koymuş ve etkin bir finansal denetleme sistemi oluşturmaya çalıştı. Ancak eğitilmiş personel (muhasibeci, müfettiş vb.) yetersizliği, denetleme sistemindeki aksaklıklar, kanun boşlukları, politik nedenlerle denetiminin engellenmesi gibi nedenlerle bu ülkelerde etkin bir denetim mekanizması oluşturulamadı. Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar en çok menkul kıymetler borsasını olumlu olarak etkiledi. Venezüella dışındaki ülkelere menkul kıymetler borsası önemli ölçüde genişledi ve daha likit hale geldi. Bu gelişmelere rağmen Latin Amerika borsaları, diğer gelişmekte olan ülkelerin, özellikle de Güney Doğu Asya borsalarının, büyüklük ve likitlik açısından çok gerisinde kaldı. Ayrıca Latin borsalarının hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık iyice arttı.

Latin Amerika’da görülen 1994–95 krizleri tüm uyarılara rağmen geç fark edildi ve bölgede kriz sonrasında ciddi durgunluklar yaşandı.

4.1.3. Meksika Krizi

1982 yılında Latin Amerika’da yaşanan borç krizinden sonra Meksika ekonomisi ciddi bir durgunluğun içine sürüklendi. Bu dönem aynı zamanda bütçe açıkları nedeniyle borç yükünün arttığı bir dönemdir. Meksika Hükümeti finansman

güçlüğünü aşmak için yabancı sermaye girişine umudunu bağlamıştı. Daha liberal bir ekonomik yapıya kavuşmak amacıyla yapısal reformlar gerçekleştirildi. Reform sürecinde kamu teşebbüslerinin bir çoğu özelleştirildi, ticari engeller ve yabancı yatırımlara getirilen kısıtlamalar kaldırıldı, mali disiplin sağlanarak kamu harcamaları ve enflasyon düşürüldü.²¹³ 1987’de Meksika pesosu Amerikan dolarına bağlandı, 1989 yılında kura biraz esneklik kazandırılarak sürünen pariteler uygulamasına, 1991’de ise döviz kuru bandına geçildi. Sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kalkması ile ülkeye sermaye girişi arttı ve özel kesime verilen kredilerde hızlı bir genişleme oldu. Aralık 1988’den Kasım 1994’e kadar olan sürede ticari bankalar özel kesime yıllık olarak toplam kredilerinin ortalama %25’i kadarını verdiler. Dört yıllık sürede verdikleri krediler toplamı ise toplam kredilerinin %277’sidir. Özel kesime açılan yabancı krediler 1988’de 193 milyon dolar iken 1993’e gelindiğinde 23,2 milyar dolara ulaştı. 1994’te ise dış kaynak kullanımı 27,8 milyar dolara yükseldi. 1989-1994 arası dönemde özel kesime yönelen dış kaynak 97 milyar dolardır.²¹⁴

Meksika hükümeti ekonomik istikrarsızlıkları gidermek amacıyla bir istikrar planı hazırlayarak uygulamaya koydu. Braddy Planı ile borçlarını yeniden yapılandırdı. Plan Meksika’nın borçlanma senetlerinin itibari değeri daha düşük senetlerle değiştirilmesini ve borç yükünün azalmasını sağladı.²¹⁵ Böylece faiz oranları düştü, bütçe açıkları azaldı ve yapılan özelleştirmelerin de etkisiyle ülkeye yabancı sermaye girmeye başladı. Beklenen düzeyde olmasa da enflasyonist eğilimlerde azalma görüldü.

Mali reform sonucu kamu harcamaları finansmanı vergi gelirlerindeki artışa bağlandı. Vergi yükü özel kesim mal ve hizmet üretim maliyetlerini yükseltti. Bu durum ihracata yönelik sektörlerin rekabet kaybına neden oldu. Sabit kur uygulamasının olduğu bu dönemde döviz girişi pesoyu değerlendirerek rekabet kaybını daha da

²¹³ United States General Accounting Office, Mexico's Financial Crisis, Origins, Awareness, Initial Efforts to Recover, February 1996, <http://www.gao.gov/archive/1996/gg96056.pdf> (18.05.2008), s.4

²¹⁴ Francisco Gil-Diaz, “The Origin Of Mexico's 1994 Financial Crisis”, *The Cato Journal*, Volume 17, No.3, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-14.html> (19.05.2008), s. 3

²¹⁵ Jeremy Main , “A Latin Debt Plan That Might Work”, *Fortune*, April 24, 1989, http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1989/04/24/71889/index.htm (21.05.2008)

arttırdı.²¹⁶ İhracat artışı sınırlı düzeyde kalırken, ucuz hale gelen yabancı malların ithalatı hızla arttı. 1993 yılına gelindiğinde dış ticaret açığı GSMH'nin %8'ini aşmıştı. Yabancı sermaye girişi de açıkların finansmanını kolaylaştırdı.

Gözlemlenen bir başka sorun ekonomik büyümenin arzu edilen düzeyde olmamasıdır. 1980'li yılların büyüme ortalaması %1,3 olurken istikrar programının uygulandığı 1990–1994 arası dönemin büyüme oranı ortalama %2,8 seviyesinde kaldı. Her ne kadar önceki döneme göre artış gözlense de büyümenin Meksika'nın nüfus artış oranının altında kalması hayal kırıklığına neden oldu.

1994 yılının başlarından itibaren görülmeye başlanan siyasi istikrarsızlık ve yaklaşan seçimler nedeniyle artan popülist eğilimler ülke ekonomisine olan güveni iyice azalttı. Ülkeye gelmekte olan yabancı sermayenin hacmi önemli ölçüde daraldı. Döviz rezervleri hızla azaldı. Önlem olarak Merkez Bankası %15 oranında devalüasyon yaptı. Dövizde olan ilgiyi durdurabilmek amacıyla “tesobonos” adı verilen ve dolara endeksli kısa vadeli senetleri çıkarttı. Bu soruna çözüm olmak yerine devalüasyon beklentilerini iyice arttırdı. Artan güvensizlik nedeniyle yabancı sermayenin çıkışı hızlandı. Döviz kurları ise artarak kriz öncesi döneme göre ikiye katlandı. 1994 Aralığında Meksika ekonomisi finansal kırılganlığı artmış, döviz rezervleri 12,5 milyar dolara düşmüş ve 1995'e kadar vadeli tesebono yükümlülüğü 30 milyar doları bulmuş bir halde idi.²¹⁷

Finansal sektör hiçbir sınırlama getirilmeden serbestleştirildi. Sonrasında hızlı bir sermaye girişi oldu. Sermaye girişi ekonomiyi canlandırdı ama aynı zamanda Meksika'nın finansal kırılganlığını arttırdı.²¹⁸ Bu dönemde borç verme ve alma oranları serbest bırakıldı. Kredi kullanımını güçleştiren engeller ve bankaların rezerv gereksinimleri kaldırıldı. Kalkınma bankaları dâhil banka kredileri önemli ölçüde arttı. Bankacılık sektörü yeterince koruma önlemleri alınmadan özelleştirildi ve bankaların yurt dışından borçlanmaları serbestleştirildi. Az olan banka denetim kapasitesi, banka

²¹⁶ Eliot Kalter and Armando Ribas, “The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of Government Expenditure and Relative Prices”, *IMF Working Paper*, No. 99/160, 1999, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880687 (22.05.2008), s. 4

²¹⁷ Mexico's Financial Crisis, Origins, Awareness, Initial Efforts to Recover, s. 5, 6

²¹⁸ Aaron Tornell, “Liberalization, Growth And Financial Crises, Lessons From Mexico And The Developing World”, *Ucla And Nber*, November 4, 2003, <http://www.econ.ucla.edu/people/papers/Tornell/Tornell276.pdf>(23.05.2008), s.2

portföyleri artınca iyice altüst oldu. Denetim zayıflığının bir parçasını da devletin atadığı banka üst yöneticileri oluşturuyordu. Banka hissedarları banka kaynaklarını kullanarak aşırı miktarlarda hisse senedi alımlarına gittiler. Banka yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi şeklinde gerçekleşen ahlaki sorunlar giderek arttı. Piyasa risklerini dikkate alan bir kapitalizasyon kuralı yoktu. Bu da çok likit borç pozisyonuna imkan vererek varlık-borç uyumsuzluğu sorununa neden oldu. 1982 yılında ticari bankaların kamulaştırılmasından sonra bankalar çok sayıda işgücünü ve bununla birlikte kurumsal hafızalarını kaybetmişlerdi ve gelişmelere karşı bir önlem alınamıyordu.²¹⁹ Liberalleşme ile gelen kısa vadeli sermaye girişleri aynı zamanda krizin öncüsü oldu. Borç yükünün büyük bir kısmı kısa vadeli ve döviz ağırlıklı hale geldi. Sermaye girişi kredi bolluğuna neden olurken aynı zamanda bankaların bilançolarını bozdu. Çünkü dışarıdan alınan kısa vadeli döviz bazlı borç içeride uzun vadeli kredilere dönüşüyordu. İhtiyaç duyulan finansmanın ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye girişine dayandırılması, olumsuz koşulların oluşmasıyla hızlı ve yoğun bir sermaye çıkışına ortam hazırladı. Varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki uyumsuzluklarla kırılgan hale gelen bankacılık sistemi sermaye çıkışlarının başlaması ile ödeme güçlüğüne girdi ve finansal sistem çöktü.²²⁰ Bunda geri ödenmeyen kredilerin de önemli bir payı vardı. 1990'da %2 seviyesinde olan geri ödenmemiş kredi tutarı 1994'e kadar artarak %8 seviyesine kadar çıktı.

Meksika hükümeti borçlanmakta büyük bir güçlük içine düştü. Bunun üzerine kısa vadeli ve faiz oranları yüksek borçlanmalara gitti. Mevcut borçlarını da dövize endeksli tahvillere çevirdi. Bu durum borç yükünün çok büyük boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Borçlarını ödeyemez hale gelerek IMF ve ABD'ye başvuran Meksika içine düştüğü kriz sonucu 1995 yılında %7 oranında küçüldü.

Meksika krizinin oluşmasına neden olan faktörler, hiçbir kısıtlama getirilmeden yapılan liberalleşme ve özellikle bankacılık sektöründeki gelişmeler, bütçe açıklarının borçlanma yoluyla finansmanı ve artan cari işlemler açıklarıdır. Ülkeye gelen yabancı sermayenin hızla artması ulusal para pesonun aşırı değerlenmesine ve cari işlemler açığına neden oldu. Bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yolunun

²¹⁹ Gil-Diaz, s.2

²²⁰Erwan Quintin and José Joaquín López , “Mexico’s Financial Vulnerability: Then and Now” *Economic Letter—Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas*, Vol. 1, No. 6, June 2006, <http://www.dallasfed.org/research/eclett/2006/el0606.html#top> (24.05.2008),

seçilmesi dolara endeksli borçları büyütürken, kriz beklentilerinin artması borçlanma faizlerini yükseltti. Oluşan olumsuz havadan etkilenen yabancı sermaye Meksika'dan kaçmaya başladı ve ülkenin döviz rezervleri hızla eridi. Buna ülkedeki politik istikrarsızlık da eklenince kriz kaçınılmaz oldu.²²¹

4.1.4.Arjantin Krizi

1980'li yıllarda hiperenflasyon ve döviz krizleriyle boğuşan Arjantin 1991 yılında konvertibilite programını uygulamaya koydu. Basel kriterlerini baz alarak finansal sistemini yeniden yapılandırdı. Para birimi austral bırakılarak pesoya geçildi. Pesonun Amerikan dolarına sabitlenmesi ve ülkeye döviz girişi olmadığı sürece para arzının arttırılmaması (currency board) kararı alındı. Konvetibilite yasası para kurulu ve kur çıpası uygulamasını getiriyordu. Buna göre Merkez Bankası parasal taban (tedavüldeki peso ile finansal kuruluşların merkez bankasındaki vadesiz mevduatları toplamı) kadar döviz rezervine sahip olacaktı. Karşılığında döviz olmadığı sürece para kurulu piyasaya peso süremeyecek, para arzının artması ancak gelecek döviz miktarına bağlı olacaktı. Faiz oranları da bu sisteme bağlandı. Ülkeye döviz geldikçe ve buna bağlı olarak para arzı arttıkça faiz oranları düşecek aksi durumda ise yükselecekti. Reformlar sıkı maliye ve para politikaları ile desteklendi. Kamu borçları hiçbir şekilde finanse edilmeyecek, kamu borçlanmalarına da hiçbir şekilde teminat verilmeyecekti.²²² Aynı zamanda başlatılan özelleştirme programları ile de kamu iktisadi kuruluşları ve kamu hizmetleri büyük ölçüde özelleştirildi. Yapılan reformlar Asya ve Rusya krizi başta olmak üzere 90'lı yıllar boyunca yaşanacak olan krizlere karşı korunma gücü kazandırdı.²²³

Yeni program kısa sürede neticelerini vermeye başladı. Enflasyon oranları 1990'da % 2314 seviyelerinde iken 1994'e kadar %4,3 seviyelerine indi. Faiz oranları da iki yıl içinde %7 seviyelerine düştü. Bunda ülkeye gelen yabancı sermayenin önemli ölçüde etkisi vardı. Finansal liberalizasyonun gerçekleştirilmesi ve bu süreçte sağlanan

²²¹ Akdiş, Global Finansal Sistem, s. 62, 63

²²² Tamara Burdisso, Verónica Cohen Sabban, Laura D'Amato, "The Argentine Banking And Exchange Rate Crisis Of 2001: Can We Learn Something New From Financial Crises", Center For Latin American Monetary Studies, May, 2002, http://www.cemla.org/pdf/red/RED_VII_ARGENTINA-Burdisso-Cohen-Damato.pdf (26.05.2008), s. 5

²²³ Tamara Burdisso, Verónica Cohen Sabban, Laura D'Amato, s. 5

istikrarlı ortam yabancı sermayenin hızlı bir şekilde ülkeye girmesini sağladı. İstikrar programının yanı sıra özelleştirme uygulamalarının başlatılması yabancı sermayeyi ülkeye çekti. 1991’de 5 milyar dolar, 1992 de 12 milyar dolar yabancı sermaye girişi oldu. Merkez bankasının 1991–1993 döneminde rezervlerindeki artış 10 milyar dolara ulaştı.²²⁴

Arjantin ekonomisi üst üste yüksek oranlı büyüme başarısı gösterdi. Üç yıl içinde sağlanan büyüme oranı milli gelirin dörtte birinden fazlaydı. Gayri Safi Milli Hasıla 1991’de %11, 1992’de %10, 1993 ve 1994’te %8,2 olarak gerçekleşti.²²⁵

Tek olumsuz gelişme ise önemsenmemesine rağmen cari açığı. Ekonomik liberalleşmenin ve dışa açılma sürecinin etkisiyle iç talep ve buna bağlı olarak ithalat hızla artarak cari açığı yükselttiler. Cari açık 1993 yılına gelindiğinde 8,2 milyar dolarla GSMH’nın %3,4’üne yükseldi.

1994 yılında Meksika’da yaşanan ve Tekila adı verilen kriz Arjantin’i de etkisi altına aldı. Bu dönemde döviz talebi arttı, mevduatlar azaldı, merkez bankası rezervleri düştü ve faiz oranları hızla yükseldi. Gelişmeler sabit kur uygulamasının sürdürülmesini güçleştirerek devalüasyon beklentilerini arttırdı. Ancak IMF ile yapılan anlaşma sonucu Arjantin’in güçte olsa alabildiği 7 milyar dolarlık uluslar arası kredi ile devalüasyon baskısı atlatılabildi. Sabit kur politikası bankacılık sisteminin ağır darbe alması ve yeni dış yardımlara başvurulma pahasına korunabildi.²²⁶

Meksika krizinin etkisiyle küçülen ekonomiyi tekrar canlandırmak için genişletici maliye politikalarına başvuruldu. Böylelikle bütçe açıkları da hızla yükseldi. Oysa bu dönemde sabit kur uygulamaları ile peso amerikan doları karşısında giderek değerleniyordu. İç talepte artış ve ekonomide görülen canlanma ile birlikte cari açıklar yükselmeye devam etti. Arjantin’in ihraç ürünleri dış piyasalarda rekabet kaybına

²²⁴ Saruhan Özel, Global Finansal Krizler, s.189-194

²²⁵ Paul Krugman the Return Of Depression Economics And The Crisis Of 2008, W. W. Norton & Company New York London 2009, s.38-4

²²⁶ Shantayanan Devarajan, F. Halsey Rogers, Lyn Squire, **World Bank Economists' Forum**, Volume 1, Washington DC: The World Bank, 2001, s.6-11

uğradı ve ekonomi dış şoklara açık hale geldi.²²⁷ Bu durumun sürdürülebilmesi cari açığın finansmanına bağlıydı. Gelişmekte olan piyasalara yönelen yabancı sermaye Arjantin'e de yeterince geldi ve cari açık kolayca finanse edilebildi. Faiz oranları %7 seviyelerine kadar geriledi.

Özelleştirmelere bağlı olarak ülkeye yoğun şekilde gelen doğrudan yabancı sermaye, özelleştirmelerin 1990'ların ortalarında tamamlanmasıyla birlikte azalmaya başladı. Kaynak ihtiyacı portföy yatırımları ile giderilmeye başladı. Ancak 1990'lı yılların sonuna gelindiğinde cari açıkların ve bütçe açıklarının kapatılamaması, Asya'da Rusya'da ve son olarak Brezilya'da yaşanan krizler yabancı sermaye girişlerinin tümüyle azalmasına neden oldu. Bu dönemde ekonomik büyüme de hız kesti ve bir durgunluk süreci başladı. Sabit kur uygulaması işler iyi giderken enflasyonu dizginliyordu. Ne var ki durgunluk döneminde sabit kur uygulamaları deflasyona yol açarak durgunluğu derinleştirdi.

Asya krizinin ve sonrasında Rusya krizinin etkisiyle küresel sermaye azaldı. Sabit kur uygulamasını sürdürmek giderek zorlaştı. Sabit kuru sürdürme ısrarının Arjantine maliyeti faiz oranlarında %6 ile %10 arasında dalgalanma ve ekonomik küçülme oldu. En büyük darbe ise 1999 yılında Brezilya kriziyle geldi. Brezilya'nın ulusal parası reali %100'e varan oranlarda devalüe etmesi Arjantin'i en büyük ticari ortağı karşısında zor durumda bıraktı. Brezilya parası real karşısında değerli olan peso iyice değerli hale geldi. Arjantin'in ticaret açıkları hızla büyüdü ve pesonun devalüasyon baskısı iyice arttı.

1998 yılından itibaren görülen durgunluk ve ülke üretimindeki düşüş 2001 yılına kadar sürdü. Üretim düşüşü 1999 yılında %3,5 ve 2000 yılında %4,5 oranında gerçekleşti. İşsizlik oranları 1998 yılının ikinci yarısında %12,5 iken 1999 ikinci yarısına kadar %14'5'e 2000 yılına kadar %15'e ve 2001 yılına kadar da %18'e yükseldi.²²⁸ Resesyon belirginleştikçe mali uyumu sağlamak giderek güçleşti. Vergi

²²⁷ Ziya Öni, "Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF'ye Karşılaştırmalı Bir Bakış", Ekim 2002, <http://portal.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalisinirPDF.pdf> (22.05.2008), s.5-12

²²⁸ Christina Daseking, Atish Gosh vd. **Lessons From The Crises in Argentina**, Washington D.C: International Monetary Fund Occasional Paper, 2004, s. 23-29

gelirleri Arjantin'in milli gelirinin %18'ine düştü. Bu oran, vergi gelirleri milli gelirinin %30'u kadar olan Brezilya'nın çok altındaydı. Vergi kayıplarındaki artışı yabancı sermaye girişlerindeki düşüş izledi. Finansal riski gören yerleşikler pesoyu dolara çevirmeye başladılar. Gün geçtikçe bankalara güven azaldı ve mevduatlar hızla eridi. Mali şoklara karşı koruma sağlayacağına inanılan sabit kur rejimi, dalgalı kur rejimine göre çok daha riskli hale geldi. Sabit kur politikasının sigortası olarak tutulan döviz rezervleri hızla eriyerek riski arttırdı. 1999 yılında 26 milyar dolara kadar çıkan rezervler Aralık 2001'e gelindiğinde 14 milyar dolara düştü.²²⁹

Arjantin bir kez daha IMF'nin kapısını çalmak zorunda kaldı. Kamu harcamalarının kısılmasına ve vergi sisteminin iyileştirilmesine yönelik bir istikrar programı hazırlandı. Program kamu çalışanlarının istihdamına yönelik reformla kuvvetlendirildi. Buna karşılık IMF 7 milyar dolarlık bir yardım paketini serbest bıraktı. Yeterli iyileşme sağlanamadığı için 2001 yılında yapılan yardım 14 milyar dolara çıkartıldı. Ayrıca Dünya Bankası ve Inter Amerikan Bankası 5 milyar dolarlık kredi vermeyi kabul etti.

IMF yardımlarının sıfır bütçe açığı koşuluna bağlanması hükümeti durgunluk ve azalan vergi gelirleri nedeniyle zor durumda bıraktı. Kamu harcamaları yeterince kısılamadı. Kısa vadeli borçlar zorunlu olarak uzun vadeli borçlara çevrildi. Yabancı sermaye girişi istenen hacimlere bir türlü ulaşamadı. Arjantin aynı yıl içinde yeniden IMF'den kredi talebinde bulunmak zorunda kaldı. Ancak IMF istikrar programını uygulamayan ve IMF'ye karşı tehditkâr bir tavır alan Arjantin'e bu kez destek vermedi.²³⁰ Bu durum piyasalarda panik havası oluşturarak bankalardan günlük hacmi 1 milyar doları bulan mevduat çekilişlerine neden oldu. Hükümetin kamu borçlarını ödeyemeyeceğini açıklaması ile 2001 Aralığında Arjantin büyük bir krizin içine girdi.²³¹

Devalüasyonla pesonun dolar kuru 3,6 seviyesine çıktı. Kamu dış borçları 141 milyar dolar, özel kesim dış borları ise 52 milyar dolar hacmine ulaştı. Cari açıkların

²²⁹ J. Onno de Beaufort Wijnholds, "The Argentine Drama: A View from the IMF Board", **The Crisis That Was Not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalisation**, FONDAD, January 2003

<http://www.fondad.org/uploaded/Argentina/Fondad-Argentina-Chapter7.pdf> (03.06.2008), s. 110-111

²³⁰ International Monetary Fund, The IMF and Argentina, 1991-2001 Evaluation Report, 2004,

<http://www.ieo-imf.org/eval/complete/pdf/07292004/report.pdf> (08.06.2008), s. 56-58

²³¹ Frankel, s.46

finansmanında daha çok dolar cinsinden alınan borçlar kullanıldı. Her defasında daha ağır koşullarda yapılan borçlanmalar ve bir türlü kapatılamayan bütçe açıkları borcu giderek büyüttü. Borç ödemeleri durdurularak bankalar süresiz olarak tatil edildi. Yabancı bankalar ülkeyi terk etti. Tasarruf sahipleri sistemden sızdırabildikleri tasarruflarını yurt dışına çıkardılar. 2002 ortalarına gelindiğinde Merkez Bankasının kasasındaki para miktarı 10 milyar doların altındaydı. GSYİH 261 milyar dolardan 95 milyar dolar seviyelerine geriledi. Tüketici fiyatları %41 seviyesine, toptan eşya fiyatları ise %100'ün üzerine çıktı. Tek olumlu gelişme talep ve ithalat azalışı sonucu cari açığın kapanması ve 9 milyar dolarlık bir fazlanın verilmesi oldu.

Kriz öncesi dönemde görülen ekonomik durgunluklar ve yapılan özelleştirmeler sonucu işsizlik arttı. Sosyal politikaları ihmal eden ekonomi politikaları ve denk bütçe uygulamaları şiddetli toplumsal kırılmalara neden olmuştu. Krizle birlikte iş kaybı ve sosyal yıkım çok daha büyük boyutlara ulaştı.

4.1.5. Brezilya Krizi

Brezilya 1994 ile 2005 arasında üç önemli kriz yaşamıştır. Bunlardan ancak biri iç etkenlerden kaynaklanan bir kriz niteliğindedir. İlki Meksika krizinin etkisiyle ortaya çıkmış ve “Real planı” adı verilen istikrar programıyla aşılabılmıştır. İkincisi 1997 Asya krizi ve arkasından gelen 1998 Rusya krizinin etkisiyle ortaya çıkmış ve 1999 yılında yapılan bir devalüasyonla sonuçlanmıştır. Üçüncüsü ise yerel kaynaklı olup para ve sermaye piyasalarında ki dalgalanmaların seçimlerin getirmiş olduğu belirsizlikle birleşmesi sonucu ortaya çıkmış bir krizdir.

1980’li yıllardan itibaren Brezilya’nın önemli bir problemi enflasyon oldu. Siyasi otorite vergi gelirlerini arttıramadığı durumlarda bütçe açıklarını para basarak finanse ediyordu. Enflasyonla mücadele mal ve hizmetlerin fiyatları ile ücretlerin sabitlenmesine indirgenmişti. Enflasyondaki artış durdurlamayınca 1994 yılında Real Planı uygulamaya kondu. Plana göre kur bir band içinde dalgalanmaya bırakılarak dolara endekslenecek, Amerika Birleşik Devletleri enflasyonu ile Brezilya enflasyonu arasında bir fark olunca kısmi bir devaluasyon yapılacak, faiz oranları yükseltilecek, merkezi idarenin federe birimlere ve yerel yönetimlere aktardığı kaynaklar azaltılacak,

ticari ve finansal liberalleşme sağlanacak, gümrük vergileri düşürelecekti.²³² Planın uygulanması her ne kadar enflasyonun düşürülmesine katkı sağlasa da kurdaki sürünen pariteler uygulaması Amerika Birleşik Devletleri enflasyonu ile Brezilya enflasyonu arasındaki farkı kapatmaya yetmeyerek realin aşırı değerlenmesine neden oldu. Aşırı değerli real Brezilya ürünlerini dış dünyaya pahalı hale getirerek ihracatı güçleştirdi ve buna karşılık ithalatı özendirdi. Brezilya ekonomisi 1995–1998 arası dönemde dış ticaret açıkları vererek cari açık sorunları yaşamaya başladı.²³³ Bu durum ekonomiyi dış şoklara duyarlı ve kırılğan hale getirdi. 1995 yılında Meksika’da çıkan kriz Brezilya krizinin habercisi gibiydi. Bu dönemde yabancı sermaye girişindeki azalma, hatta çıkışlar Brezilya’nın rezervlerinin azalmasına neden oldu Reale yönelik spekülasyon ataklar esnek kur sistemine geçilerek ve faiz oranları yükseltilerek önlenmeye çalışıldı. Her ne kadar kriz önlenbilirdiyse de bedeli ekonomik büyümede yavaşlama ve kamu borçlarındaki artış şeklinde oldu. Ekonomik durgunluk reel sektörler için, riskli borçlardaki artış ise finansal sektörler için krizin ortaya koyduğu sonuçlardı.

Bir süre ekonomik normalleşme süreci yaşandıktan sonra 1997 yılında Asya’da başlayan kriz yayılarak Brezilya’yı da etkisi altına aldı. %3,8’i bulan cari açıklar yüzünden oluşan kırılğan yapıda reale yeni bir spekülasyon atak başladı. Ekim 1997’de %24,5 olan faiz oranları Kasım 1997’ye kadar artarak %46,5 seviyesine ulaştı. Hükümet önlem olarak yeni bir bütçe paketi hazırlayarak sıkı maliye politikası uygulamaya koydu. Bu durum piyasalarda olumlu algılandı ve 1998 Temmuz’u sonuna kadar rezervler artarak 70 milyar doları buldu.

1998 yılı yazında Rusya finansal bir krize girdi. Kriz sadece Rusyayı etkilemekle kalmayıp yayılarak diğer ülkeleri de etkisi altına aldı. Spekülasyonlar Brezilya’nın makro ekonomik dengelerinde bozulma olduğunu fark ettiler. 1998 Eylül’ü ile Aralık ayı arasında Real’e yeni bir spekülasyon atak başladı. Rezervler hızla eridi ve mali koşullar giderek kötüleşti. Bu durum rezervlerin spekülasyon ataklara karşı koruyucu

²³²William C. Gruben And John H. Welch, “Banking And Currency Crisis Recovery: Brazil’s Turnaround Of 1999”, *Federal Reserve Bank Of Dallas*, <http://www.dallasfed.org/research/efr/2001/efr0104b.pdf> (26.05.2008), s.12-13

²³³William C. Gruben Sherry Kiser, “Brazil: The First Financial Crisis of 1999”, *Beyond The Border, Federal Reserve Bank of Dallas, Southwest Economy March/April 1999*, <http://www.dallasfed.org/research/swe/1999/swe9902c.pdf> (28.05.2008), s.13-14

ya da önleyici bir etkisinin olmadığını göstermiş oldu. 1998 sonunda IMF ile yapılan ve faiz oranlarının yükseltilmesi, kamu harcamalarının kısılması şartına dayanan bir yardım paketi anlaşması yapıldı. Ne var ki faiz oranlarının arttırılması sermaye çıkışını önleyemediği gibi bir de ekonomiyi resesyona sürükledi.²³⁴ Sıkı maliye politikalarına devam edileceği belirtilmesine rağmen bütçe açıklarının kapatılamaması kamu borçlarının artmasına ve Brezilya ekonomisinin kırılganlığının sürmesine neden oldu. Bu koşullarda Real Planının sürdürülmesi mümkün gözüküyordu. Makro ekonomik dengesizlikler ve Real Planının geleceği hakkındaki belirsizlikler ülkeden sermaye çıkışlarını başlattı. Döviz rezervleri eylül-aralık döneminde %38 oranında azaldı. Piyasaların yatışması için IMF 42 milyar dolarlık yardım paketi açıkladı. Buna rağmen piyasalar ikna olmadı ve sermaye çıkışı sürdü. Sonunda uygulanmakta olan kur rejimi savunulamaz hale geldi. Real Planının en önemli ayağını oluşturan yarı sabit kur rejiminden vazgeçilerek kur dalgalanmaya bırakıldı. Dalgalı kura geçiş tarihi olan on beş ocaktan önceki iki günde ülkeden çıkan döviz miktarı 14 milyar dolardı.²³⁵

Mart 1999'da IMF ile yapılan görüşmelerde Fiyat istikrarını sağlamak üzere enflasyon hedeflemesi modelini benimseyen bir program üzerinde anlaşıldı. Programa göre 1999 yılı başında başlatılan sıkı maliye politikası daha da sıkılaştırılacaktı. Hedef gösterge olarak GSMH'nin %2,6 kadar fazla verecek şekilde belirlenen bütçe dengesi değerleri GSMH'nin %3,2'sine yükseltildi. Belli başlı uluslar arası bankalar Brezilya ile olan ticari ve interbank kredi hatlarını gönüllü olarak devam ettirmeye karar verdiler.²³⁶

IMF desteği ile sağlanan güven ortamında yüksek faiz oranlarına bağlı sermaye girişi ile döviz kuru istikrarı sağlanabildi. Devalüasyon sonrasında enflasyon artışı ve ekonomik resesyona beklentisi olmasına rağmen Brezilya ekonomisi toparlanmaya başladı. 1999 yılında %0,8 oranında, 2000 yılında ise %4,4 oranında büyüme görüldü. Enflasyon oranları da 1999 yılında %8,9 düzeyinde 2000 yılında ise %6 seviyelerinde

²³⁴ Kevin Amonlirdviman ve Diğerleri, "The Dynamics of Global Financial Crises", *MIT*, February 7, 2004, <http://web.mit.edu/mgetman/www/Files/paper.pdf> (30.05.2008), s.37.38

²³⁵ International Monetary Fund, **The IMF and Recent Capital Account Crises, Indonesia, Korea, Brazil**, 2003, s. 23-24

²³⁶ International Monetary Fund, **The IMF and Recent Capital Account Crises, Indonesia, Korea, Brazil**, 2003, s. 24

kalarak iki haneli rakamların üzerine çıkmadı. Orta ve uzun vadeli yabancı sermaye yatırımları hem portföy yatırımları hem de doğrudan yatırımlar olarak artış gösterdi.

2002 yılında başkanlık seçimi için yapılan kamuoyu yoklamalarında İşçi Partisi adayı Luiz Inacio Lula da Silva önde gözüküyordu. Bu durum yatırımcıların endişesini arttırarak ülkeden sermaye çıkışına neden oldu. Oluşan istikrarsızlık sonucu enflasyon oranları %12,5'e yükseldi. Büyüme ise %1,93'le sınırlı düzeyde kaldı. Bunun üzerine çöküşün büyümesini engellemek ve yeni baştan piyasalarda güven oluşturmak amacıyla bir takım önlemler alındı. Merkez Bankası faiz oranlarını yükseltti. Hükümet ise sıkı maliye politikaları uygulayarak bütçede fazla verdi. Faiz dışı fazla 2003 yılı için %4,25 ve 2004 yılı için %4,59 düzeyine ulaştı. 2003 yılı enflasyon oranı %9,3 ve büyüme oranı %0,54 olarak gerçekleşti.²³⁷

Sonraki yıllarda dünya ekonomisinin büyümesi ve finansal piyasalardaki likiditenin artması gelişmekte olan ülkelere sermaye akışına imkan verdi. Brezilya da bu olumlu havadan yararlandı. Sermaye girişi sterilize edilerek yerel ekonomideki aşırı talep baskısı kontrol edildi. Borç yapısı değiştirilerek yerelleştirildi. İhracat hacmi arttırılarak ticaret fazlası verildi. 2003 yılı ticaret fazlası 24,9 milyar dolardı, 2005'e kadar artarak 44,8 milyar dolara ulaştı. Döviz rezervleri ise 37,8 milyar dolardan 53,8 milyar dolara çıktı. Bu dönemde birçok verinin de gösterdiği gibi Brezilya ekonomisinin dış şoklara karşı kırılabilirliği azaldı.

Bu dönemde her ne kadar ödemeler dengesinde iyileşme görülse de makro veriler istenen ölçüde düzeltilemedi. Vergi gelirleri arttığı halde kamu harcamaları kontrol edilemedi ve mali disiplin sağlanamadı.²³⁸ Ekonomik büyüme 2003'te %0,5'lik, 2004'te %2,3'lük, 2005'te ise %3'lük artış oranları ile düşük düzeyde kaldı. Faiz oranları da beklenen çabuklukta ve oranlarda düşmedi. Aksine 2001 yılında uluslar arası

²³⁷ Mahrukh Doctor, Luiz Fernando de Paula, "Foreign interests and financial crises in Brazil", *Centre for Brazilian Studies University of Oxford Working Paper*, Number CBS-78-07,

http://www.brazil.ox.ac.uk/~data/assets/pdf_file/0003/9336/Doctor-de20Paula78.pdf (25.05.2008), s. 7

²³⁸ Vieira Da Cunha, Brazil In The Global Crisis: Still A Rising Economic Superpower? *The Brookings Institution*, Washington, D.C.

http://www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0713_brazil/20090713_brazil.pdf (29.05.2008), s. 23-25

piyasalarda ki dalgalanma sırasında ve 2003 yılında Lula hükümetinin kurulduğu dönemde yükseliş gösterdi.

4.2.1. Asya Krizinin Nedenleri

Asya krizine neden olan pek çok faktör vardır. Belli başlı kriz faktörlerini şu şekilde sıralamak mümkündür:²³⁹

Yüksek büyüme oranlarına ulaşmak ve bunu sürdürmek amacıyla devlet özel yatırımlara destek verdi. Ama firmaların yatırım strateji ve planlarının olup olmadığını verimlilik düzeylerinin ne olacağını incelemedi. Özel yatırımların finansmanı için dışarıdan borçlanılmasına imkan verildi. Bir yandan dış açıklar artarken, diğer yandan varlık fiyatları ile borsa değerlerinde yükselmeler oldu. Yatırımlar verimsiz alanlara kaydı ve firmalar boçlarını ödeyemez hale geldi. Örneğin ödenme imkanı olmayan borçların oranı kriz öncesi Tayland, Endonezya, Kore ve Malezya’da %15’in üzerine çıktı.²⁴⁰ Gelen kaynaklar, ihracat sektöründeki yatırımlara yöneltilmesi gerekirken önemli ölçüde gayrimenkul yatırımlarına aktarıldı. Gayrimenkul fiyatları suni bir şekilde hızla arttı. Artan risk sermaye çıkışlarını arttırarak krizi derinleştirdi.

Kimi zaman katlanılması güç durumlara varmasına rağmen sabit kur uygulamasının sürdürülmesi ve sürdürüleceğine dair kararlı bir tutum sergilenmesi firmaları ve finansal kurumları aşırı döviz riski alacak şekilde dışa açılmaya sevketti.

Bazı ülkeler Ulusal paralarını Amerikan dolarına veya Amerikan dolarının ağırlıklı olduğu bir para sepetine sabitlemişlerdi. Doların değerinin düşük olduğu dönemlerde dış ticaretleri fazla verirken doların değerlendiği 1996–1997 yıllarında uluslararası rekabet kaybına uğradılar ve ihracat hacimleri düştü.

1994 yılında Çin resmi döviz kurunu swap piyasasında oluşan fiyatlara sabitledi. Sonrasında ise yuan Amerikan doları karşısında değer kaybetmeye başladı. Bu sırada Çin, ticari ve finansal liberalleşmesini gerçekleştirerek ihracat ve yabancı sermaye yatırımları üzerindeki vergi yükünü kaldırdı. Yapılan düzenlemeler kısa sürede

²³⁹ IMF, *The Asian Crisis: Causes And Cures*, 1998

²⁴⁰ Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, “Paper Tigers? A Model Of The Asian Crises”, Working Paper 6783, *Nber Working Series*, <http://www.nber.org/papers/w6783>(01.06.2008), s.2-3

etkisini gösterdi ve ihracat hızla arttı. Çin'in dış ticaretinde bölge ülkelerine karşı rekabet avantajı sağlaması onların ödemeler dengesi açıkları vermelerine neden oldu.²⁴¹

Asya ülkelerine yoğun bir sermaye akışı vardı. Bu kimi zaman gayri safi milli hâsıllarının %10'unu geçiyordu. Bütçe açıklarından fazla gelen yabancı sermaye ulusal paraların değerlenmesine neden oluyordu.²⁴²

Borç yapısı başlangıçta orta ve uzun vadeli iken artan sermaye talebi vadelerin kısalmasına neden oldu. Kısa vadeli yükümlülüklerin döviz rezervlerine olan oranı arttıkça risklilik düzeyi arttı. Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artış para politikası uygulamalarını güçleştirdiği için yeterli önlem alınamadı. 1996 yılına gelindiğinde bankaların kısa dönem dış borçlanma miktarı 93 milyar doları buldu. 1997 yılında ise sermaye girişi ansızın durarak yerini 12 milyar dolarlık bir çıkışa bıraktı.²⁴³

Finansal kuruluşların sermaye yapıları sanılanın aksine zayıftı. Yönetim ve denetim alanlarındaki eksiklikler de bu durumun fark edilmesini geciktirdi. Finansal sistemi denetleyecek sağlam bir mekanizmanın olmaması ve yasal boşluklar banka kredilerinin riskli alanlara yönelmesine fırsat verdi.

Piyasalar ve ekonomi hakkında gerçekçi verilere ulaşılabilecek yeterince şeffaf bir yapı yoktu. Ayrıca piyasa aktörleri de bu verilere ulaşmada istekli davranmamışlardı.

Politik belirsizlikler ve yönetim sorunları krizin derinleşmesine, yabancı kreditorlerin kısa vadeli borçları çevirmede isteksiz kalmasına, döviz ve borsanın düşüş baskısı altına girmesine neden oldu.

Uluslararası yatırımcıların, bazı yerel yatırımcıların ve yerleşik halkın aldıkları döviz pozisyonları devalüasyon baskısını arttırdı.

²⁴¹ Shalendra D. Sharma, **The Asian financial crisis, Crisis, Reform and Recovery**, Manchester University Press, Manchester, 2003, s. 15-16

²⁴² Takatoshi Ito, "Capital Flows in Asia", *NBER*, May 1999, Working Paper 7134, <http://nber15.nber.org/papers/w7134.pdf> (30.05.2008), s.15

²⁴³ Janet L. Yellen, "The Asian Financial Crisis Ten Years Later: Assessing the Past and Looking to the Future", *Asia Society of Southern California Kongresi*, Los Angeles, February 6, 2007, <http://www.frbsf.org/news/speeches/2007/0206.pdf> (02.06.2008), s.3

Uluslararası yatırımcılar yüksek kâr güdüsüyle Asya piyasalarının risklerini algılayamadılar. O nedenle düşük faiz oranları ve düşük büyüme oranları ve düşük kâr fırsatları olan Avrupa ve Japonya'ya yöneldiler.

Yöneticiler kriz deneyimi yaşamadıkları için riskli yatırımlardan çekinmediler ve krizi iyi yönetemediler. Bu da krizi derinleştiren diğer bir faktör oldu.

Bölge ülkeleri yabancılar tarafından farklılıkları görülmeksizin aynı özelliklere sahip oldukları şeklinde algılandılar. O nedenle bir yerde başlayan kriz kolaylıkla öteki ülkelere yayıldı. Sermaye çıkışları diğer sermayeyi olumsuz etkileyerek finansal paniğe ve sürü halinde çıkışlara neden oldu. Bölge ülkelerine borç veren bankalar bir yerde başlayan ödeme güçlüğü ve kriz belirtisi karşısında paniğe kapılarak bölgenin tümünden sermayelerini geri çekmeye çalıştılar. Panik etkisiyle kriz hızla yayıldı.²⁴⁴

4.2.2. Asya Krizi ve Sonuçları

Kriz öncesi dönemde Asya ülkelerinin makroekonomik verilerinde büyük bozulmalar yoktu. Her ne kadar özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığının yükselmesi ekonomik gidişin yön değiştirmesi gerektiğini düşündürüyorsa da, bu göstergeler önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli değildiler. Kriz öncesi dönemde Asya ülkeleri özellikle de Endonezya, Güney Kore, Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğradılar.

Düzensiz finansal serbestleşme sermaye girişlerinin özellikle de kısa dönemli sermaye hareketlerinin tetikleyicisi oldu. Dışa açılma süreci, bazı önemli sektörlerle verilen izinlerle başladı. Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına büyük sınırlamalar getirilmesine rağmen finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma imkânlarını arttırdı. Ayrıca uygulanan politikalar dış borçlanmayı teşvik eder nitelikteydi. Özellikle Filipinler'de dış borçlanmanın maliyeti iç borçlanmaya oranla daha düşüktü. Gelirlerden alınan vergi %35 iken döviz

²⁴⁴ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "Bank Lending and Contagion Evidence from the Asian Crisis", September 21, 1999, <http://home.gwu.edu/~graciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/banks-japan.PDF> (03.06.2008), s. 76-79

gelirlerinden alınan vergiler %10'du. Banka mevduatları için rezerv gereksinimi %13 iken döviz mevduatları için sıfırdı. Offshore döviz piyasaları kurallar ve vergi yükümlülükleri açısından birtakım avantajlara sahipti. Yüksek iç faizler ve sabit döviz kuru uygulamaları da dış borçlanmayı teşvik ediyordu. Bu koşullarda dış borçlanma hızla arttı.²⁴⁵ 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren bankacılık sistemini denetleme ve düzenleme mekanizmalarında iyileşmeler oldu ama yeterli düzeyde değildi. Bunlara finansal kurumların risk yönetimindeki başarısızlıkları da eklenince kötü krediler hızla arttı. Asya ülkelerinde büyük sanayi kuruluşlarının, bankaların ve politikacıların yakın ilişkileri vardı. Mevduat garantileri ve devletin batan bankaları mutlaka kurtaracağı inancı, bankaların büyük sanayi kuruluşlarını sorumsuzca kredilendirmelerine ve kötü kredilerin hızla artmasına imkan verdi.

Malezya ile Tayland başta olmak üzere Asya ülkelerinde özel sektöre açılan krediler 1996-1997 yıllarında büyük artış gösterdi. Ulusal faiz oranları, uluslararası faiz oranlarından yüksek olduğu için yabancı sermaye arzı yüksekti. Yurtiçi kredi taleplerine bağlı olarak Asya bankalarının dış yükümlülükleri giderek büyüdü. Döviz Rezervlerinin dış borçlara oranı hızla düştü. Kısa vadeli dış borçlar / Döviz Rezervleri oranı büyüdükçe kredi kuruluşlarında, yeterli miktarda döviz rezervinin olmadığı endişesi oluşuyordu. Bu giderek panik havasına dönüştü. Finansal serbestliğe sahip ekonomilerde, M2Y/rezervler oranı, finansal kırılganlık için önemli bir göstergedir. Böyle bir durumda, devalüasyon korkusuna kapılan yabancı yatırımcılar, ellerinde yerli para türündeki aktifleri satarak dövizle çevirmek isterler. 1997 krizinden etkilenen Asya ülkelerinin tamamında M2Y / rezervler oranı 1'in çok üzerindeydi. Ulusal para birimlerinin reel anlamda değerlenmesi, kısa dönemli dış borçların artması, cari işlemler dengesinin bozulması döviz piyasasında büyük baskılara ve dengesizliklere neden oldu. Piyasalarda uygulanan döviz kuru politikalarının uzun süre devam edemeyeceği düşüncesi oluştu ve döviz kurlarına yönelik spekülasyon hareketleri hız kazandı.

Kurlardaki aşırı değerlenme ihracat mallarını pahalı hale getirerek ihracatın azalmasına, cari işlemler hesabının büyük açıklar vermesine neden oldu. Banka

²⁴⁵ Roberto Chang and Andrés Velasco, "The Asian Liquidity Crisis", *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 98-11*, July 1998, <http://www.fratlanta.org/fratlanta/filelegacydocs/wp9811.pdf> (04.06.2008), s.33-34

kredilerinin önemli ölçüde yoğunlaştığı inşaat sektöründe fiyatlar hızla düştü. Verilen krediler ödenemez hale geldi. Bölgeden uzaklaşmak isteyen sermaye sahipleri döviz taleplerini arttırdılar. Talebi karşılamak için uluslar arası rezervler kullanıldı. Çıkışı önlemek için faiz oranları yükseltildi ama başarılı olunamadı. Sonunda Asya ülkeleri paralarını devalüe etmek zorunda kaldılar.

1950'den beri iyi bir ekonomik performansla büyüyen Asya'nın ejderhaları (Hong Kong, Singapur, Güney Kore ve Tayvan) ile kaplanları (Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland) için 1997 yılına gelindiğinde rüya sona ermişti. 2 Temmuz 1997 tarihinde Tayland Merkez Bankası bahtı savunmaktan vazgeçti. Baht %14 oranında değer yitirdi. Değer düşüşü offshore piyasalarda %19'a kadar geriledi. Bu durum Asya krizinin başlangıcı oldu. Sonrasında sırayla Filipinler pesosu ve Malezya ringiti baskılanmaya başladı. Filipinler Merkez Bankası pesoyu savunmaya çalıştı ama 1,5 milyar dolar rezerv kaybına uğradı. 11 Temmuzda peso dalgalanmaya bırakıldı ve %11,5 oranında bir değer düşüşü oldu. Endonezya ise rupiyi 14 Ağustos'a kadar savunabildi. Ejderhalar da gelişmelerden etkilendiler. Singapur Ağustosta parasını savunmaktan vazgeçti ve %8 değer düşüşü oldu. Tayvan yönetimi parasının değer kaybını engellemedi ve Tayvan öteki Asya ülkelerine göre daha az etkilendi. Hong Kong parasını dolara sabitlemişti ve büyük bir atağa maruz kaldı. Başlangıçta Güney Doğu Asya paraları karşısında değer kazanan Güney Kore parası 1997 Kasım'ında %25 değer kaybetti. 1997 Aralığına gelindiğinde dolar karşısında ulusal paraların değer düşüşü Malezya ve Filipinler için %52, Tayland için %78 Güney Kore için %107 ve Endonezya için %151'di. Kriz tüm bölgeyi etkiledi. Bir çok finansal kuruluş, endüstriyel ve ticari firmalar battı. Üretim keskin bir düşüş gösterdi ve tüm bölge halkı acılı bir dönem yaşadı.²⁴⁶

1997 yılında kriz sürecine giren Asya ekonomileri, 2000 yılından itibaren toparlanmaya başladı. Hong Kong'daki canlanma ile Çin etkileyici bir çıkış yakaladı. 2000 ilk çeyreğinde %14,3 ve ikinci çeyreğinde ise %10,8'lik bir büyüme gerçekleştirdi. Singapur bilgi teknolojilerinde büyük ilerleme kaydederek 1999 yılında %5,4'lük bir büyüme sağladı. 2000 ilk çeyreğinde Malezya %5,4 Filipin %3,2 ve

²⁴⁶ Franklin Allen, Douglas Gale, **Understanding Financial Crises**, Oxford University Press, 2007, s. 13-16

Tayland %5,2'lik büyüme performanslarıyla krizi atlattıklarını gösterdiler. Asya ülkelerinden sadece Endonezya krizden çıkış sürecinde geride kaldı. 1998'deki %13,2'lik küçülmeden sonra 1999'da %0,23'lük bir büyüme sağlayabildi. 2000'in ilk çeyreğine gelindiğinde büyüme %3'e yükseldi.²⁴⁷ 2000'le birlikte Asya ülkeleri yıllık olarak ortalama %4 ile %5 aralığında bir büyüme hızını yakaladılar. Büyüme oranları gelişmiş ülkelere göre oldukça yüksek olmakla birlikte kriz öncesi dönem seviyesini yakalayamadı. Çin'in dış piyasalardaki baskısıyla ihracatı zayıflayan Kore iç talebi canlandırarak toparlanma sürecini başlattı. Büyük bir uluslar arası finansal desteği yanına alarak eski günlerine geri dönebilen tek ülke oldu. Asya ülkelerinin enflasyon değerleri öteden beri küçüktü. Kriz sürecinde bir tek Endonezyanın enflasyon oranları %50'nin üzerine çıkmıştı. 2003-2004 yıllarına gelindiğinde ise enflasyon rakamları %6 civarına indi.²⁴⁸

4.3. Rusya Krizi

1991 yılında Sovyetler Birliğinin dağılmasıyla kurulan Rusya Federasyonu siyasi açıdan demokrasiyi, iktisadi açıdan serbest piyasa ekonomisini model olarak almıştır. Piyasa ekonomisinin oluşum sürecinde öncelikle iç piyasanın, dış ticaretin ve fiyatların serbestleştirilmesi sağlandı. Buna ilave olarak yurt içi fiyatlar ve Rus parası Ruble'nin değerinin belirlenmesi piyasa mekanizmalarına bırakıldı. Hızlı bir özelleştirme programı ile piyasadaki özel işletmelerin oranı 1997 yılı sonuna kadar %80'lere çıkarıldı.

Dış ticaretin liberalizasyonu ile birlikte ithalat arttı, ihtiyaç duyulan birçok ürün yurt dışından temin edildi. İthalat iç fiyatları düşürerek yaşanmakta olan yüksek enflasyonu baskıladı. 1994'te %224 civarında olan enflasyon 1996'da %22'ye, 1998'de ise %6,8'e geriledi. Artan ithalatına rağmen Rusya dış ticaret fazlası veren ender ülkelerden biri idi. Bunda başta doğal gaz olmak üzere enerji ve doğal kaynak ihracatı etkili oldu.²⁴⁹ Bu dönemde Rusya Sovyet döneminden kalma dış borçlarını yeniden

²⁴⁷ Shalendra D. Sharma, s. 340-341

²⁴⁸ James A. Hanson, "Postcrisis Challenges And Risks In East Asia and Latin America: Where Do They Go From Here?" **Financial Crises: Lessons From The Past, Preparation for the Future**, The Brookings Institution, Washington, D.C. 2005, s. 20-22

²⁴⁹ DPT, Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine, Muhtemel Etkileri, <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf> (03.06.2008), s. 1-5

yapılandırarak ekonomik istikrarını pekiştirmek istedi. Yapılan görüşmeler sonucunda 1997 yılında Paris Kulübü ile 60 milyar dolarlık, Londra Kulübü ile de 33 milyar dolarlık bir borç yapılandırılması sağlandı.²⁵⁰

Ekonomik yapıda görülen olumlu gelişmelerin yanı sıra aşılamayan bazı sorunlar göz ardı edilemezdi. En çok dikkati çeken konular kayıt dışılık, işsizlik, bütçe açıkları, negatif büyüme oranları ve yolsuzluklardı. 1990 sonrası özelleştirmeleri ile ülkenin önemli işletmelerini eline geçiren hâkim sınıf ellerindeki işletmeleri satıp gelirlerini yurt dışına transfer ettiler. Tasarrufları yurt dışına kaçırılan Rusya yatırım imkânlarını yitirdi.²⁵¹ Kayıt dışılık azaltılmadığı ve kaynakları elinde tutan hakim sınıftan vergi alınmadığı için yeterli vergi toplanamadı. Buna borç ana para ve faiz ödemeleri ile sosyal güvenlik sistemi yükleri eklenince kamu açıkları kapatılamaz hale geldi. 1991-1997 arası dönemde büyüme oranları her yıl negatif değerler aldı. Ekonomideki küçülme ülkeyi özellikle de halkı giderek fakirleştirdi. Büyümenin bir türlü sağlanamayışında bütçe açıklarına karşı verilen mücadele, artan ithalat ve üreticilerin uluslararası rekabet gücü kazanamamaları etkili oldu.

1998 yılına gelindiğinde dikkati çeken diğer bir konu da finansal piyasalardaki zayıflıktı. Bankacılık sistemi yeni dönemde yeterince gelişmemiş ve zayıf kalmıştı.

Asya ülkelerinde 1997 yılı temmuzunda başlayan krizin uzun sürmesi endişelere neden oldu. Mevcut ekonomik göstergeler ve özellikle de bütçe açığı Rusya'nın da bir krize sürüklenebileceği ihtimalini kuvvetlendirdi. Rusya Federasyonunun bu dönemdeki borçları 200 milyar dolar civarındaydı. Bunun 140 milyar dolarlık kısmı dış borçlardı. Borç stoku her ne kadar yüksek gözükme de kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki oranı sorun oluşturacak kadar yüksekti. Borçlar yeni borçlarla çevrilebiliyordu. Altı ayda bir yapılan her yeni borç bir öncekinden daha yüksek faiz oranlarıyla gerçekleştiriliyordu. Sağlanan kaynaklar büyük oranda maaş ve ücret ödemeleri gibi cari harcamalara kullanıldı ve yatırımlar ihmal edildi.

²⁵⁰ Abbigail J. Chiodo and Michael T. Owyang, "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/02/11/ChiodoOwyang.pdf> (06.06.2008), s.9-11,

²⁵¹ Eyup Bastı, s. 64

Çok geçmeden Asya ülkelerindeki kriz Rusya'yı etkisi altına aldı. Krizle baş edebilmek için Rusya 1998 Temmuzunda IMF ile masaya oturdu. 1998 yılı için 12,5 milyar dolar, 1999 yılı için de 15,1 milyar dolar yardım sağladı. Mevcut duruma Dünya Bankası da ilgisiz kalmayarak Rusya'ya 1999 yılı sonuna kadar verilmek üzere 6 milyar dolarlık yardım paketi açıkladı. Sağlanan dış desteğin verdiği güvenle Rus Merkez Bankası Temmuz ve Ağustos döneminde rublede bir devalüasyonun olmayacağını duyurdu. Ancak bu açıklama piyasaların devalüasyon beklentilerini azaltmak bir yana daha da arttırdı. Daha önce Rublenin Amerikan Doları karşısında 5,27 – 7,13 aralığında dalgalanabilmesi kararını alan Rus merkez bankası gelişmeler karşısında bandı genişleterek 1998 yılı sonuna kadar 6.0 – 9.5 aralığına çıkardı. Dış borçların ödenmesi ile ilgili olarak da üç aylık bir moratoryum ilan etti. Alınan önlemlere rağmen Rusya spekülâtif atağa iki hafta dayanılabildi. Sonrasında ruble serbest dalgalanmaya bırakıldı. Buna hükümetin harcamalar için para basması ilave edilince rublenin değeri yarıya düştü. Enflasyon oranları hızla yükseldi.

Krizin maliyeti Rusya için çok yüksek oldu. 1998 yılı milli geliri az bir yükseliş beklentisine rağmen %4.9 oranında düştü. Aralık ayına kadar 12 aylık enflasyon oranı %84'e ulaştı. Oysa hedef %8'di. Ekim 1997 ile kurun serbest bırakıldığı 2 Aralık 1998 tarihleri arasında sabit kuru korumak için 30 milyar dolarlık bir döviz rezervi (1999 yılı milli gelirinin altıda biri) kullanıldı. Kırılmadan önceki son 10 haftada kullanılan rezerv 16 milyar dolardı. Moskova merkezli bir çok banka battı. Piyasalar çöktü. Buna ilave olarak krizin ağır sosyal bedelleri oldu. Krizden başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere dünya finans piyasaları olumsuz etkilendi.²⁵²

4.4. Mortgage Krizi ve Sonrası

4.4.1. Kriz Öncesi Dönem ve Kriz Nedenleri

İnternet teknolojilerindeki gelişmeler ve bu alanda yatırım yapan şirketlerin borsa değerlerindeki hızlı yükseliş 2002 yılına gelindiğinde yerini keskin bir düşüşe terk etmişti. Yine aynı dönemde başta Amerikanın enerji devi olarak nitelenen Enron şirketi

²⁵² Brian Pinto, Evsey Gurvich, Sergei Ulatov, "Lessons from the Russian Crisis of 1998 and Recovery, Managing Volatility and Crises", *Worldbank*, February 2004, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/documents/mv/pgchapter10.pdf> (09.06.2008), s.2

olmak üzere bazı firmalar büyük zararlara girmelerine rağmen uyguladıkları muhasebe teknikleriyle zararlarını gizlemişlerdi. 2001 yılına gelindiğinde Enron şirketinin zararları ortaya çıkmaya başladı. Borsadaki hisse değerleri hızla düşerek satılmaz hale geldi ve şirket iflasını açıkladı. Arkasından Tyco, WorldCom, Xeros ve Qwest gibi firmaların kârlarını şişirdiği ya da zararlarını gizlediği ortaya çıktı. Bu durum Avrupa şirketlerine de yansınca skandallar uluslar arası bir boyut kazandı. Olumsuz gelişmeler sadece Amerika ile sınırlı değildi. 2000 Kasımında ve 2001 Şubatında Türkiye arka arkaya iki ekonomik kriz yaşarken, 2001 yılında borçlarını ödeyemeyeceğini ilan eden Arjantin de krize sürüklendi. Bunca olumsuz olay yetmezmiş gibi El Kaide adlı bir terör örgütü 11 Eylül 2001 tarihinde 4 Amerikan yolcu uçağını kaçırdı. Bu uçaklarla Newyork'taki ikiz kulelere ve Virginia'daki Pentagon binasına çarparak büyük bir terör saldırısı gerçekleştirdi.²⁵³

Tüm bu gelişmelerin sonunda başta ABD ekonomisi olmak üzere global ekonomik sistem resesyon ve deflasyon tehdidi ile karşı karşıya kaldı. Önlem alınmadığı takdirde kriz kaçınılmazdı. İlk adım olarak Amerikan Merkez Bankası (FED) faiz oranlarını düşürmeye başladı. 2001 başında %6,5 olan faiz oranları 2003 yılına kadar düşerek %1 seviyesine gördü. Faiz indirimlerini İngiltere ve AB merkez bankaları da izledi ve global likidite hızla arttırıldı.

Başkan Clinton döneminde ABD'de ekonomik büyüme bütçe disiplininin vazgeçilmeden gerçekleştirilmişti. 1992–2000 dönemi ABD ekonomisinin en uzun istikrarlı büyüme dönemi olmuştu. Yıllık olarak ortalama büyüme %4 civarındaydı. Ekonomik büyüme sürdüğü sürece artan vergi gelirleriyle de bütçe disiplini sağlamak kolaylaşıyordu. Ancak Başkan Bush döneminde ekonomik durgunluk nedeniyle bu politikadan vazgeçilerek bütçe disiplininin uzaklaşmıştı. Yavaşlayan ekonomi vergi indirimleri ve teşvik politikalarıyla canlandırılmaya çalışıldı. Yatırım fonları ile emeklilik fonlarına vergisel teşvikler uygulanarak fon hacimleri arttırıldı. Bu fonlar hisse senedi piyasasına yönelerek hisse senedi piyasasının değerini arttırdı. Diğer yandan ucuz konut kredileri ile ev sahibi olmak özendirildi. Mortgage sistemi ile aileler hiç peşinat ödemeksizin ev sahibi olabiliyorlardı. Konut kredileri ucuzladığı için konut

²⁵³ Saruhan Özel, **Global Dengesizliklerin Dengesi, Ne Kadar Sürdürülebilir? Nasıl Sonuçlanır?** İstanbul: Alfa, 2. Basım, 1998, s. 3-26

talebi ve konut fiyatları arttı. Hisse senedi ve gayrimenkul piyasasındaki yükselişler hane halkının servetlerinde artış etkisi yaptığı için kendini daha zengin hissedenden halkın harcama eğilimleri arttı. Tasarruflarda önemli ölçüde azalma kaydedildi. Kolay ve ucuz kredi imkânları lüks eşya tüketimini arttırdı. İnsanlar gelirlerinin üzerinde bir refah seviyesinde yaşama imkânı buldular.

Buna Irak savaşı için yapılan hazırlık masrafları da ilave edilince Clinton döneminin 127 milyar dolarlık bütçe fazlası 2004 yılına gelindiğinde 400 milyar doları aşan bir bütçe açığına dönüştü. 2000’de bütçe fazlası veren ABD 2006’ya gelindiğinde GSMH’nın %5,6’sı oranında bütçe açıkları verir hale geldi. Bu durum aynı zamanda cari işlemler açığının önemli nedenlerinden biridir.²⁵⁴

Global ekonomiye bakıldığı zaman başta Asya olmak üzere dünyanın geri kalan kısmından ABD’ye doğru yoğun bir sermaye akışının olduğu görülür. ABD dışarıdan sağladığı kaynaklarla tüketim ve yatırım harcamalarına ağırlık verirken dünyanın geri kalan kısmına oranla daha az tasarruf eğilimi göstermektedir. Bu durumun devamı dışarıdan gelecek kaynaklara dolayısıyla dünyanın geri kalan kısmındaki tasarruf eğilimine bağlı olacaktır. Ancak bunun sonsuza kadar sürmeyeceği belli bir süre sonra kaynak akışının tersine döneceği hiç değilse duracağı gerçeği dikkat çekmektedir. Böyle bir olasılığın ABD merkezli bir krizin habercisi olacağı da şüphe götürmez bir gerçektir. Kaynak akışının durmasıyla birlikte yükselecek faiz oranları ve doların değerindeki düşüşler ciddi bir ekonomik durgunlukla birleşerek kaygı verici sonuçları ortaya çıkarabilecektir. Nitekim 1970’lerin ve 80’lerin sonunda görülen büyük cari işlemler açıkları benzer sonuçlar meydana getirmiştir.²⁵⁵

2003-2006 arası faiz oranlarının düşük seyrettiği ama ev ve gayrimenkul fiyatlarının iki haneli rakamlarla artış gösterdiği dönemdir. Bu durumun süreceği beklentisi mortgage piyasasının ev alımları için kredi imkanlarını arttırmasına neden oldu. İpotekli ev kredileri 3.2 trilyon dolarla eşik altı kredilerin %20’sine ulaştı. Mortgage piyasasının gayrimenkul sektörüne yoğunlaşması orta vadeli ev taleplerini

²⁵⁴ Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi*, s.35–42

²⁵⁵ Ira Kalish, “Küresel Ekonomiye Bakış 2007, Kriz Yakınımızda mı Yoksa İşler Bizim Düşündüğümüzden Daha mı İyi?” *Deloitte Services LP*, http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/K%C3%BCresel_Ekonomi.pdf (05.06.2008), s.2

aştı. Sonraki bir kaç yıl içinde talebin düşmesi kaçınılmazdı.²⁵⁶ Asya Merkez Bankaları her ne kadar ulusal paralarının değerinin artmasını engellemek amacıyla ABD'nin cari açığını finanse ediyor, faiz oranlarının yükselmesini ve doların değer kaybetmesini engelliyor olsalar da yüksek talep ev fiyatlarını ve kredi faiz oranlarını yükseltti. Kredilerin ucuz ve bol olduğu dönemde kısıtlı imkânlarına rağmen eşik altı ipotekli konut kredisi piyasasından değişken faizli konut kredisi kullanan gayri menkul sahipleri faiz oranlarının artmasıyla birlikte borç taksitlerini ödeyemez hale geldiler.* Oluşan durgunluk ortamında ev fiyatlarında düşüşler görüldü. Kredi kuruluşları borç taksitleri ödenmeyen konutlara el koydular ama düşen talep ve fiyatlar karşısında alacaklarını tahsil edemediler.** Bankalar konut kredilerini kullandırdıkları dönemde hem krediler için finansman sağlamak ve hem de riski üzerlerinden atmak için kredi alacaklarını kapsayan tahviller çıkartmışlardı. Çıkartılan bu tahviller risklilik düzeyi azaltılmak amacıyla sadece konut kredisine değil birbiriyle alakası olmayan ve farklı risklilikleri olan kredilere bağlanmıştı. Böylece risk derecelendirme kuruluşlarından kolaylıkla onay alabilmişler ve tahvil piyasalarında satılabilmişlerdi. Teminatlandırılmış borç (Collateralized Debt Obligation-CDO) anlamına gelen bu tahvilleri dünyanın değişik yerlerinden birçok kuruluş almıştı. Konut kredilerinin ödenmemesi ve konut fiyatlarının aşağı doğru düşmesi CDO'ların değerini bir anda yerle bir etti.²⁵⁷ Bu koşullarda patlak veren mortgage krizi sadece kredi veren kuruluşlar ve Amerika Birleşik Devletleri ile sınırlı kalmayıp CDO'lar aracılığıyla dünyanın birçok yerini etkisi altına aldı. Zira CDO'lara yatırım yapanlar arasında yüksek kâr amacını güden hedge fonlar, sermayesi sınırlı olup da bankacılık sektöründe rekabet zorluğu çeken bankalar, emeklilik fonları

²⁵⁶ Bill Hampel, Mike Schenk, Steve Rick, "The U.S. Mortgage Crisis, Causes, Effects and Outlook Including Suggested Credit Union Responses", *Credit Union National Association*, January 31, 2008, http://advice.cuna.org/download/credit_crisis_exec_08.pdf (08.06.2008), s. 4

* ABD'de en riskli müşterilere kullanılan ipotekli krediler eşik altı olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, eşik altı ipotek kredilerinin, temerrüde düşme olasılığı diğer kredilere göre daha yüksektir. Bu risk, özellikle bu tür kredilerin büyük kısmını oluşturan değişken faizli eşik altı ipotek kredi müşterileri için daha da fazladır. Değişken faizli eşik altı ipotek kredileri, daha tercih edilir olmaları için oldukça düşük başlangıç faiz oranları sunmakta, ancak sonraki yıllarda faiz oranları yükselmektedir. Piyasa faiz oranlarındaki artışlar, bu müşterilerin ödeme güçlerine göre zaten yüksek olan kredi taksitlerinin daha da yükselmesine ve sonuçta müşterilerin iflasına yol açmaktadır.

** ABD'de, faiz oranlarının düşük olması ve kredi kullandırma standartlarının esnekliği nedeniyle, 2001–2005 yılları arasında konut kredisi kullanımı hızla artmıştır. Konut kredileri içinde değişken faizli ipotek kredilerinin oranı 2002 yılında %20 iken, bu oran 2005 yılı ortalarında %50'ye çıkmıştır.

²⁵⁷ Sitikantha Pattanaik, *The Global Financial Stability Architecture Fails Again: sub-prime crisis lessons for policymakers*, *Asian-Pacific Economic Literature*, Asian-Pacific Economic Literature, Vol. 23, No. 1, May 2009, s.24

ve daha birçok kuruluş vardı. Nitekim krizin başlamasıyla açıklanan ilk zararlar Citigroup için 8 ile 11 milyar dolar arasına, Merrill Lynch için 8 milyar dolara, UBS için de 3,4 milyar dolara ulaştı. Ayrıca, Almanya'da uzun dönem finansman konusunda öncü bir banka olan IKB'nin, eşik altı ipotekli konut piyasasındaki yatırımları nedeniyle uğrayacağı olası zararların karşılanabilmesi için KfW'nin öncülüğünde bazı kamu ve özel bankalarca 3,5 milyar Euro'luk kurtarma fonu oluşturuldu. Japon bankaları ise eşik altı ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerden dolayı bir milyar dolar zarar açıkladılar.²⁵⁸

4.2.2. Kriz Dönemi

Krizin oluşmasında gölge bankacılığı uygulamalarının tehlikeli operasyonları etkili faktörlerden biridir.* Bu kuruluşlar piyasalardan kısa vadeli borçlanarak uzun vadeli ve likid olmayan varlıklara yatırım yapıyorlardı. İlk çöküş 2007 yılının başında banka dışı eşik altı piyasalarda uzmanlaşmış mortgage finansörlerinin verdikleri ödünçlerin ödenmemesiyle başladı. İkinci aşamada ise gölge bankacılığının yapılandırılmış yatırım araçlarını (SIV-Strucurel Investment Funds) içeren bütün sistem çöktü. Görüldü ki yatırımlar mortgage temelli riskli ve geri dönüşü olmayan kağıtlara yönelmişti. Üçüncü aşamada ise Amerikadaki Bearn&Sterns ve Lehman Brothers gibi bağımsız finansal aracı kuruluşlar (broker ve dealer) tüm kurtarma çalışmalarına rağmen çöktü. Merill Linch de Bank of Amerika ile birleşmek zorunda kaldı. Dördüncü aşamada ise para piyasası fonlarında çöküş başladı. Bu fonlar her ne kadar fazlaca finansal türevleri içermese de kısa vadeli olmalarından dolayı risk taşıyorlardı. Ancak yatırımcılar bu piyasada ne kadar toksik kağıt olduğunu bilmedikleri ve mevduat garantisi olmadığı için finansal kırım sürecinde paniğe kapıldılar. Piyasada görülen ve 3 trilyon doları bulan hareketlilik Merkez Bankasının mevduata garanti vermesine neden oldu. Beşinci aşamada ise yüzlerce hedge fonun çöküşü geldi. Hedge fonlar kısa vadeli finansman sağlıyordu. Kriz sürecinde finansörler bir anda çekilerek fonları

²⁵⁸ T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007,

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir_TamMetin5.pdf (06.06.2008), s.2

*Hedge fonların hazırlayıp paket halinde piyasaya çıkardığı türev yatırım araçları gölge bankacılık sistemi olarak adlandırılır. Bankacılık sektörü gibi bir düzenlemeye tabi olmadığından ve mevduat garantisi bulunmadığından risklilik düzeyi oldukça yüksektir. 2 trilyon dolara yaklaştığı tahmin edilen bu sistemin küresel krizdeki rolü de aynı ölçüde büyük olmuştur.

erittiler.²⁵⁹ Bir sonraki aşamada ise kısa vadeli yükümlülüklerde yaşanan sorunlar geleneksel bankacılık sisteminin ve finansal nitelik taşımayan firmaların da zora girmesine neden oldu. 2007 yazından itibaren Lehman Brothers'in batışını takiben geleneksel bankalarda görülen çöküşler ödeme güçlüğü içindeki IndyMac, Washington Mutual (WaMu), ve Wachovia gibi kuruluşların iyice baskı altına girmesine neden oldu. Bu dönemde Amerikada mevduat garantisi 100 bin dolara kadar olup bu rakam toplam mevduatların ancak %70'i kadardı. 7 trilyon dolar değerindeki mevduatların Federal Sigorta şirketince sigortalanmamış kısmı ise 2,6 trilyon dolar kadardı. Amerikanın bankacılık kuruluşlarının ödeme güçlükleri 2008 yılında zirve yaptı. Bankalararası (interbank) borçlanmaların azalması, sınır ötesi işlemler dahil mevduat garantisi olmayan kredi riskleri, bankaların likidite sıkıntılarındaki artış bankacılık sektöründe çöküş beklentilerini artırdı.²⁶⁰ Finansal sektördeki kayıplar 2007 yılı ortalarında yapılan ilk tahminlere göre 50 milyar dolar olacaktı. Bu 2008 şubatında 400 milyar dolara, Nisan 2008'de 945 milyar dolara yükseldi. Ekim 2008'e kadar bu rakam 1,405 milyar dolar oldu.²⁶¹

Kriz sürecinde krizin etkilerini azaltmak amacıyla bir takım önlemler alınmaya çalışıldı. Bu çerçevede para otoritesi muhtemel banka batmalarına karşı mevduat garantisini 100 bin dolardan 250 bin dolara çıkardı ve mevduat garantisi kapsamında olmayan 1,9 trilyon dolarlık bir krediyi mevduat garantisi kapsamına aldı. Ayrıca finansal kuruluşlarca yapılacak borçlanmalar da kamusal düzenlemelerle güvence altına alındı.

Amerikan Merkez Bankası FED ulusal bankaların yanısıra yabancı merkez bankaları ve finansal kuruluşlara o piyasalardaki likidite sıkışıklıklarını gidermek üzere borçlanma imkanları sundu.

Krizin başladığı ilk anda FED faiz oranlarını düşürerek baskıyı azaltmaya çalıştı. Ancak çok geçmeden tüketici kredi kartları borçlarının 900 milyar dolara ulaştığı

²⁵⁹ Viral V. Acharya ve Diğerleri, Prologue: A Bird's-Eye View: The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1716/papers/prol.pdf> (10.06.2008), s.7-10

²⁶⁰ Acharya, s.10-11

²⁶¹ Sitikantha Pattanaik, s.23

ortaya çıktı ve hafiflemesi beklenen kriz yeniden derinleşti. Amerika'da hane halkı borçluluğu kredi kartları borcu olmadan da yüksekti. 2006 yılı itibariyle tüketici kredileri toplamı 2,4 trilyon dolara ulaşmıştı. İstihdam edilen kişi başına düşen tüketici kredisi (konut hariç) ortalama 17 bin dolara yakındı. Ucuz konut kredisi imkânlarının etkisiyle konut sahipliği artarak %68'e ulaşmıştı. 2007 yılında ortalama bir ailenin konut kredisi için ayda ödediği anapara ve faiz tutarı 1128 dolarla gelirinin %23'ü kadardı.

FED bu koşullarda Amerikan ekonomisini yeniden canlandıracağı umuduyla likidite imkânlarını arttırmaya ve kısa vadeli faiz oranlarını indirmeye devam etti. Açık piyasa işlemleri yolu ile ipotekli kredi kullandıran finansal kuruluşlar ile bu kredilere dayalı varlıklara plasman yapan finansal kuruluşların likidite ihtiyaçlarını karşıladı. Doğrudan borçlanmanın borçlu için finansal zafiyet oluşturacağı düşüncesinden dolayı reeskont yolu ile finansman sıkıntısı yaşamayan dört büyük bankaya (Citigroup, Bank of America, JP Morgan Chase & Co ve Wachovia Corp) 2 milyar ABD doları tutarında fon sağladı. Ayrıca likidite sıkışıklığı oluşması durumunda, ihtiyaç duyacak finansal kurumlara likidite sağlanacağını duyurdu.

FED'in önlemlerinin yanı sıra yaşanmakta olan likidite darlığından etkilenen gelişmiş ülke merkez bankaları da belli önlemleri almaya çalışmışlardır. Avrupa Merkez Bankası (ECB), ters repo yolu ile İngiltere Merkez Bankası (BoE) ise hem açık piyasa işlemleri, hem de nihai kredi mercii olarak kredi imkânları ile likidite artırımına devam ettiler.

2008 yılı Nisan ayı itibariyle faiz oranları %2 seviyesine indi. Hükümet de hem bankaları destekledi hem de vergi iadeleri ile iç talebi canlandırmaya çalıştı. Yine de Amerikan ekonomisinde bir süredir hissedilen durgunluk bir türlü aşılamadı. Şirket kârları ve dağıtılan temettü gelirleri Amerikan ekonomisi için oldukça önemlidir.²⁶² Yüksek kârlar hisse senedi sahiplerinin gelirlerini ve dolayısıyla harcama eğilimlerini

²⁶² Milli geliri oluşturan gelir kalemleri içinde, ücret gelirlerinden sonra en önemli gelir türü şirket kârlarıdır (toplam gelirin yaklaşık olarak yüzde 10'u). Şirket kârlarının yarısından fazlası temettü olarak hisse senedi sahiplerine gider.

etkilemektedir. Ancak 2008 sonu şirket bilançolarının zarar ya da düşük kâr göstermesi, talep artışıyla ilgili beklentileri iyice zayıflattı.²⁶³

2009 yılına gelindiğinde alınan tedbirler etkisini göstermeye başladı. Piyasalar sakinleşti ve oynaklığı azaldı. Enflasyon kaygısı azaldı. Krizin başlangıç noktası olarak bilinen ve hazine ile bankaların borçlanma maliyetleri arasındaki farkı gösteren TED spreadi düzelmeye başladı. ABD hisse senedi piyasalarının temel oynaklık göstergelerinden VIX endeks değeri, 2009 yılında kriz öncesi seviyesine ulaşmamakla beraber önemli ölçüde geriledi. 19 büyük bankanın bilançolarından “zehirli” varlıkların temizlenmesi amacıyla 750 milyar ABD doları tutarında bir mali paket açıklandı. Şubat 2009 da “Finansal İstikrar Planı” ilan edildi ve buna bağlı olarak “Kamu-Özel Sektör Yatırım Programı” açıklandı. Bankalar eşik altı konut kredileri nedeniyle maruz kaldıkları zararları yıl sonu bilançolarına yansıtarak piyasalardaki belirsizliği azalttılar. ABD bankaları kredi verme konusunda isteksizliğini sürdürmekle birlikte kredi koşullarında yumuşama oldu.²⁶⁴

4.2.3. Krizin Az Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri

ABD’de başlayan kriz önce küresel finansal piyasaları etkisi altına aldı. Sonra da kredi kanallarının daralması ve talep koşullarının bozulması yoluyla küresel ticareti daralttı. 2008 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ekonomiler resesyon sürecine girdiler. Sonrasında da iç taleplerinin finansmanı dış kaynağa bağlı olan gelişmekte olan ülkeler krizin etkisine girdiler. Böylece kriz küresel bir boyut kazanarak dünyanın geri kalanına da yayıldı. Dünya genelinde bir durgunluk ve küresel büyümede yavaşlama görüldü. Dünya ekonomisinin büyümesi, 2007 yılında %5,2 olurken 2008 yılında yüzde 3,2’ye düştü. IMF 2009 yılında dünya ekonomisinin %1,3 Avrupa Komisyonu %1,5 daralacağını öngördüler.²⁶⁵ Kredi hacmi 2009 yılında da dünya genelinde yetersiz kaldı. Firmaların ve hanehalkının kredi talepleri yeterince karşılanamadığı için küresel talep de canlanamadı. Yüksek işsizlik oranları, düşük varlık fiyatları ve bunların sonucu

²⁶³ Ercan Kumcu, “Dünya ekonomileri hız kesiyor”, *Hürriyet Gazetesi*, 14 Nisan 2008
<http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=8692953&yazarid=7> (07.06.2008)

²⁶⁴ TCMB,Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009, www.tcmb.gov.tr (15.06.2009), s. 11-20

²⁶⁵ TCMB,Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009, s. 11-20

ortaya çıkan gelir ve servet kaybı talebi baskılamaya devam eden faktörler oldu. Bu dönemde firmaların mali durumlarındaki bozulma sürdü.²⁶⁶

Krizle birlikte gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarında hızlı düşüşler oldu. Ticari faaliyetler büyük ölçüde azaldı. Başta tarımsal ürünler ve madenler olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası pazarlara sunduğu ürünlerin talebi azaldı. Bu ülkelerin ekonomik sıkıntıları arttı. Örneğin Combodia'nın giyim ihracatı 2008'de 250 milyon dolar iken 2009 ocağına kadar 100 milyon \$'a düştü. Uganda'nın kahve ihracatı 2009 yılı içinde Mart ayına kadar üç aylık sürede üçte bir oranında azalarak iyice fakirleşmesine neden oldu. Bakır ve petrol başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüş Nijerya, Zambia ve Bolivya gibi ülkeleri etkisi altına aldı. Sudan hükümetinin petrol gelirlerindeki düşüş çok fakir olan Güney Sudan'a yönelik transfer harcamalarını tehdit eder hale geldi.²⁶⁷

Tablo 4.1.
Küresel Üretim Artışı (önceki yıllara göre % artış)

	2007	2008	2009*	2010*
Gelişmiş Ekonomiler	2,4	0,3	-3,5	2,4
A.B.D	2,1	0,4	-2,5	2,8
Euro Bölgesi	2,7	0,6	-3,7	1,9
Japonya	2,3	0,7	-5,6	2,3
Gelişmekte Olan Ekonomiler	7,7	5,5	0,7	5,7
Latin Amerika	5,4	4	-2,4	3,9
Arjantin	8,7	7	-2,4	2,8
Brezilya	5,7	5,1	-0,2	4,3
Meksika	3,3	1,4	-6,9	4,4
Gelişmekte Olan Avrupa	6,5	4	-6,8	2,8
Rusya	8,1	5,6	-9	2,5
Türkiye	4,7	0,9	-6,3	4
Asya/Pasifik	9,9	7	5,8	8,2
Çin	13	9	8,5	10
Hindistan	9	6,7	6	8
Afrika/Orta Doğu	5,1	5,1	0	3,4
Güney Afrika	5,1	3,1	-1,9	2,6
Dünya	3,6	1,5	-2,5	3,1

Kaynak: The Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economies, October 3, 2009, <http://www.iif.com/press/press+13.php>

* Tahmini Değerler

²⁶⁶ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009, s. 11-20

²⁶⁷ Dirk Willem te Velde, "The Global Financial Crisis And Developing Countries: Taking Stock, Taking Action", *Overseas Development Institute*, September 2009, www.odi.org.uk (09.11.2009), s.1-4

Hesaplamalara göre son krizle birlikte 300 bin Bangladeş’li, 233 bin Ugandalı, 230 bin Gana’lı açlık sınırına düştüler. Gana’da doğrudan yatırımlarla sağlanan istihdam 2007- 2008 arası dönemde üçte bir oranında azaldı. Kenya’da emek yoğun bahçecilik sektörü %35 oranında ihracat kaybına uğradı. Zambia’da 2008 yılında işini kaybeden madencilerin oranı dörtte bire ulaştı. Cambodia’da 2009’un ilk üç ayında işini kaybeden giyim sektörü çalışanlarının sayısı 63 bini buldu.²⁶⁸

Orta ve Doğu Avrupa’daki gelişmekte olan ülkelerde kamu ve özel kesimin döviz cinsinden borçlarının yüksek olması ve dış finansman güçlükleri durgunluğa neden olmuş, ekonomik ve sosyal yapıyı kırılgan hale getirmiştir.²⁶⁹ 2007-2009 arası dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri %25 oranında bir düşüşle 300 milyar dolardan fazla azalma gösterdi. Portföy yatırımlarının yanı sıra doğrudan yatırımlar da önemli oranlarda düştü. Sermaye hareketlerindeki azalma ile birlikte kalkınmasını dış finansmana dayandıran gelişmekte olan ülkelerde ekonomik ve sosyal koşullar kötüleşti. Tablo 4.2’de görüldüğü gibi özel sermaye hareketlerindeki keskin düşüş 2007-2008 arası dönemde 400 milyar doları buldu. 2010 yılı için sermaye hareketlerinde bir iyileşme beklenmekle birlikte tahminler iyileşmenin sınırlı bir düzeyde olacağı 2008 rakamlarını geçmeyeceği yönündedir. Kriz öncesi sermaye hareketleri seviyesine 2011’den itibaren ulaşılacağı düşünülmektedir.²⁷⁰

2008-2009 döneminde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri üzerinde üç etken belirleyici idi. Bunlardan ilki spekülasyon sermaye hareketleridir. Yüksek büyüme beklentileri ve yüksek faiz oranları spekülasyon sermayeyi çekmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerin politik faizleri indirmesinden sonra gelişmekte olan piyasalar yatırımlar için cazip hale geldiler. İkinci etken ise bankaların kredi kısıtlamalarına gitmeleridir. Bunda bankalar dahil finansal kuruluşların verdikleri riskli kredilere karşı yapılan yeni düzenlemeler etkili oldu. Üçüncü etken ise gelişmekte olan ülkelere net sermaye çıkışıdır. Başta Çin olmak üzere gelişmekte olan bazı ülkeler

²⁶⁸ Dirk Willem te Velde, s. 4

²⁶⁹ Katinka Barysc, “New Europe And The Economic Crisis”, *Centre for European Reform Briefing Note*, http://www.cer.org.uk/pdf/bnote_new_europe_feb09.pdf, (15.11.2009), s.1-9

²⁷⁰ Philip Suttle, Catalina Krauss, Julien Mazzacurati, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, *The Institute of International Finance*, October 3, 2009, <http://www.iif.com/press/press+13.php>, (20.11.2009), s.2

tasarruflarını gelişmiş ÷lkelerde özellikle de Amerika Birleşik Devletlerinde değerlendiriyorlardı. Son dñnemde bu ÷lkeler yatırımlarını gelişmekte olan ÷lkelere doğru kaydırma eğilimine girdiler.²⁷¹

Tablo 4.2
Gelişmekte Olan ÷lkelerin Dış Finansmanı (milyar \$)

	2007	2008	2009*	2010*
Cari İşlemler Dengesi	529,4	540,9	371,5	334,3
Dış Finansman (Net)				
Özel Sermaye Hareketleri,(Net)	1252,2	649,1	348,6	671,8
Hisse Senedi Yatırımları, (Net)	601,9	430,8	425,1	533,5
Doğrudan Yatırımlar, (Net)	499,8	512,5	343	459,4
Portföy Yatırımları (Net)	102,1	-81,7	82,2	74,1
Özel Kreditorler, (Net)	650,2	218,3	-76,5	138,2
Ticari Bankalar, (Net)	431,4	102,7	-82,7	48,5
Banka Dışı , (Net)	218,8	115,6	6,2	89,7
Resmi Sermaye Hareketleri, (Net)	42,9	55,5	63,6	43,4
Uluslar arası Finansal Kuruluşlar	4,1	26,6	43,7	26,2
İki Yanlı Kreditorler	38,8	28,9	19,9	17,2
Yerleşiklerin Yurt Dışı Hisse Senedi Yatırımları	-285,1	-221,9	-139,3	-226
Yerleşiklerden Krediler / Diğer, (Net)	-482,6	-555	-118,1	-271,2
Rezervler (- = Artış)	-1056,7	-468,5	-526,3	-552,3

Kaynak: The Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economies, October 3, 2009, <http://www.iif.com/press/press+13.php>

*Tahmini değerler

2008 yılının son çeyreğinden itibaren likidite darlığı, ekonomik durgunluk, hammadde ve enerji fiyatlarındaki düşüşle birlikte dünya enflasyon oranları düşüş trendine girdi. 2009'un başına geldiğinde küresel talepteki azalma nedeniyle, enflasyon tehlikesi yerini deflasyon endişesine bıraktı. Ancak ikinci çeyrekte görülen iyileşme endişeleri biraz olsun giderdi. IMF 2009 Ekim raporunda gelişmekte olan ÷lkelerde finans ve bankacılık sisteminin kırılğanlığının sürdüğü buna rağmen canlanma sürecine girildiği belirtildi. Raporun yaklaşımına göre dünya genelinde toparlanma yavaş olacaktır.²⁷²

²⁷¹ Philip Suttle, s.2-5

²⁷²IMF, Global Financial Stability Report, Navigating the Financial Challenges Ahead, World Economic and Financial Surveys, October 2009 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/chap1.pdf> (01.12.2009), s. 2-5.

4.2.3. Krizin Avrupa Birliği Ülkeleri Üzerindeki Etkileri

Amerikada başlayan kriz Avrupa bölgesini kısa sürede etkisi altına aldı. Finansal sistem büyük bir tahribata uğradı. Gelişmelerden ekonomik faaliyetler de aynı ölçüde olumsuz etkilendi. Bankalar zararları büyük boyutlara ulaşınca verdikleri kredileri kısıtılar ve gelişmekte olan ülkelerle ilişkilerini azaltmaya başladılar. Hane halkı kredi piyasasındaki daralma, varlık fiyatlarındaki düşüş ve gelirlerindeki azalma dolayısıyla harcamalarını kısıtılar. Üreticilerin stoklarında yığılmalar başlayınca üretim hızla düştü. Buna küresel ölçekte dış ticaret daralmaları ilave edilince Avrupa Birliği ülkelerinin ihracat gelirleri azaldı. Kartopu etkisiye kriz gelişmekte olan Avrupa ülkelerine yayıldı.²⁷³

Avrupa Birliği ülkeleri krizden etkilenme biçim ve dereceleri bakımından üç grupta toplanabilir. İlki konut fiyatları aşırı değerlenmiş ve inşaat sektörü çok büyümüş ülkelerdir. Bunlar İngiltere, Fransa, İrlanda, İspanya ve Baltık Cumhuriyetleridir. Ekonominin konut sektörüne bağımlılığı arttıkça konut fiyatlarındaki artış tüketim artışını belirledi ve iç talep giderek finansal şoklara duyarlı hale geldi.

İkinci grup, ihracatı yüksek ve cari fazla veren Almanya, Avusturya, Hollanda gibi ülkelerdir. Dünya ticaretindeki keskin düşüşten ve finansal varlık piyasalarındaki çöküşten çok etkilendiler. Cari açık veren ülkeler (Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri) ise sermaye girişlerindeki düşüş dolayısıyla finansman güçlüğüne düşerek IMF, Dünya Bankası ve AB'ye başvurdular.

Üçüncüsü ise finansal sektörleri büyük ölçüde riskli yatırımlara yönelmiş ülkelerdir. İngiltere İrlanda ve Lüksemburg gibi konut finansman merkezlerine dönüşen ülkeler finansal türbülansa maruz kaldılar. Ayrıca orta ve doğu Avrupa ülkelerine yönelik sınır ötesi bankacılık faaliyetleri yapan bankalar krizden şiddetle etkilendiler. Gelişmekte olan pazar riskinin yoğunlaştığı ülkeler; Baltık ekonomilerine yönelen Avusturya, Belçika ve İsveçtir.

²⁷³ European Comission, "Economic Crisis In Europe: Causes, Consequences And Responses, European Economy 7|2009", *European Commission Directorate-General For Economic And Financial Affairs*, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf s.24-30 (24.08.2010)

AB Merkez Bankası zor durumda kalan bankalara destek olmak amacıyla ilk olarak faiz oranlarını tarihinin en düşük düzeyine indirdi. Likidite sıkışıklığını gidermek üzere likidite kolaylığı sağladı. Buna rağmen bankaların reel sektöre yönelik kredileri azalmaya devam etti. Bankaların sermaye kayıpları çok büyüktü. Hükümetler toksik kağıtları (tahsili mümkün olmayan alacak senetleri) nakit yada sağlam kamu senetleri ile değiştirdi. Kamu harcamaları arttırılarak krize karşı önlemler alınmaya çalışıldı.

Ne var ki alınan önlemler kriz sonrası dönem için yüksek kamu borçları sorununu beraberinde getirdi. Krizin etkilerinin silinmesi zaman alacağı için faiz oranlarının arttırılması ve kamu harcamalarının bir anda kısılması pek mümkün değildi. Bu koşullar borç sorununun önümüzdeki dönemlerde AB ülkeleri için daha çok gündemi oluşturacağı sonucunu doğurmaktadır. Özellikle PIIGS adı verilen ve Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'dan oluşan Euro bölgesi ülkelerinin son dönemde verdikleri yüksek bütçe açıkları ve borçluluk oranları endişe verici boyuttadır. Bu durum Avrupa bankacılık sisteminin tümünü ve Euro'nun istikrarını tehdit eder hale geldi. 2010 yılı Mayıs ayında Euro bölgesi liderleri mali açıdan zorda olan ülkelere gerektiğinde destek olmak amacıyla 750 milyar Euro kaynak ayrılmasını kararlaştırarak borç sorununun yayılmasına, bölgenin ve Euro'nun istikrarına tehdit oluşturmasına karşı önlemler aldılar. Başta risk düzeyi yüksek ülkeler olmak üzere tüm bölge ülkelerinin mali disiplini sağlamak için sıkılaştırıcı tedbirlerle yapısal reformlara hız vermelerini istediler. Euro bölgesinin istikrarı için Avrupa Merkez Bankası'nın alacağı tedbirlere destek verdiler.²⁷⁴

Bu dönemde dikkat çeken bir gelişme fiyat istikrarına odaklanan para otoritelerinin, kredi büyümesi ve artan varlık fiyatlarına karşı önlem almada yetersiz kalmaları ve küresel krizle mücadelede etkisiz olmalarıdır. Buna finansal kuruluşların dayanıklılığını esas alan mikro politikaların sistemin genelini etkileyecek riskleri önlenemeyemedikleri ilave edilmelidir. Yeni dönemde risklere karşı mikro politikaların tamamlayıcısı olarak makro politikalar öne çıktı. Piyasa katılımcıları piyasa göstergelerinin iyi dönemlerinde aşırı risk alma, sorunlu dönemlerde ise riskten aşırı kaçınma eğilimi gösteriyorlardı. Makro politikalarla her iki dönem için risk almayı

²⁷⁴ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010 Sayı:10, <http://www.tcmb.gov.tr> , s.1-9

dengeleyici tedbirler alındı. Ayrıca riskin kaynağını oluşturan kuruluşlar belirlenerek ilave tedbirler getirildi. Kredi piyasalarına yönelik tedbirler yaygın olarak kullanıldı. Bir çok ülkede kredilere vergi-benzeri kesintiler ve dinamik karşılık, belli sektörlerde kredi kısıtlamaları, kredi kartı gibi enstrümanlar için risk ağırlıkları artırılarak ilave sermaye şartı getirildi. Finansal kuruluşlara ek sermaye yükümlülükleri, bankalararası risklerin kısıtlanması, risk esaslı mevduat sigorta primleri, kâr dağıtımına kısıtlama, kredi-mevduat oranına sınırlama, kur riski sınırlamaları alınan kurumsal önlemler arasında yer aldı.²⁷⁵

Tablo 4.3
Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri (milyar \$)

	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011
Reel Milli Gelir Artışı	2,8	2,8	0,5	-3,3	2,7	2,8
ABD	3,2	2,1	0,4	-2,4	3,2	3,2
Euro Bölgesi	2,3	2,7	0,5	-4,1	1,2	1,8
Japonya	1,1	2,4	-1,2	-5,2	3,0	2,0
Ürün Açığı¹	0,2	1,4	-0,3	-5,1	-3,8	-2,6
İşsizlik Oranı²	6,5	5,6	6,0	8,1	8,5	8,2
Enflasyon³	2,8	2,3	3,2	0,6	1,6	1,3
Mali Denge⁴	-2,1	-1,2	-3,3	-7,9	-7,8	-6,7
Dünya Ticaret Artışı	7,1	7,3	3,2	-11,0	10,6	8,4
Dünya Reel Milli Gelir Artışı⁵	3,7	5,1	2,8	-0,9	4,6	4,5

1. Potansiyel GSYİH Yüzde.

2. İşgücünün Yüzdesi

3. Özel tüketim deflatörü. -Yıl Yıl artış; son 3 sütuna bir yıl önce üzerinde artış göstermektedir.

4. GSYİH'nın Yüzdesi.

5. Satın alma gücü paritesi kullanılarak nominal GSYİH ağırlıkları taşıma.

Kaynak: OECD, <http://www.oecd.org/dataoecd/36/57/43117724.pdf>

2010 yılında yeniden kırılma riskiyle birlikte küresel toparlanma devam etti. Gelişmekte olan Asya ve Latin Amerika ülkeleri iç talebin ve ticari faaliyetlerdeki canlanmanın etkisiyle güçlü bir toparlanma sürecine girdiler. Amerika Birleşik Devletleri ve Japonya'da tüketicilere, iş dünyasına ve finansal piyasalara güven geldikçe toparlanmaya öncülük etmeye başladılar. Avrupa Birliği Ülkelerinde krizden en çok etkilenen bölgelerde krizden sonra ilk kez 2010 yılı içinde toparlanma görüldü. Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri (EU10) 2009 yılında %2,1'lik negatif büyümeden sonra, 2010 ilk çeyreğinde %0,8'lik pozitif bir büyümeyi gerçekleştirdiler. Aynı şekilde EU15 bölgesinde ise 2009'da %1,9 oranında negative büyüme, 2010 ilk çeyreğinde ise %0,6

²⁷⁵ Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010 Sayı:10, s. 9-11

ile az da olsa pozitif bir büyüme sağlandı. Ancak finansal piyasalardaki volatilité ve işsizlik sorunu bir süre daha sürecektir gibi gözükmektedir. Bu durum sermaye hareketlerini ve bankacılık sektörünün kredi verme isteğini olumsuz etkileyecektir. İşsizlik oranlarında iyileşme 2011'den itibaren beklenmektedir.²⁷⁶

²⁷⁶ The World Bank, EU10 Regular Economic Report, July 2010, http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resources/258598-1256755672295/EU10_RER_July_2010.pdf (25.08.2010), s.2

5. YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ VE AVRUPA BİRLİĞİ SÜRECİNDEKİ TÜRKİYE

5.1. Türkiye Avrupa Birliği İlişkileri

5.1.1. Türkiye AB İlişkilerinin Kronolojisi

Türkiye 31 Temmuz 1959'da, AET'ye ortaklık için başvuru yaptı. 12 Eylül 1963 tarihinde Türkiye ile AET'yi Gümrük Birliğine götürecektir ve tam üyeliği sağlayacak olan Ortaklık Anlaşması (Ankara Anlaşması) imzalandı. Entegrasyon sürecinin aşamalarından biri olan Gümrük Birliği sürecini başlatmak üzere 23 Kasım 1970 tarihinde Brüksel'de Katma Protokol imzalandı. İki taraf arasında karşılıklı görüşmeler 1987 yılında kadar devam etti.

14 Nisan 1987 tarihinde Türkiye, AT'ye, Roma Antlaşması'nın 237'nci, Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu Antlaşması'nın 98'nci ve EURATOM Antlaşması'nın 205'nci maddelerine istinaden tam üyelik başvurusunda bulundu.* AT Komisyonu, Türkiye'nin tam üyelik başvurusu konusundaki "Görüş" ünde (Avis), Topluluğun, kendi iç pazarını tamamlayabilme sürecinden önce (1992) yeni bir üyeyi kabul edemeyeceği ve Türkiye'nin katılmadan önce, ekonomik, sosyal ve siyasal alanda gelişmesine ihtiyaç duyulduğu hususlarına yer verdi.²⁷⁷

Her ne kadar Avrupa Topluluğu Türkiye'nin 1989 yılında Türkiye'nin tam üyelik başvurusuna olumlu cevap vermese de ilişkiler sürdü ve Türkiye 1.1.1996 tarihinden başlamak üzere Gümrük Birliğine girdi. Böylece AB ile bütünleşmesinde 22 yıl süren Geçiş Dönemi tamamlanarak tam üyelik aşamasına geçilmiş oldu. Tam üyelik aşamasına geçiş için gerekli olan katılım ortaklığı belgesi 8 Mart 2001 tarihinde AB Bakanlar Konseyi tarafından kabul edildi. 16-17 Aralık 2004 tarihinde Brüksel'de

* Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu Antlaşması, Roma Antlaşması ve EURATOM anlaşması Avrupa Ekonomik Topluluğunu Kuran Anlaşmalardır.

²⁷⁷ DTM, Türkiye AB İlişkileri, Türkiye AB İlişkilerinin Kronolojisi, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/AB/ABKurumsalDb/Kronoloji.doc> (08.06.2008)

gerçekleştirilen Avrupa Konseyi Zirve Toplantısında ülkemiz ile üyelik müzakerelerinin 3 Ekim 2005 tarihinde başlatılması kararlaştırıldı.²⁷⁸

5.1.2. Avrupa Birliği Süreci ve Sermaye Hareketleri

Avrupa Birliğinin oluşumunda esas alınan temel kriterler mal ve hizmetlerin, emeğin ve sermayenin birlik içinde serbest dolaşımıdır. O nedenle sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi Avrupa Birliği müktesabatında düzenlenen bir konudur. Nitekim Lizbon Zirvesinde aldığı kararla 2010 yılına kadar dünyanın en rekabetçi bölgesi olmayı amaçlayan Avrupa Birliği için finansal entegrasyon en önemli hedeflerden biri haline gelmiştir.²⁷⁹ Aday ülkelerin yerine getirmesi gereken kriterler arasında da yerini almıştır. Tüm aday ülkeler AB'ye giriş sürecinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik olarak Kopenhag ve Masricht Kriterlerini yerine getirmek ve AB müktesabatını yüklenmek zorundadırlar. Belirtilen kriterlerin gerçekleştirilmesi ve iç mevzuatın müktesabatla uyumlu hale getirilmesi ekonomik istikrarın sağlanması ve yabancı sermayenin teşviki için önemlidir. Türkiye bu kriterlerin büyük bir kısmını gerçekleştirmekle kalmayıp yabancı sermaye mevzuatını Avrupa Birliği ile büyük ölçüde uyumlu hale getirmiştir.²⁸⁰ 19 Aralık 2008 tarihinde AB ile "Sermayenin serbestleştirilmesi faslı"nı müzakereye açmış, müzakere sürecinin tamamlanması için gerekli çalışmaları başlatmıştır.²⁸¹

5.1.2.1 Kopenhag kriterleri

Avrupa Birliği üyesi olabilmek için aday ülkelerin gerçekleştirecekleri temel kriterlerdir. Tüm aday ülkeler yapılarını bu kriterlerle uyumlulaştırmakla yükümlüdür.

²⁷⁸ DTM, Türkiye AB İlişkileri, Türkiye AB İlişkilerinin Kronolojisi, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/AB/ABKurumsalDb/Kronoloji.doc> (08.06.2008)

²⁷⁹ Mehmet Akif İçke, Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinin, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Odaklı Finans Sistemi Ayrımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2004/2.pdf>, (11.06.2008), s. 17-18

²⁸⁰ Mehmet Onaner, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Mevzuatı ve Yatırımları", *Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye*, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabserm.doc> (09.06.2008), s.39

²⁸¹ European Commission, Internal Market, The external dimension, News http://www.delcan.ec.europa.eu/en/press_and_information/press_releases/2009/09PR005.shtml

Ekonomik kriter:²⁸²

- İşleyen bir Pazar ekonomisinin varlığı
- Pazar güçleriyle ve rekabet baskısıyla başa çıkabilecek yeterli bir kapasitenin varlığı gereklidir.

Avrupa Birliği 1999 Ağustos depreminden sonra, Türkiye'ye aday ülke statüsü tanıdı. Helsinki Zirvesinde, bu kriterler çerçevesinde Türkiye'nin değerlendirilmesi yapıldı. Komisyonun hazırladığı ilerleme raporunda Türkiye'nin Pazar ekonomisinin birçok özelliğine sahip olduğu teyit edildi. Ticari anlaşmaları değerlendirilerek, büyük ölçüde liberalleşme sürecini tamamladığı, fiyatların belirlenmesinde pazar güçlerinin etkili olduğu yabancı sermaye yatırımları için gerekli düzenlemeleri yaptığı tespit edildi.²⁸³ Sonraki yıllarda hazırlanan raporlarda da bu alandaki gelişmeler teyit edildi.

İlerleme raporlarında 2006 yılı için yapılan özelleştirmelerin başarısına dikkat çekilerek, özelleştirme gelirlerinin GSYİH'nın %2,8'ine ulaştığı belirtildi. Sonraki yıllarda özelleştirmeler konusunda bazı ilerlemelerin olduğu ve piyasa güçlerinin etkileşiminin sürdüğü değerlendirildi. Bankacılık sektörüne yabancıların katılması ve bunun finansal piyasalarda rekabeti arttırması, mali arabuluculuğun gelişmesi, yurtiçi kredilerin yükselmesi, borsanın büyümesi, mali sektöre yönelik denetimin arttırılması gibi konular olumlu değerlendirmelerdi. Ancak ticari mahkemelerin yavaş işleminin ve alınan kararların çıkardığı güçlüklerin yerli ve yabancı yatırımcıları kötü etkilemesi de raporlarda yerini aldı.²⁸⁴ Yeni mevzuatın pazara girişi olumlu yönde etkilemesi, pazardan çıkış engellerinin sürmesi, bazı sektörlerde yabancıların taşınmaz edinmesine yönelik sınırlamaların devamı raporlardaki diğer konulardı.²⁸⁵

²⁸² Selin Dilekli, Kadriye Yeşilkaya, Maastricht Kriterleri, *Avrupa Birliği ile İlişkiler Genel Müdürlüğü*, Aralık 2002, www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/2976/kriter.pdf (11.06.2008), s. 2-5

²⁸³ Commission Of The European Communities, Regular Report, 1999, http://ec.europa.eu/enlargement/archives/pdf/key_documents/1999/turkey_en.pdf (05.06.2008), s. 22-25

²⁸⁴ Commission Of The European Communities, "Turkey 2006 Progress Report", s. 26-31 http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2006/nov/tr_sec_1390_en.pdf (13.06.2008),

²⁸⁵ Commission Of The European Communities, "Turkey 2009 Progress Report", Brussels, 14.10.2009 http://www.ihb.gov.tr/english/turkey_progress_report_2009.pdf (05.06.2010) s.35-37

2009 yılı değerlendirmelerinde hükümetin “Katılım Öncesi Ekonomik Program” ve “Orta Vadeli Plan” hazırlayarak komisyona sunduğu ve orta vadeli planın küresel kriz şartlarına uygun olduğu belirtildi.

Makro ekonomik istikrar açısından yapılan değerlendirme ile Türkiye'nin küresel krizden önemli ölçüde etkilendiği saptandı. İç ve dış talepteki daralma dolayısıyla 2009 yılında bir küçülme olduğu gözlemlendi. Olumlu gelişme ise ithalatın düşmesi ve dış açıkların daralması, kriz koşullarına rağmen kamu ve özel kesimin finansman gücünün çekmemesidir. İstihdam alanında ise giderek artan daralmaya dikkat çekildi. Krize karşı alınan önlemlerin mali disiplin üzerindeki etkisinin sonraki dönemlerde olumsuz olabileceği ve makro ekonomik istikrarın daha güçlü mali çözümlerin olmaması nedeniyle zayıf kalabileceği değerlendirildi.²⁸⁶

5.1.2.2. Maastricht Kriterleri

7 Şubat 1992 tarihinde, Hollanda'nın Maastricht kentinde imzalanarak 1 Kasım 1993'te yürürlüğe girdi. Ekonomik ve Parasal Birliğin (EPB) aşamaları, bu aşamalarda izlenecek ekonomik ve parasal politikalar ve bu politikaların uygulanması için gerekli kurumsal değişiklikleri ayrıntılı olarak düzenledi. Bu düzenlemelerle üye ülke ekonomileri arasındaki farklılıkların giderilebilmesi amacıyla, bazı makro büyüklükler açısından yaklaşma kriterleri tespit edildi ve bunlara uyulmaması durumunda uygulanacak yaptırımlar belirlendi. Söz konusu kriterler şu şekilde sıralanmıştır.²⁸⁷

- Toplulukta fiyat istikrarı bakımından en iyi performansa sahip üç ülkenin yıllık enflasyon oranları ortalaması ile bir üye ülkenin enflasyon oranı arasındaki fark 1,5 puanı geçmemelidir.²⁸⁸
- Üye ülkelerin kamu açıkları / GSYİH oranları %3'ü geçmemelidir.²⁸⁹

²⁸⁶ Turkey 2009 Progress Report, s.33-36

²⁸⁷ Selin Dilekli, Kadriye Yeşilkaya, Maastricht Kriterleri, www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/2976/kriter.pdf s.1-18 (13.06.2008)

²⁸⁸ Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma, m. 121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121'inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol, m. 1

²⁸⁹ Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma m.121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121'inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol m. 2; Selin Dilekli, Kadriye Yeşilkaya, Maastricht Kriterleri, Aşırı Kamu Açığı Prosedürüne İlişkin Protokol, Avrupa Birliği İle İlişkiler Genel Müdürlüğü Aralık 2002, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/maastricht/dilekcli/kriter.pdf> (13.06.2008)

- Üye devletlerin kamu borçlarının GSYİH'larına oranı %60'ı geçmemelidir.²⁹⁰
- Üye ülkelerde uygulanan uzun vadeli faiz oranları, 12 aylık dönem itibarıyla, fiyat istikrarı bakımından en iyi performansa sahip 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla aşmamalıdır.²⁹¹
- Son 2 yıl itibarıyla, bir üye ülkenin para birimi, diğer bir üye ülkenin para birimi karşısında devalüe edilmemiş olmalıdır.²⁹²

Tablo 5.1.

EURO alanı için Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi, Türkiye için TÜFE

ÜLKELER	Enflasyon	Devlet Borçlanma Gereği*	Toplam Kamu Borç Stoku*
İngiltere	1,9	-2,7	46,0
Fransa	1,8	-1,9	63,8
İtalya	2,5	-1,1	109,4
Almanya	1,8	3,6	67,9
Hollanda	1,5	-0,3	52,9
Türkiye	7,7	-11,4	48,7

Kaynak: World ekonomik Outlook, 2007, Economic Prospects And Policy Issues, <http://www.internationalmonetaryfund.com/external/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/c1.pdf>

*Cari fiyatlarla GSYİH'ye oranı

Maasricht Kriterleri açısından Türkiye'nin durumuna bakıldığında henüz ortalama değerleri tutturamadığı görülmektedir. Ancak ülke ekonomisinin son yıllarda göstermiş olduğu performansa bakılırsa orta vadede bu konuda bir başarı elde edileceği açıktır. Daha şimdiden toplam borç stoku bakımından Avrupa Birliği ortalamasının altına düşülmüştür. İlerleme raporlarında mali disiplinin devamı, bütçede verilen faiz dışı fazla ve toplam borç stokunun GSYİH'ya oranındaki düşüş konusunda 2008 yılına kadar süreç için bir başarıdan söz edilmektedir.²⁹³ Ancak küresel krizin etkisiyle 2009 yılında verilen açıklardan sonra mali disiplin konusunda endişeler oluşmuştur.

²⁹⁰ Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma m. 121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121'inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol m. 2; Aşırı Kamu Açığı Prosedürüne İlişkin Protokol, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/maastricht/dileklis/kriter.pdf> (15.06.2008),

²⁹¹ Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma m. 121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121'inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol m. 4. <http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/maastricht/dileklis/kriter.pdf> (15.06.2008),

²⁹² Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma m. 121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121'inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol m. 3 <http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/maastricht/dileklis/kriter.pdf> (15.06.2008)

²⁹³ Türkiye 2006 İlerleme Raporu (Com(2006) 649 Nihai), Avrupa Komisyonu Brüksel, 8 Kasım 2006

5.1.2.3. AB Müktesebatının Üstlenilmesine

Türk mevzuatı genel olarak AB mevzuatı ile sermayenin serbest dolaşımı konusunda uyumlu haldedir. Yapılacak bazı düzenlemelerle az da olsa bazı farklılıkların tamamen giderilmesi hedeflenmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında eşit muamele prensibi benimsenmiş olup bazı istisnalar hariç sermaye girişine sınırlama getirilmemiştir. İstisnai alanlar ise şunlardır: Radyo ve Televizyon sektörüne yapılacak yabancı sermaye yatırımlarında yabancı payı % 25 ile sınırlandırılmıştır.²⁹⁴ Ayrıca 815 sayılı Türkiye Sahillerinde Nakliyatı Bahriye (Kabotaj) ve Limanlarla Kara Suları Dahilinde İcrayı Sanat ve Ticaret Hakkında Kanun, 2920 sayılı Türk Sivil Havacılık Kanunu, 1380 sayılı Su Ürünleri Kanunu, 406 sayılı Telgraf ve Telefon Kanunu gibi mevzuatlarda yabancı yatırım kısıtlanmış; 3213 sayılı Maden Kanunu, 2872 sayılı Çevre Kanunu ve 2634 sayılı Turizmi Teşvik Kanunu gibi bazı mevzuatta ise izin alma zorunluluğu öngörülmüştür. Sektörel bazda yapılacak yatırımlar için genel olarak bir sınırlama getirilmemekle birlikte, emlak alanında bazı sınırlamalar mevcuttur. Ayrıca, mali sektöre, petrol ve madencilik sektörüne yapılan yatırımlar izine tabidir.²⁹⁵ Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye’de, şirket kurmaları, şube ve irtibat bürosu açmaları dışında, ticari faaliyette bulunmaları ve adi ortaklık tesis etmeleri (uluslararası ihaleler için oluşturulan adi ortaklıklar hariç), Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında yerleşik kredi kartı kuruluşları ile lisans ve temsilcilik sözleşmeleri yapmaları bakanlığın iznine tabidir.²⁹⁶ Lisans, know-how, teknik yardım ve yönetim anlaşmalarının kabulü için Hazine Müsteşarlığına tescil şartı getirilmiştir. Yurt dışından temin edilecek prefinansman kredilerine 18 ayı geçmeyecek şekilde vade sınırı getirilmiştir. Şirket kurma, sermaye

Sec (2006) 1390 <http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/maastricht/dilekcli/kriter.pdf>
http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2006/nov/tr_sec_1390_en.pdf (15.06.2008), s. 26–31

²⁹⁴ Radyo ve Televizyon Kuruluşu ve Yayıncılığı hakkındaki 3984 sayılı Kanun, Kabul Tarihi:

13/4/1994, Yayımlandığı tarih: 20/4/1994 Sayı : 21911, Beşinci Bölüm, Madde 29

2920 sayılı Sivil Havacılık Kanunu, Kabul Tarihi: 14/10/1983 Yayımlandığı Resmi Gazete Tarihi:

19/10/1983, Yayımlandığı Resmi Gazete Sayısı: 18196

²⁹⁵ Petrol Yasası, Kanun No: 6326, Kabul tarihi : 07.03.1954, Yayımlı tarihi : 16.03.1954 , Birinci Kısım, 5. Bölüm, Madde 12

²⁹⁶ Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı Resmi Gazete Tarihi: 23 Temmuz 1995 Resmi Gazete Numarası:

22352 Karar Sayısı: 95/6990, Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı Hakkında Tebliğ (Sayı:2)

Resmi Gazete Tarihi: 24 Ağustos 1995 Resmi Gazete Numarası: 22384,

artırımı veya hisse satın alımı gibi amaçlarla yurtdışından getirilen döviz (efektif dâhil), döviz tevdiat hesaplarında bloke edilebilmektedir.²⁹⁷

Diğer sermaye hareketleri konusunda iç mevzuat düzenlemeleri birkaç istisna hariç, AB ile uyumlu hale getirilmiştir.

Avrupa Birliğine giriş sürecinin tamamlanması için müzakere sürecine açılması gereken 35 fasıldan biri sermaye hareketlerinin serbestliğidir. Türkiye, bu fasılın müzakerelere açılması için Komisyon'a sermaye hareketleri, ödemeler ve karapara aklamanın önlenmesi alanlarında eylem planları sunmuştur. 19 Aralık 2008 tarihinde açılan fasıl henüz kapatılmamış olmakla birlikte sözkonusu fasılda yer alan maddeler şunlardır:

- Sermaye hareketleri ve ödemelerde AB müktesebatına uyum ve uygulamada ciddi ilerleme kaydedilmesi,
- AB ülkelerindeki gerçek ve tüzel kişilerin Türkiye'de gayrimenkul edinmelerinin aşamalı olarak serbestleştirilmesine ilişkin bir takvim ve Eylem Planı sunulması ve uygulamada aşama kaydedilmesi,
- Müsadere dâhil olmak üzere, kara para aklama ile mücadelede, AB müktesebatı ve Mali Eylem Görev Gücü'nün tavsiyelerine uyumda ilerleme sağlanması,
- Bu alanda mevzuatın uygulanması için yeterli idari kapasitenin oluşturulması.

2009 Yılında Komisyon tarafından hazırlanan ilerleme raporunda bu fasla ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır. Rapora göre sermayenin serbest dolaşımı alanında bir miktar ilerleme olmuştur.²⁹⁸

Yapılan düzenlemelerle finans kuruluşlarının yabancı döviz işlemleri yapmaları, tüm döviz kurlarında bankada mevduat hesabı açabilmelerine izin verildi. Ticari işlemlere ilişkin kredilerin kuralları hakkında ilave bir rahatlama oldu. Sigorta şirketlerinin teknik

²⁹⁷ AB Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/ulusalpr/3-5.pdf> (19.06.2008)

²⁹⁸ Commission Staff Working Document, Turkey 2009 Progress Report, Brussels, 2009, http://www.ihb.gov.tr/english/turkey_progress_report_2009.pdf s.43-45

rezervlerine uygulanan iç varlık tutma şartı kolaylaştırıldı. Yabancı para birimi kredilerine ilişkin düzenlemeler yapıldı ve şirketlere yerli bankalardan vade ve miktar kısıtlaması olmaksızın yabancı para birimiyle kredi alma izni verildi. Ancak, Türkiye, gerçek kişilerin dövizle endeksli kredi çekme haklarını kaldırdı.²⁹⁹

Yabancıların gayrimenkul edinimiyle ilgili Türk mevzuatı Avrupa Topluluğu'nu kuran Antlaşma'nın 56. maddesiyle uyumsuzdur. Türkiye yeni düzenlemelerle yabancı sermayeli şirketlerin gayrimenkul edinimine ilave kısıtlamalar getirmiştir.³⁰⁰

AB menşeli doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki kısıtlamalar sürmektedir. Radyo ve televizyon yayıncılığı, enerji, ulaştırma ve eğitim gibi alanlardaki sektörel yatırım kısıtlamaları devam etmektedir. Ödemeler sistemi mevzuatınının AB müktesebatı ile uyumu için küçük bir düzenleme yapılmıştır. Bankaların Türk Lirasıyla yaptığı ulusal ödemelerde ve Avro ile yaptığı sınır-ötesi transferlerde IBAN (uluslararası banka hesap numarası) kullanması şartı getirilmiştir.³⁰¹

Karapara aklamanın ve terörizmin finansmanının önlenmesi alanlarında ilerleme düzensiz olmuştur. Bu konuda Türkiye'nin idari ve icra kapasitesi henüz yeterli değildir.³⁰²

5.1.3. Türkiye AB Ticari İlişkileri ve Sermaye Hareketleri

Türkiye'nin dış ticaretinin önemli bir kısmı Tablo 5.2 de görüldüğü gibi AB ülkeleriyledir. Türkiye'nin AB ülkeleri ile olan ticaret hacmi 2008 yılı itibariyle toplam ticaret hacminin %43'ü kadardır. Toplam ithalatında AB'nin payı %38 iken toplam ihracatında %48'dir. Türkiye'nin 2002 yılında AB'ye olan ihracatı 27,7 milyar dolar ve ithalatı 67,2 milyar dolar ile ihracatın iki katı kadardır. 2008 yılına kadar bu açık giderek daralmıştır. 2008 yılı itibariyle ihracat 139 milyar dolar iken ithalat 164,2 milyar dolardır. İki taraf arasındaki ticaret hacmi 2002 yılında yaklaşık olarak 100 milyar iken 2008 yılında bu rakam 300 milyar dolar civarına ulaşmıştır. Ticaret hacminin ticaret dengesini iyileştirici şekilde artması iki taraf arasındaki ilişkinin sağlıklı bir şekilde geliştiğinin bir göstergesidir. Tüm bu gelişmeler gösteriyor ki iktisadi açıdan

²⁹⁹ Turkey 2009 Progress Report, s.44

³⁰⁰ Turkey 2009 Progress Report, s.45

³⁰¹ Turkey 2009 Progress Report, s.46

³⁰² Commission Staff Working Document, Turkey 2009, s.45

Türkiye ve Avrupa Birliği önemli ölçüde bağımlı hale gelmişlerdir. Bunun yanı sıra AB bütünleşme sürecinin de etkisiyle iki taraf arasındaki ilişkiler çok boyutlu olarak gelişimini hızla sürdürmüştür.

Tablo 5.2.
Türkiye'nin Dış Ticareti ve AB'nin Payı (Milyon \$)

Genel							
Yıl	İhracat	Değ (%)	İthalat	Değ (%)	İhr/İth	Hacim	Değ (%)
2000	27,775		67,27		0,41	95,045	
2001	31,342	0,11	64,85	-0,04	0,48	96,192	0,01
2002	36,059	0,13	67,45	0,04	0,53	103,509	0,07
2003	47,252	0,24	78,65	0,14	0,60	125,902	0,18
2004	63,12	0,25	95,71	0,18	0,66	158,83	0,21
2005	73,476	0,14	108,57	0,12	0,68	182,046	0,13
2006	85,535	0,14	124,3	0,13	0,69	209,835	0,13
2007	107,272	0,20	142,73	0,13	0,75	250,002	0,16
2008	132,027	0,19	164,22	0,13	0,80	296,247	0,16
Avrupa Birliği							
Yıl	İhracat	Değ (%)	İthalat	Değ (%)	İhr/İth	Hacim	Değ (%)
2000	15,66		25,8		0,61	41,46	
2001	17,54	0,11	25,49	-0,01	0,69	43,03	0,04
2002	20,41	0,14	26,72	0,05	0,76	47,13	0,09
2003	27,39	0,25	32,14	0,17	0,85	59,53	0,21
2004	36,58	0,25	38,55	0,17	0,95	75,13	0,21
2005	41,37	0,12	42,22	0,09	0,98	83,59	0,10
2006	47,94	0,14	48,3	0,13	0,99	96,24	0,13
2007	60,4	0,21	56,03	0,14	1,08	116,43	0,17
2008	63,39	0,05	62,56	0,10	1,01	125,95	0,08

Kaynak: DTM, İstatistikler

İhracatın ithalatı karşılama oranı giderek artan Türkiye güçlenen ekonomisiyle uluslararası yatırımlar için cazip bir ülke haline gelmektedir. AB ile olan yakın ekonomik ilişkiler ve Türkiye'nin son dönemde gösterdiği ekonomik performans Türkiye'ye olan güveni arttırmış ve yabancı sermayenin artan bir şekilde yönelmesine imkân vermiştir.³⁰³

³⁰³ Mireille Sadège, Avrupa Birliği'ni Türkiye'ye Getirmek, Radikal Gazetesi, 10 Mart 2008

Tablo 5. 3.

Türkiye'nin Dış Ticaretinde AB'nin Payı (%)

Yıl	İhracat	İthalat	Hacim	Yıl	İhracat	İthalat	Hacim
2000	0,56	0,38	0,44	2005	0,56	0,39	0,46
2001	0,56	0,39	0,45	2006	0,56	0,39	0,46
2002	0,57	0,40	0,46	2007	0,56	0,39	0,47
2003	0,58	0,41	0,47	2008	0,48	0,38	0,43
2004	0,58	0,40	0,47				

Kaynak: DTM, İstatistikleri

Yatırımların coğrafi dağılımı incelendiği zaman en fazla yatırımın Avrupa ülkelerinden geldiği gözlenmektedir. Türkiye'ye 2005 yılında toplam 14,763 milyar dolar doğrudan yatırım yapılmış olup bunun 11,372 milyar dolarlık kısmını Avrupa ülkeleri gerçekleştirmiştir. Kriz öncesi dönemde Avrupa Birliği ülkelerinden ülkemize yapılan doğrudan yatırımlar daha fazla olup 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 14,574 ve 12,973 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.³⁰⁴

Tablo 5. 4.

Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımları (Milyon ABD Doları)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Toplam Dünya	571	696	1.190	8.535	17.639	19.136	14.763
Avrupa	468	576	1.033	6.652	14.574	12.973	11.372
Efta Ülkeleri	13	11	6	41	75	262	202
Diğer Avrupa Ülkeleri	0	0	0	1.605	10	111	89
Afrika	0	0	0	3	21	5	82
Amerika	9	58	97	122	1.002	4.717	946
Kuzey Amerika	9	58	97	114	969	4.223	886
Orta Amerika	0	0	0	8	32	27	8
Güney Amerika	0	0	0	0	1	467	52
Asya	70	60	60	1.756	1.927	1.405	2.361
Yakın Ve Ortadoğu Ülkeleri	5	1	54	1.678	1.910	608	2.199
Diğer Asya Ülkeleri	65	59	6	78	17	797	162
Okyanusya, Kutup Bölgesi	0	0	0	1	108	26	2
Sınıflandırılmayan	24	2	0	1	7	10	0

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu,

³⁰⁴ TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odmain.html> (02.04.2009)

5.1.4. Avrupa Birliği Sürecinin Getirdiği Belirsizlikler

Avrupa Birliği üyelik sürecinin Türkiye'nin ekonomik istikrarının sağlanmasında, sermaye gereksiniminin karşılanmasında ve uzun dönemli sürdürülebilir büyümesinin gerçekleştirilmesinde bir katkısının olup olmayacağı konusunda endişeler vardır. Bu konudaki ilk eleştiri AB üyelik süreci ile ilgili yapılan çalışmalara ve oluşan tüm beklentilere rağmen üyelik sürecinin kesintiye uğramasıdır. Uzun süren müzakere sürecinde her ne kadar iktisadi kriterler büyük ölçüde gerçekleştirilecek bile olsa siyasi gerekçelerle her an bu sürecin kesintiye uğratılması mümkündür.³⁰⁵ Nitekim Kıbrıs Rum kesiminin sürekli olarak müzakere sürecini durdurma çabaları, AB ülke liderlerinin iç siyasi malzeme yaparak Türkiye'nin üyelik sürecine karşı aldıkları tavırlar ve yine sürekli genişleyen ve birçok ülkeyi bünyesine dahil eden AB'nin Diğer bir eleştiri üyelik için aranan kriterlerin Türkiye'nin koşullarına uymadığı konusundadır. Örneğin Maastricht kriterlerinin borçlanma konusunda getirdiği şartın Türkiye'nin yüksek borç stoku ile uyum sağlayamayacağı söylenmektedir. Ayrıca Maastricht kriterlerine uyum konusunda Birliğin kendi içinde de uyumsuzlukların olduğu ve sorunlar yaşandığı belirtilmektedir.

Bir başka eleştiri konusu da sürdürülebilir bir büyümenin AB üyelik perspektifi çerçevesinde gelen yabancı sermaye ile olacak olmasıdır. Nitekim Türkiye'nin yıllardır büyümesini dayandırdığı sıcak para girişinin teminat altına alınmasının AB çıpasına bağlandığı görülmektedir.³⁰⁶ Büyüme kontrol edilemeyen dışsal faktörlere bıraktığı ve ithalata bağımlılığı artırma ihtimali olduğu için riskli görülmüştür.

³⁰⁵ Murat Ercan, Türkiye –Avrupa Birliği ilişkilerinin Siyasi Yönü ve bugünkü Mevcut Durum, http://www.universite-toplum.org/pdf/pdf_UT_342.pdf s.11-14 (22.06.2008)

³⁰⁶ Sumru Altuğ, “Türkiye’de Büyüme, Yapısal Dönüşüm ve Dış Ekonomik Gelişmeler”, *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları*, Yıl: 1, Sayı: 1, 2006, http://www.uedtp.org.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/dergi/2006_Sonbahar/Sumru%20Altug.pdf, (24.06.2008) s. 8

Son olarak Türkiye'nin ortak kalkınma politikası belirleyeceği AB'nin Amerika Birleşik Devletleri ve Japonya karşısında geri kalmışlığına dikkat çekilmektedir.³⁰⁷

5.2. Türkiye'de Sermaye Hareketleri

Türkiye, 24 Ocak 1980 kararları ile ekonomik liberalizasyon sürecini başlattı. 1989 yılında yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 32 sayılı Kararla kambiyo denetimini kaldırarak sermaye hareketlerini serbestleştirdi.³⁰⁸ Sonraki yıllarda yaptığı öteki düzenlemelerle de sermaye hareketlerini artırma çabasını sürdürdü. Böylelikle dış ticaret hacmi ve Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri arttı. Sermaye hareketleri hem hacim olarak, hem de çeşitlilik olarak arttı. Özellikle portföy yatırımları ile kısa vadeli yatırımlarda büyük bir artış gözlemlendi.³⁰⁹ Doğrudan yatırımlarda ise artış sınırlı düzeyde kaldı ve 90'lı yıllar boyunca yıllık bazda 1 milyar doları aşamadı.³¹⁰

Türkiye'ye gelen yabancı sermaye genel olarak artış eğiliminde olmakla birlikte istisnai olarak azaldığı dönemler oldu. 1991 körfez krizi, 1994 Türkiye ekonomik krizi, 1998 Asya ve Rusya krizleri, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ise sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerdir. 1991 yılında 2.5 milyar dolar, 1994 yılında 4.3 milyar dolar, 1998 yılında ise 840 milyon dolar, 2001 yılında 14.5 milyar dolar civarında sermaye çıkışı olmuştur. Küresel krizin etkisiyle 2008 yılındaki sermaye çıkışı 12 milyar dolardır.³¹¹

³⁰⁷ Yiğidim, Arslan, "Avrupa Birliği Türkiye İçin Çıpa Olabilir Mi? Makro Bir Değerlendirme", *İktisat İşletme Finans*, Mart 2006; 21(238), <http://www.iif.com.tr/index.php/iif/article/view/iif.2006.240.9848> (21.06.2008), s. 36-55

³⁰⁸ İbrahim Örnek, "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63-2, <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/934/11648.pdf>, (06.03.2009), s. 204

³⁰⁹ TCMB, *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Ankara, Mayıs 2002, s.16-39

³¹⁰ Şaban Erdikler, Türkiye'de Yabancı Sermaye Hareketleri, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2004/7.pdf>, (23.06.2008), s. 77-78

³¹¹ TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odmain.html> (06.03.2009)

Tablo 5.5

Ödemeler Dengesi Sermaye Hesabında Yer Alan Sermaye Hareketleri

(Milyon ABD Dolar)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
FİNANS HESABI	9584	-14557	1194	7192	17752	43687	45569	48637	36836
Doğrudan Yatırımlar (Net)	112	2.855	962	1.253	2.024	8.723	19.231	19940	15463
Yurtdışında Doğrudan Yatırım	-870	-497	-175	-499	-859	-1078	-934	-2106	-2.549
Yurtiçinde Doğrudan Yatırım	982	3352	1137	1752	2883	9801	20125	22046	18.012
Portföy Yatırımları (Net)	1.022	-4.515	-593	2.465	8.023	13.437	7.360	3497	-8816
Portföy Hesabı-Varlıklar	-593	-788	-2096	-1386	-1388	-1233	-4042	-2063	-1.276
Portföy Hesabı-Yükümlülükler	1615	-3727	1503	3851	9411	14670	11402	2780	-3.770
Hisse Senetleri	489	-79	-16	905	1427	5669	1939	5138	716
Borç Senetleri	1126	-3648	1519	2946	7984	9001	9463	-2358	-4.486
Diğer Yatırımlar (Net)	11801	-2667	7190	3424	4187	16174	14194	55960	52838
Diğer Yatırımlar-Varlıklar	-1939	-601	-777	-986	-6955	259	12410	-4858	-7374
Merkez Bankası	1	-39	-30	-28	-24	-16	0	2	2
Genel Hükümet									
Bankalar	-1574	233	643	348	-5324	-149	11000	-3394	-9.108
Diğer Sektörler	-366	-795	-1390	-1306	-1607	424	-1410	-1466	1.732
Diğer Yatırımlar-Yükümlülükler	10389	-12296	1602	4460	14660	21268	31428	32838	33793
Merkez Bankası	619	735	1336	497	-209	-787	-1268	-1450	-1.791
Genel Hükümet	117	-1977	-669	-2194	-1163	-2165	-712	82	1.723
Bankalar	3736	-9644	-2016	2846	6564	10524	11703	3735	8.225
Diğer Sektörler	5917	-1410	2951	3311	9468	13696	21705	30471	25.636

Kaynak: Merkez Bankası Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Artan sermaye ihtiyacına karşılık, gelen yabancı sermayenin önemli bir kısmının kısa vadeli borçlar ve portföy yatırımları şeklinde olması, iç ve dış etkenlerin etkisiyle dalgalı bir seyir izlemesi, Türkiye'yi dış şoklara karşı duyarlı hale getirmiştir. Avrupa Birliği ile Türkiye arasında 1996 tarihinden başlamak üzere yürürlüğe giren Gümrük Birliği anlaşması beklenen etkiyi gösterememiş ve 2000'li yıllara kadar yabancı sermaye girişi istenen düzey ve niteliklere ulaşamamıştır. 2000 enflasyonla mücadele istikrar programına göre sabit kur uygulaması 2001 Temmuzuna kadar sürecek ve sonrasında daha esnek bir kur politikasına geçilecekti. Ancak yaşanan ekonomik krizle birlikte kurlar serbest bırakılmak zorunda kaldı ve bir devalüasyon süreci yaşandı. Kriz sonrası dönemde finansal serbestleşmenin devam etmesi, yüksek faiz politikasının sürmesi, likiditenin dünya genelinde bol olması ülkeye yoğun bir sermaye girişine neden oldu.

Ödemeler dengesi sermaye hesabı incelendiği zaman Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç kalemde ele alındığı görülür.

5.2.1. Doğrudan Yatırımlar

1954'de 6224 sayılı Kanun ile dönemin en liberal Yabancı Sermaye Kanununu uygulamaya koyan Türkiye, 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri kapsamında uluslararası sermaye ile ilgili düzenlemeler yaptı. 8/168 sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi 25.1.1980 tarihinde yürürlüğe girdi. Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesi kuruldu ve sonra Devlet Planlama Teşkilatı'na bağlandı. Çerçeve kararları 1986 ve 1992 yıllarında iki kez değiştirildi. 7.6.1995 tarihinde yürürlüğe giren 95/ 6990 sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı ile önemli değişiklikler yapıldı. Ayrıca Türkiye, 57 ülke ile "Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşması", 42 ülke ile "Çifte Vergilendirmeyi Önleme Anlaşması" imzaladı.³¹² 1996 yılında AB ile imzalanan Gümrük Birliği anlaşması ile yabancı sermaye için elverişli bir ortam oluşturuldu. 1999 yılında uluslararası tahkim yürürlüğe girdi³¹³ Son olarak 5 Haziran 2003 tarihinde 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar kanununu kabul edildi. Bu yasa ile doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesi, yatırımcıların haklarının korunması, tanımlamalarda uluslar arası standartlara uyulması, doğrudan yatırımlar için izin yerine bilgilendirme uygulaması ve yatırımları arttırıcı politikalar oluşturulmasına ilişkin esaslar düzenlendi.³¹⁴

Tüm bu gelişmelere rağmen Türkiye'ye gelen yabancı sermaye miktarı 2002 yılına kadar beklenen oranda bir artış göstermemiş, 1990'lı yıllarda ortalama 700 milyon dolar civarında kalmıştır. Bunda ülke içi faktörler etkili olduğu kadar dış faktörlerin de etkisi vardı. Türkiye'de yaşanan ekonomik ve siyasi krizler yabancı sermayenin Türkiye piyasalarına yönelmesinde tereddüt yaşamalarına neden oldu. Ayrıca Türkiye'nin ulaşım, iletişim ve pazarlama konusundaki coğrafi güçlükleri,

³¹² DPT, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu", **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ankara, Mayıs 2000, s.7-8

³¹³ TCMB, 2000, s.52.

³¹⁴ Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, Kabul Tarihi: 5.6.2003, Kanun No: 4875, 17 Haziran 2003 Tarihli Resmi Gazete, Sayı: 25141

komşu ülkelerin kendi aralarında ve Türkiye'nin bu ülkelerle olan ilişkilerinde yaşanan gerginlikler, Avrupa Birliği sürecinde yaşanan belirsizlikler, özelleştirmelerin gecikmesi, yüksek enflasyon oranları, kayıt dışı ekonominin büyük boyutlarda oluşu yabancı sermayenin ülkeye gelişini engelleyen öteki faktörlerdir.³¹⁵ Bu dönemde uluslar arası sermaye Latin Amerika ülkeleri ile teşvik edici politikaları nedeniyle Uzak Doğu Ülkeleri ve Çin'e yöneldi. İki kutuplu uluslar arası sistemin çökmesi ve doğu bloku ülkelerinin serbest piyasa ekonomisini benimsemeleri ve yaptıkları özelleştirmeler, yabancı sermayeyi bu bölgelere çekti.³¹⁶ 4875 sayılı “*Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu*” 17 Haziran 2003 tarihinde yürürlüğe girerek doğrudan yabancı yatırımlar için izin ve onay sistemini kaldırarak yerine bilgilendirme sistemini getirdi. Sonrasında yabancı sermayeli şirket sayısı hızla arttı. Bir önceki yıla göre 2003 yılında yabancı sermayeli şirket sayısındaki artış oranı %88,4 oldu.³¹⁷ Dünya genelinde yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları miktarı 2000–2004 arası dönemde ortalama olarak 840,84 milyar dolardır. Türkiye bunun yıllık ortalama 1,98 milyar dolar kadarını kendine çekebildi.³¹⁸

Tablo 5.6
En Fazla Doğrudan Yatırım Çeken On Ülke ve Türkiye (2002–2004) (Milyar \$)

2002			2003			2004		
Ülke	Yatırım	Sıra	Ülke	Yatırım	Sıra	Ülke	Yatırım	Sıra
Lüksemburg	117,2	1	Lüksemburg	117,2	1	Lüksemburg	117,2	1
ABD	71,3	2	ABD	71,3	2	ABD	71,3	2
Çin	512,7	3	Çin	512,7	3	Çin	512,7	3
Almanya	50,5	4	Almanya	50,5	4	Almanya	50,5	4
Fransa	49,0	5	Fransa	49,0	5	Fransa	49,0	5
İspanya	43,7	6	İspanya	43,7	6	İspanya	43,7	6
İrlanda	29,0	7	İrlanda	29,0	7	İrlanda	29,0	7
Hollanda	25,5	8	Hollanda	25,5	8	Hollanda	25,5	8
İngiltere	24,0	9	İngiltere	24,0	9	İngiltere	24,0	9
Kanada	21,5	10	Kanada	21,5	10	Kanada	21,5	10
Türkiye	1,1	50	Türkiye	1,1	50	Türkiye	1,1	50
Dünya Toplamı	716,1		Dünya Toplamı	716,1		Dünya Toplamı	716,1	

Kaynak: World Investment Report 2005 “Transnational Corporations and the Internationalization of R&D”, UNCTAD

³¹⁵ Onaner, s.39

³¹⁶ Kont, 1998:s. 697

³¹⁷ Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Doğrudan Yabancı Yatırım Raporu**, 2005, s.1

³¹⁸ UNCTAD, “Transnational Corporations and the Internationalization of R&D”, *World Investment Report 2005* http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf (10.03.2009), s.305

Türkiye 2003 yılından itibaren doğrudan yabancı sermaye yatırımları için cazip bir ülke haline gelmeye başladı. Nitekim A.T. Kearney Danışmanlık Şirketi tarafından hazırlanan Doğrudan Yatırım Güven Endeksine göre Türkiye doğrudan yatırım açısından cazip ülkeler sıralamasında 2003 yılında 24 üncü, 2004 yılında 29'uncu ve 2005 yılında ise 13'üncü sırada yer aldı.

Tablo 5.7.

AT Kearney- Uluslararası Doğrudan Yatırım Güven Endeksi ³¹⁹

Sıra	Puan	Yıllar			
		2010	2007	2005	2004
1	1,93	Çin	Çin	Çin	Çin
2	1,67	ABD	Hindistan	Hindistan	ABD
3	1,64	Hindistan	ABD	ABD	Hindistan
4	1,53	Brezilya	İngiltere	İngiltere	İngiltere
5	1,43	Almanya	Hong Kong	Polonya	Almanya
6	1,35	Polonya	Brezilya	Rusya	Fransa
7	1,33	Avustralya	Singapur	Brezilya	Avustralya
8	1,32	Meksika	B.A.E	Avustralya	Hong Kong
9	1,32	Kanada	Rusya	Almanya	İtalya
10	1,32	İngiltere	Almanya	Hong Kong	Japonya

Kaynak: AT Kearney FDI Confidence Index, <http://www.atkearney.com>

*Ülke skorları 0–3 puan aralığında belirlenir. 3 yakınlık, ülkeye yüksek yatırımcı güvenini gösterir.

Sonraki yıllarda ise yatırım cazibesini koruyamayarak sıralamada 2007 yılı için 20'ci 2010 yılı için ise 23'üncü sıraya düştü. Ama yine de 2005'ten itibaren yatırım için en cazip ilk 25 ülke arasındaki varlığını korudu.³²⁰

2005 yılı verileri yatırımcıların Türkiye'ye olan güveninin yükseldiğini göstermektedir. Türkiye'nin bir yandan Avrupa Birliği üyelik sürecini sürdürmesi diğer yandan IMF ile birlikte belirlenen iktisadi politikaları uygulamaya devam etmesi güvenin oluşmasında etkili oldu. Türkiye'nin yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik yapısal reformları, Avrupa Birliği sürecinde yaptığı reformlar ve kriz sonrası iktisadi alanda kaydettiği ilerleme yabancı sermaye için cazip bir ortam oluşturdu.

³¹⁹ AT Kearney FDI Confidence Index, <http://www.atkearney.com> (11.03.2009), Uluslararası Doğrudan Yatırım Güven Endeksi, 33 ülkeden ve 16 sektörden 1.000 büyük şirketin genel müdürleri, finans yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve stratejistleri ile yapılan görüşmeler sonucunda oluşturulan birincil verilerle, uluslararası kuruluşlardan sağlanan ikincil verilerin değerlendirilmesiyle oluşturulmuştur.

³²⁰ AT Kearney, FDI Confidence Index, <http://www.atkearney.com>

Tablo 5.8.

AT Kearney- Uluslar arası Doğrudan Yatırım Endeksinde Türkiye

Yıllar	Sıra	Puan
2010	23	1,21
2007	20	1,58
2005	13	1.13
2004	29	-

Kaynak: AT Kearney FDI Confidence Index, <http://www.atkearney.com>

Türkiye'nin geniş bir pazara, eğitilmiş ve eğitilebilir insan gücüne, iyi bir coğrafi konuma, liberal bir yasal mevzuata sahip olması yabancı sermaye için pozitif özelliklerdi. Bankacılık ve finans sektörü için ilave cazip koşullar oluşmuştu. Basel II anlaşmasının benimsenmesi, serbest döviz kuru sisteminin kabulü, tüketici ve mortgage kredileri için büyük bir potansiyelin bulunması, sektör için etkin bir yasal çerçeve ve denetimin getirilmesi, enflasyon oranlarındaki düşüş, AB ve gelişmiş ülkelere göre yüksek faiz ve getiri imkanı, banka sahipliğine sınırlama getirilmemesi, türk bankalarının parçalı küçük bir yapıya sahip olmaları ve kolaylıkla satın alınabilmeleri söz konusuydu.³²¹ Nitekim son dönemlerde özelleştirme ihalelerine olan yabancı ilgisi, yabancı payının bankacılık ve finans sektöründe giderek artması bunun neticesidir.³²²

Tablo 5.9

1995 – 2000 Dönemi Türkiye'ye Yönelik Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Milyon Doları)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
D.Yatırımlar	885	722	805	940	783	982
Sermaye	885	722	805	940	783	982
Giriş	934	914	852	953	813	1707
Çıkış	-49	-192	-47	-13	-30	-725

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

2000 sonrasında Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlar öncesine göre hızla arttı. 1995 – 2000 döneminde 800 milyon ile 1 milyar dolar arasında seyreden doğrudan yatırımlar, 2000 sonrası dönemde giderek arttı ve 2005 yılında 10 milyar dolar, 2006 yılında ise 20 milyar dolar seviyesine ulaştı.

³²¹ Ahmet Faruk Aysan, Pınar Ceyhan Şanlı, "Globalization of Turkey's Banking Sector: Determinants of Foreign Bank Penetration in Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 15 (2008), <http://www.eurojournals.com/irjfe%2015%20ahmet.pdf> (25.08.2010), s.95-99

³²² Arıman Abdurrahman, "Türkiye'ye Daha Fazla Yabancı Sermaye Çekebilmek İçin İzlenmesi Gerekli Politikalar", *Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye* <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkdahafaz.doc> (25.06.2008)

Tablo 5.10

2001 – 2008 Dönemi Türkiye'ye Yönelik Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Milyon Doları)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Doğrudan Yatırımlar	112	2855	939	1222	2005	8967	19261	19941	15720	6307
Yurtdışında	-870	-497	-143	-480	-780	-1064	-924	-2106	-2549	-1553
Yurtiçinde	982	3352	1082	1702	2785	10031	20185	22047	18269	7860

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları sektörel bazda incelendiğinde en fazla yatırımın hizmetler sektörüne yapıldığı görülür. 2003 yılında 927 milyon dolar olan hizmet sektörü yatırımları 2004 yılında 7,7 milyar dolar oldu. 2006 yılında ise ikiye katlanarak 15,6 milyar dolarlık bir hacme ulaştı. Telekomünikasyon sektöründeki özelleştirmeler ile yabancıların banka alım ve iştirakleri hizmetler sektöründeki yatırım artışlarının en önemli nedeni oldu.

Tablo 5.11

Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımlarının Sektörlere Göre Dağılımı

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TARIM SEKTÖRÜ	0	1	6	7	6	9	41	43
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	0	1	4	5	5	6	23	42
Balıkçılık	0	0	2	2	1	3	18	1
SINAI SEKTÖRLER	165	539	329	829	2.100	5.116	5.151	3.653
Madencilik ve Taşocakçılığı	2	13	73	40	122	337	152	213
İmalat	95	440	190	785	1.866	4.211	3.931	1.713
Elektrik, Gaz, Buhar ve Sıcak Su	68	86	66	4	112	568	1.068	1.727
HİZMETLER SEKTÖRÜ	406	156	855	7.699	15.533	14.012	9.541	2.317
İnşaat	0	8	3	80	222	285	331	277
Ticaret; Motorlu Taşıtlar ve Eşya onarımı	75	58	72	68	1.166	165	2.084	404
Oteller ve Lokantalar	0	4	1	42	23	33	24	48
Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	1	1	639	3.285	6.696	1.117	170	382
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	246	51	69	4.018	6.957	11.662	6.069	497
Gayrimenkul, Kiralama, İş Faaliyet.	0	3	3	29	99	560	656	559
Kamu Yönetimi, Savunma, Sos. Güv.	0	0	0	0	0	0	0	0
Eğitim	0	0	0	17	0	0	0	1
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	4	21	35	74	265	177	149	101
Diğer Sosyal, Kişisel Hizmetler	80	10	33	86	105	13	58	48
TOPLAM	571	696	1.190	8.535	17.639	19.137	14.733	6.013

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo 5.11’de hizmetler sektörü kalemlerinden “Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme” ile “Finansal Aracılık” toplamı 2005 yılında 7,3 milyar dolar, 2006 yılında ise 13,7 milyar dolar düzeyine ulaştı. Sınai sektörlerde ise yatırımlar az da olsa artış gösterdi. 2005 yılında 832 milyon dolar olan sınai yatırımlar 2006 yılında 2,1 milyar dolar rakamına ulaştı.

5.2.2. Portföy Yatırımları

1980’li yıllarda Türkiye’de artan mali açıkların iç borçlanma yoluyla karşılanması özel yatırımların dışlanmasına neden oldu ve kamu finansmanı için yabancı kaynaklara gereksinim duyuldu. Bunun üzerine yabancı sermayeye getirilen kısıtlar kaldırılarak finansal serbestleşme dönemine girildi. Finansal liberalleşme sürecinin başlaması ve bu yönde alınan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Kararla birlikte Portföy yatırımları Türkiye’ye gelmeye başladı. Ekonomik kriz yaşanan dönemlerde önemli oranda çıkış göstermesi nedeniyle portföy yatırımlarının Türkiye’ye giriş ve çıkışı dalgalı bir seyir izledi. 1994 Türkiye ekonomik krizi, 1998 Asya Krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 bankacılık ve finans krizleri portföy yatırımlarının önemli oranlarda çıkış gösterdiği dönemler oldu. Asya ve Rusya krizlerinin olduğu 1998 yılında sermaye çıkışı net 6.7 milyar dolardı. Türkiye finansal krizinin olduğu 2001 yılında 4.5 milyar dolar civarında çıkış oldu.

Tablo 5.12
Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları 1990-1999

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Portföy Yatırımları	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429
Varlıklar	-134	-91	-754	-563	35	-46	-1380	-710	-1622	-759
Yükümlülükler	681	714	3165	4480	1123	703	1950	2344	-5089	4188
Hisse Senetleri	89	147	359	753	1024	317	619	570	-4510	968
Borç Senetleri	592	567	2806	3727	99	386	1331	1774	-579	3220

Kaynak: TCMB. Ödemeler dengesi istatistikleri

1990’lı yıllarda sermaye girişleri, kamu harcamalarının finansmanında kullanıldı. Dış finansman imkanı bulan hükümetler bütçe disiplininin uzaklaştılar. Sermaye girişi aynı zamanda türk parasının reel olarak değerlenmesine neden oldu. Düşük kur maliyetleri azaltınca ithalat arttı. Ama rekabet gücü kaybeden ihracat

baskılandı.³²³ Dış ticaret açıkları artarak cari açıkları büyüttü. Artan cari açık ve bütçe açıkları Türkiye'yi kriz ortamına sürükledi.

Tablo 5.13
Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları 2000-2006

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Portföy Yatırımları	1022	-4515	593	2465	8023	13437	7360	717	-5046
Varlıklar	-593	-788	-2096	-1386	-1388	-1233	-4042	-2063	-1.276
Yükümlülükler	1615	-3727	1503	3851	9411	14670	11402	2780	-3.770
Hisse Senetleri	489	-79	-16	905	1427	5669	1939	5138	716
Borç Senetleri	1126	-3648	1519	2946	7984	9001	9463	-2358	-4.486

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Kriz sonrası dönemde Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları kriz öncesi döneme göre daha büyük oranlarda arttı. 2003 yılında yaklaşık olarak 2,5 milyar dolar, 2004 yılında 8 milyar dolar, 2005 yılında ise 13,5 milyar dolar sermaye girişi oldu. Bunda Türkiye'de uygulanmakta olan IMF destekli ekonomik program, makro ekonomik büyüklüklerde iyileşme, dünya ekonomisindeki olumlu gelişmeler, uluslar arası likiditenin bol oluşu ve Türkiye'deki yüksek reel faizler etkili oldu.

Tablo 5.14
Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları 2009-2010

	2009	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010
(Milyon ABD Dolar)		Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Ocak-Haz
Portföy Yatırımları	196	1.915	-2205	2846	4638	324	-753	6765
Portföy Hesabı-Varlıklar	-2.742	-1.452	341	87	-462	155	411	-920
Portföy Hesabı-Yükümlülük	2.938	3.367	-2.546	2.759	5.100	169	-1.164	7.685
Hisse Senetleri	2.827	410	-202	370	137	-501	537	751
Borç Senetleri	111	2.957	-2.344	2.389	4.963	670	-1.701	6.934

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

5.2.3. Diğer Yatırımlar

Ödemeler Dengesi kalemleri arasında yer alan Diğer Yatırımlar; doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketlerini kapsar. Merkez bankası, genel hükümet, bankalar ve diğer sektörlerce gerçekleştirilen; Ticari krediler (vadeli mal alım veya satımı şeklindeki krediler), krediler (Nakit krediler), döviz mevcutları ve mevduat hesapları, diğer varlık ve

³²³ Yeldan Erinc, s. 1-20

yükümlülükler diğer yatırımları oluşturan işlemlerdir.³²⁴ Diğer yatırımlar kaleminin yükümlülükler kısmında bu kuruluşların yurt dışından sağladıkları kısa ve uzun vadeli kaynaklar ve kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları yer alır.

2001 krizi sonrası dönemde cari açık büyük ölçüde diğer yatırımlarla finanse edildi. 2006 yılında cari açığın finansmanında diğer yatırımların payı yaklaşık olarak %45'tir. Diğer yatırımların yükümlülükler kısmı 2006 itibariyle cari açık düzeyine ulaştı. 2000-2001 krizi sonrası Merkez Bankası'nın kamuya kredi açması yasaklanınca bankacılık ve finans kesiminin çok zayıf olduğu bu dönemde para yaratma kaynağı olarak dış varlıklar kaldı. Dış varlıkların önemli bir bölümü ise IMF kredileri ve sıcak para hareketlerinden oluşmaktaydı.³²⁵ IMF kredileri 2003 yılı sonuna kadar kullanılarak diğer yatırımlar kalemini artırıcı etki yaptı.

Tablo 5.15
Ödemeler Dengesi - Diğer Yatırımlar (Milyon ABD Doları)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Diğer Yatırımlar (Net)	8450	-12897	7190	3475	7674	20256	16055	28049	22862
Diğer Yatırımlar-Varlıklar	-1939	-601	-777	-986	-6983	-578	-13437	-4853	-10930
Merkez Bankası	1	-39	-30	-28	-24	-16	0	2	2
Genel Hükümet									
Bankalar	-1574	233	643	348	-5324	-149	-11018	-3389	-9.159
Diğer Sektörler	-366	-795	-1390	-1306	-1635	-413	-2419	-1466	-1.773
Diğer Yatırımlar-Yükümlülük	10389	-12296	1603	4461	14657	20834	29492	32902	33792
Merkez Bankası	619	735	1336	497	-209	-787	-1268	-1450	-1.791
Genel Hükümet	117	-1977	-669	-2194	-1163	-2165	-712	82	1.742
Bankalar	3736	-9644	-2016	2846	6564	10524	11704	3736	8.195
Diğer Sektörler	5917	-1410	2952	3312	9465	13262	19768	30534	25.646

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Diğer yatırımların yükümlülükler kısmına bakılınca yurt dışından kaynak teminini en fazla bankaların ve diğer özel sektörün yaptığı görülmektedir. Yurt içinden toplanan mevduat miktarı bankaların ihtiyaç duydukları hacimlere ulaşmayınca bu yola başvurmaktadırlar. 1990'lı yıllar boyunca bankalar kamu iç borçlanma senetlerini almak için yurt dışından getirdikleri yabancı kaynakları kullanıyorlardı. 2000 ve 2001 krizlerinin etkisiyle negatif değer alan dış kaynak girişi 2003'ten itibaren pozitif değer

³²⁴ T.C.M.B. Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması, s.8

³²⁵ Eroğlu Nadir, İktisat Politikalarında Israrla Neden Fiyat İstikrarı Amacı? Gündem, Sayı 1, http://www.ekonomiyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_1_Sayi_514.pdf (03.07.2010) s. 9-10

olarak artışını sürdürdü. Küresel krizin etkisiyle 2008 ve 2009 yıllarında azalma göstereceği dış kaynak giriş sürdü.

Tablo 5.15
Ödemeler Dengesi - Diğer Yatırımlar (Milyon ABD Doları)

	2009	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010
		Ocak	Şubat	Mart	Nisan	May.	Haz.	Oc.-Haz
Diğer Yatırımlar-Varlıklar	10191	2.603	597	139	3.869	474	227	7.909
Merkez Bankası	-306	-31	29	-12	-8	24	-20	-18
Genel Hükümet		0	0	0	0	0	0	0
Bankalar	5.869	1.468	156	1.124	4.100	305	108	7.261
Diğer Sektörler	4.628	1.166	412	-973	-223	145	139	666
Diğer Yatırımlar-Yük.	-6574	-2.926	1.941	3.380	2.626	2.580	3.813	11.414
Merkez Bankası	-901	-8	-12	-16	-27	-25	-33	-121
Genel Hükümet	1.603	342	18	75	996	73	79	1.583
Bankalar	1.359	-1.899	2.892	3.840	1.914	2.305	4.798	13.850
Diğer Sektörler	-8.635	-1.361	-957	-519	-257	227	-1.031	-3.898

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Yurt dışından borçlanmaya ve kaynak teminine ilişkin sınırlamalar kaldırıldıktan sonra özel sektör düşük maliyetli dış kaynak teminine yöneldi. 2000 sonrası dönemde ödemeler bilançosunun diğer yatırımlar kaleminde en büyük pay özel sektörün oldu.

5.3. Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler

1980'li yıllara kadar Türkiye ekonomisi planlı kalkınma programlarıyla yönetiliyordu. Hisse senedi piyasası yoktu ve finansal sistem sadece bankalardan oluşuyordu. Bankacılık sektörünün ağırlıklı kısmını da kamu bankaları oluşturuyordu. Finansal piyasalar rekabete açık değildi. Ancak global koşullardaki değişim Türkiye'yi de etkisi altına aldı. Dünyada başgösteren finansal serbestleşme rüzgarı Türkiye'de de finansal serbestleşme sürecini başlattı. Sermayenin girişinin önündeki engeller yumuşatıldı. Bankaların kredi ve mevduat oranlarına ilişkin kısıtlamalar kaldırıldı. Serbestleşmenin getirdiği olumsuzluklar dünyanın bir çok yerinde olduğu gibi Türkiye'de de görülmeye başladı. 1981-82 yıllarında Türkiye'de banker krizi çıktı ve batan bankerler finansal sistemde çalkantılara yol açtı. Bunun üzerine finansal sistemin yasal çerçevesinin oluşturulması gereksinimi doğdu. 1984 yılında hanehalkına döviz ağırlıklı mevduat hesabı açma izni verildi. 1985 yılında Tasarruf Mevduatı Fonu kuruldu. Aynı yıl çıkartılan 3182 sayılı bankacılık yasası çıkartıldı. 1985 yılında kamu

hisse senedi piyasası kuruldu. 1986 yılında bankalar arası para piyasası operasyonel hale getirildi. 1987 yılında Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yapmaya başladı. 1988 yılında Döviz ve Efektif piyasası kuruldu. 1989 yılında Türk Lirası konvertibl hale getirilerek sermaye hareketleri bütünüyle serbestleştirildi.³²⁶

1990 sonrası dönemde Türkiye ekonomisi ticari ve finansal liberalleşmenin etkilerinin yaşandığı gelişmekte olan dışa açık bir ülke ekonomisi görünümündedir. Bu dönemin iktisadi gelişiminde iç faktörlerin yanı sıra dış faktörler büyük ölçüde etkilidir. Büyüme ve kalkınma, enflasyonla mücadele, iç piyasanın rekabet gücünün artırılması gibi birçok iktisadi sorun küresel olayların (sermaye hareketleri, küresel krizler gibi) etkisi altındadır. Küresel olayların ve bu bağlamda sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisindeki etkinliği 1990-2000 arası ve 2000 sonrası olmak üzere iki dönem halinde incelenmiş ve küresel etkinin her geçen gün arttığı görülmüştür.

5.3.1. 1990'lı Yıllar (1990-2000 arası)

Türkiye'de finansal piyasalarda serbestleşme gerçekleştirilirken ne yazık ki liberalleşmenin zararlı etkilerine karşı önlemler alınmadı. Korunmanın ön şartlarından olan bütçe disiplini sağlanamadı ve enflasyon kontrol altına alınamadı. Hazinesinin finansmanı Merkez Bankası yerine bono ve tahvil piyasasındaki satışlarla sağlandı. Faiz oranlarındaki artış kamu finansman maliyetlerini yükseltmekle birlikte bundan yararlanmak isteyen yabancı sermayenin girişini arttırdı.³²⁷

1990-2000 arası dönem Türkiye'nin borçlarının arttığı dönemdir. 1990 sonrasında kamu kesimi açıkları hızla arttı. Devlet açığı kapatmak için iç ve dış borçlanma ile merkez bankası kaynaklarına yöneldi. 1994 krizine kadar döviz rezervleri hızla eridi. 1994 yılında Türkiye'de ilk kez dış borç ödemek için içeriden daha büyük oranda borçlanıldı. Kamu kesimi borçlanma gereği %10'un üzerine çıktı. Vergi gelirleri iç borç ana para ve faiz ödemelerini gerçekleştirilemez hale geldi. Artan bütçe açıkları ve biriken borç risk düzeyini arttırdığı için faiz oranları yükseldi.

³²⁶ Gulsun Akın, Ahmet Faruk Aysan, Leven Yıldırım, Transformation of the Turkish Financial sector in The Aftermath of the 2001 Crisis. MPRA Paper No. 17803, October 2009, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/17803/> (09.08.2010), s. 8-10

³²⁷ Yılmaz Akyüz Korkut Boratav, The Making Of The Turkish Financial Crisis, <http://www.econturk.org/Turkisheconomy/boratav.pdf> (06.07.2008), s. 3

Borçlanmanın sınırına yaklaşıldıkça açıkların para basılarak finanse edileceği düşüncesi arttı ve enflasyon beklentileri kuvvet kazandı.³²⁸

İç faizlerdeki yükselişin neden olduğu bir diğer olumsuzluk 1990 sonrasında kısa vadeli sıcak parayı (spekülatif para) Türkiye'ye çekmesiydi. Sermaye girişi sırasında TL aşırı değerlendirildi. Kurdaki düşüşle oluşan dış rekabet kaybı bir yandan ihracatı azaltırken diğer yandan ithalatı arttırdı. Böylelikle cari açık giderek büyüdü. Kötü gidişe dur demek isteyen para otoritesi faiz oranlarını düşürerek sıcak parayı İMKB'ye yöneltmek istedi. Ama borsa yeterli derinliğe sahip olmadığı için sermaye dövize yöneldi. Böylelikle enflasyon riskine ilave olarak devaluasyon riski de kuvvetlenmiş oldu.³²⁹

Kriz öncesinde yüksek enflasyon yalnızca para arzının kontrolüyle baskılanmaya çalışıldı. Oysa hazine Merkez Bankasından avans kullanıyor ve yapmış olduğu harcamalarla reel büyümeyi arttırarak enflasyonist baskı oluşturuyordu. 1993 Aralık ayında hazine merkez bankasından 11 trilyon lira avans kullandığı halde, ocak ayının ilk 20 gününde kullanılan avans 29 trilyon lirayı geçti. Merkez bankası açık piyasa işlemleri ile piyasadan para çekerek ve bankalararası piyasada borçlanarak para arzını kontrol etmeye çalışıyordu. 1994 Ocak ayının ilk haftasında açık piyasa işlemleri ile piyasadan 6 trilyon TL çekti ve bankalar arası para piyasasından 13 trilyon TL borçlandı. Aynı zamanda piyasaya döviz satışları yaparak döviz kuru artışını engellemeye çalıştı. Kasım ayında 1 milyar dolar, Aralık ayında ise 1,2 milyar dolar satış yapmasına rağmen döviz talepleri durmadı ve 27 Ocak 1994 devaluasyon krizi patladı. Krize neden olan son olay hazinenin merkez bankasının elini kolunu bağlaması ve döviz satışının tek silah olmasıydı. Borç ve mali açık kontrol edilemediği için enflasyonla mücadele politikaları başarıya ulaşamadı.³³⁰

1993 yılında 9 milyar dolar olan net sermaye girişi, 1994'te kriz sonrasında 4,2 milyar dolar net sermaye çıkışına dönüştü. Ekonomi yüksek oranlı bir devaluasyon ve %6'lık bir daralma yaşadı. 5 Nisan 1994 tarihinde IMF destekli yeni bir istikrar programı uygulamaya konuldu. Alınan kararlara göre mali disiplin sağlanacak, ek

³²⁸ Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**, Beta Basım Yayım, İstanbul , 1995, s. 414-415

³²⁹ Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**, s. 415

³³⁰ Deniz Gökçe, **Kriz Gereklimiydi? 1992'den 2001'e Ekonomik Kriz, Görüş**, Sayı 14, 2001 s. 61-62

vergilerle kamu gelirleri arttırılacak, ücret artışları enflasyon oranlarının altında tutulacak ve hazine borçlanma faiz oranları yüksek tutulacaktı.³³¹ 6 Nisan 1994 günü Merkez Bankası %150 civarında olan gecelik faiz oranlarını piyasanın serbestçe belirleyeceği kararına rağmen %90'lara indirdi. Bu da kurların 31850 liradan 39850 liraya yükselmesine neden oldu. Döviz talebi şiddetlenerek 8 Nisanda döviz rezervleri 3 milyar dolar ile en düşük düzeyine indi. Hazine %90 faizi yüksek bulurken krizin çıkmasıyla birlikte %400 faizle bir ay vadeli borçlanmak zorunda kaldı.³³² Bankacılık sektörünün fazla yıpranmaması ve kamu dışı kesimlerin borçlanma imkanlarının olması ekonominin çabuk toparlanmasına imkan verdi. 1995 yılı büyüme oranı %8'leri buldu.³³³

Kriz atlatılmasına rağmen Türkiye ekonomisinin temel sorunlarına yönelik önlemler alınamadı. Yüzeysel bir takım önlemler başarılı olmadı. Örneğin kamu açıklarını kapatmak amacıyla vergi oranları arttırıldı. Ne var ki kayıt dışılık büyük boyutlara ulaştığı için vergi gelirleri arttırılamadı.

1994 krizi dış borçlanma imkânlarını ortadan kaldırmıştı. Kamu kesimi iç borçlanmaya yönelmek zorunda kaldı. İç faiz oranları yükseldiği için bankalar kamu kesiminin finansmanına soyundular. Bunu yurtdışından buldukları kredilerle gerçekleştiriyorlardı. Aldıkları kredileri TL'ye çevirerek devlet iç borçlanma senetlerine yönelen bankalar pozisyon açığı vermeye başladılar. Pozisyon açıklarının büyümesini engellemek amacıyla getirilen sınırlamaları kendilerine yakın şirketlerle yaptıkları forward işlemleriyle aştılar. Buna önlem olarak 1995 yılından itibaren dış kredi kullanımını için Kaynak Kullanımı Destekleme Fonuna kesintiler yapılmaya başlandı. Uygulama Kredi kullanımını azalttı ama bu çok uzun sürmedi. 1998 yılından itibaren kesintilerin azaltılmasıyla birlikte dış kredi kullanımını tekrar artış gösterdi. Ama aynı anda baş gösteren Rusya krizinin etkileri Türkiye'ye yansdı. Türkiye'nin Rusya ile 90'lı yıllarda başlayan bavul ticareti olumsuz etkilendi. Buna ilave olarak ülkeden net

³³¹ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, İstanbul: Remzi Kitabevi, Şubat 2009, 4. Basım, s. 71

³³² Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Doğan Kitap, 2. Baskı, 2010, s. 65-68, 76

³³³ Merih Celasun, 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik Ve Mali Bir Değerlendirme, <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>(11.07.2008), s. 8

sermaye çıkışı oldu. 1999 deprem felaketi ile birlikte Türkiye ekonomisi %6.1'lik bir küçülmeyi yaşadı.³³⁴

Bu dönemde kamu kesimi borçlanma gereksinimi giderek arttı. Çünkü reel faiz oranları, ekonomik büyüme oranlarından daha yüksek seyrediyordu. Bütçedeki faiz dışı açıklar ve artan borç, borç-faiz sarmalına dönüştü. 2000'li yıllara gelindiğinde borcun faizi bile çevrilemez hale geldi.³³⁵ 2000 yılında Türkiye'nin dış borcu 12,8 milyar dolar arttı. Cari açık 7,6 milyar dolar olduğu halde dış borç daha büyük miktarda gerçekleşti. Çünkü borçlanılan paranın bir kısmı ile rezerv artışı sağlanıyor diğer bir kısmı ile de yerli aktörlerin döviz talepleri karşılanıyordu. Böylece sermaye girişlerinin cari işlem açığının finansmanı ile bağlantısı giderek koptu.³³⁶ Yerli aktörler 2000 yılında yurt dışından gelen yabancı sermayenin %35'i kadarını yurt dışına çıkararak yabancı sermayenin genişletici etkisini sınırlandırdılar. Kriz öncesi dönemde ülkeye gelen sıcak para toplam yabancı sermaye girişlerinin %28'ini oluştururken ülkeden çıkan yerli sıcak para toplam sermaye çıkışının 2/3'üne ulaştı. Arbitraj getirileri aynı değişkenlere bağlı olduğu halde bu iki zıt yönlü hareketin sebebi bankaların yurt dışından kısa vadeli kredi temin etmeleri ve bunu tekrar yurt dışına çıkarmalarıdır. Dönemin hükümetinin IMF ile yapılan görüşmeler sonucunda bankaların yurt dışı borçlanmaları da hazinenin teminatı altına alındığı için yabancılar için risk faktörü ortadan kalkmaktadır. Krizin çıkmasıyla bankalar borçlarını ödeyemez ya da ödemez hale gelmiş ve bu borçlar hazine tarafından üstlenilmiştir.

1990–1999 yılları arasında bankacılık kesiminin mevduat oranlarında belirgin bir artış gözlenirken aynı artış kredi artışlarına yansımamıştır. Bunun nedeni bankacılık kesiminin kaynaklarını reel getirisi yüksek olan devlet iç borçlanma senetlerine aktarmasıdır. Örneğin 1986-1993 arası sektörün Toplam Mevduat/Toplam Aktif oranı %60, sonraki yıllarda %70 civarındadır. Toplam Kredi/Toplam Aktif oranı ise oldukça

³³⁴ Merih Celasun, 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik Ve Mali Bir Değerlendirme, s. 9

³³⁵ Kazgan Gülten, Türkiye'de Ekonomik Krizler: (1929-2001)Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme, *DEGEV-Türkiye İş Bankası*, Eylül, <http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/Turkiye.doc> (19.07.2008), s. 13

³³⁶ Korkut Boratav, 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, s. 6

düşük ve dalgalıdır. 1990'da %45 olan oran 1999'da %26,2'ye kadar inmiştir.³³⁷ Bu dönemde enflasyon oranlarındaki artış ve büyüyen borç stoku türk lirasına olan güveni azalttığı için güçlü bir para ikamesi vardı. Döviz mevduatları 1990 yılında toplam mevduatların %25'i iken 1999 yılına gelindiğinde %42'sine yükselmişti. Bankacılık sektörü hem döviz mevduatlarını kullanarak hem de yurt dışından döviz cinsinden kaynak temin ederek yüksek getirili türk lirası kaynaklarına yatırım yapıyordu. 1999 yılına gelindiğinde açık pozisyon / bankacılık kesimi ödenmiş sermaye oranı %78,8 düzeylerine ulaşmıştı. Açık pozisyonun toplam aktiflere oranı ise %9'lar seviyesindeydi. Kamu kesimi bankaları ise başka bir sorunla boğuşmaktaydı. Tarım kesimi ve KOBİ'ler destekleniyor ama verilen krediler zamanında ödenmediği için piyasalardan kısa vadeli yüksek maliyetli kaynak teminine gidiliyordu. 1999 yılına gelindiğinde kamu bankalarının görev zararları önemli oranda artmıştı. Görev zararlarının GSMH'ya oranı %13,6 seviyesine kadar ulaşmıştı.

5.3.2. Enflasyonla Mücadele Programı (2000 Yılı)

1990-1999 arası dönemde mali disiplin sağlanamadığı için, kapatılamayan bütçe açıkları, yüksek enflasyon ve yüksek borç sorunlarıyla karşı karşıya kalınmıştı. Sorunlar içinden çıkılmaz bir hal almadan bir çözüm bulunması gerekiyordu. 2000 yılında IMF desteğiyle "Enflasyonla Mücadele Programı" yapıldı. Üç yıl sürecek olan programın amaçları enflasyonla mücadele, sıkı maliye politikası ile kamu açıklarının giderilmesi, reel faiz oranlarının makul düzeylere düşürülmesi, ekonominin büyüme potansiyelinin artırılması, ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımının sağlanması olarak özetlenebilir.³³⁸

Programda kamu kesiminin 2000 yılı sonuna kadar %2,2 faiz dışı fazla vermesi, bunu 2001 ve 2002 yılları için %3,7 oranında arttırarak sürdürmesi hedeflendi. Sıkı politikaların gereği olarak başta personel giderleri olmak üzere kamu harcamalarının azaltılmasına, yeni vergilerle gelirlerin arttırılmasına, özelleştirmelerin

³³⁷ Metin Toprak, Osman Demir, "Türk Bankacılık Sektörü: Sorunlar", *Krizler Ve Arayışlar*, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/111.pdf> (23.07.2008), s. 5

³³⁸ Niyet Mektubu, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Sayı : B.02.1.HM.0.DEİ.02.00/500, Ankara, 9 Aralık 1999 <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/imf/mektup.html> (25.07.2008)

bir an önce yapılmasına ve iç borcun dış borçla ikamesine karar verildi. Enflasyonist beklentilerin düşürülebilmesi için kur çıpası uygulamasına geçildi. Enflasyon oranı kadar arttırılmak üzere bir kur sepeti (1 ABD doları + 0,77 Avro) belirlendi. Türk lirasının döviz karşısındaki değerinin periyodik olarak üç ayda bir ayarlanması benimsendi. Merkez bankasına piyasanın istediği kadar döviz belirlenen fiyatlardan alıp satma yükümlülüğü getirildi. Kur çıpasından çıkış bir takvime bağlandı ve 2001 yılından itibaren kurun bir band içinde dalgalanmasına müsaade edildi. Altı ayda bir bandın genişletilmesi ve kur çıpasından yumuşak bir geçişle çıkılması kararlaştırıldı.³³⁹

Merkez Bankası döviz kuru rejiminin sürdürülebilmesi ve enflasyonla mücadele amacıyla net iç varlık büyüklüğünü sabitleyerek bilanço genişlemesini net dış varlık artışlarına göre gerçekleştirecekti. Yarı Para Kurulu özelliği taşıyan bu uygulama ile Merkez Bankasının sterilizasyon imkânı kalmadı. Ekonominin ihtiyacı olan likiditenin sağlanması yani piyasanın ihtiyacı olan nakdin verilmesi, gelecek olan dövize bağlandı. Bu durum Merkez Bankasının kısa vadeli faizler üzerindeki etkisini sınırladı.³⁴⁰

Programın gelirler politikası; ücret ve maaşlara hedeflenen enflasyon oranında artış yapılması ve tarımsal destekleme politikalarının enflasyon hedefiyle uyumlu olması şeklinde belirlendi. Enflasyon hedefi TÜFE için 2000 yılında %25, 2001 yılında %12, 2002 yılında %7 olarak, TEFE için 2000 yılında %20, 2001 yılında %10, 2002 yılında ise % 5 olarak belirlendi. İstikrar programında, enflasyon ve kurun uyumlu bir şekilde düşürülmesi kararlaştırıldı. Programının uygulamaya konmasıyla birlikte kurlarda istikrar sağlandı. 2000 yılında birinci çeyrekte aylık %2, İkinci çeyrekte aylık %1.7, üçüncü çeyrekte aylık % 1.3 ve dördüncü çeyrekte aylık %1 düşüş hedefi tutturuldu. Enflasyonda düşüş olmakla birlikte hedeflenen oranlar yakalanamadı. 2000 yılı hedefi TEFE için %20, TÜFE için %25 olduğu halde yıl sonu itibariyle TEFE %32.7, TÜFE %39.0 olarak gerçekleşti.³⁴¹

³³⁹ Gazi Erçel, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur Ve Para Politikası Uygulaması, *TCMB* <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram2/baskanmat5y.html>, (29.07.2008), s. 2

³⁴⁰ Gazi Erçel, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur Ve Para Politikası Uygulaması, *TCMB* <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram2/baskanmat5y.html>, (29.07.2008), s. 1-3

³⁴¹ Ahmet Gökçen, İstikrar Tedbirleri ve Ekonomik Kriz, <http://www.ahmetgokcen.org/pdf/5.pdf> (28.07.2008), s. 7

IMF ile yapılan antlaşmaların iç varlıklara getirdiği kısıtlamalar Merkez Bankasının emisyon miktarını ayarlamasını engelledi ve Türk Lirası aşırı değerlendi. 1999-2000 döneminde ithalat, kurdaki değerlenmenin etkisiyle %34 oranında artarak 40,687 milyar dolardan 54,503 milyar dolara çıktı. Rekabet kaybı nedeniyle ihracat %4,5 gibi düşük bir artışla 27,775 milyar dolar seviyesinde kaldı. 1999 yılında 14,3 milyar dolar olan dış ticaret açığı 2000 yılında 26,7 milyar dolara çıktı. Dış ticaret açığının çok büyümesinin bir nedeni de, faizlerin hızlı düşmesidir. İstikrar politikasının uygulamaya konması ve döviz kurlarındaki belirsizliğin giderilmesi faiz oranlarını düşürerek dış borçlanma imkânlarını genişletti. Faiz oranları 1999 yılında ortalama %105’lerde iken 2000 yılında %36,5’e kadar düştü.³⁴² Tüketici kredileri üç kat artarak talep patlamasına neden oldu. Üreticiler ihracat yerine iç talebi karşılamaya yöneldiler. Talep fazlası ithalat artışıyla karşılandı.³⁴³ 2000 yılı cari işlemler açığı 9,8 milyar dolara ulaşarak gayri safi milli hasılanın %5’i seviyesini gördü. Bir önceki yıl %6,1 küçülen ekonomi 2000 yılında talep artışının etkisiyle %6,3 oranında büyüdü.³⁴⁴

Tablo 5.16
2000 Yılı Türkiye’de Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

	Ocak	Şub.	Mart	Nis.	May.	Haz.	Tem.	Ağ.	Eylül	Ekim	Kasım	Ara.	Toplam
Net Sermaye	1717	676	627	1846	64	1102	630	2209	-201	1669	2051	191	12581
Doğrudan Yatırım	-62	-18	60	-1	-78	269	-702	65	210	95	291	-17	112
Portföy Yatırımı	974	556	561	622	-142	1128	2310	-247	270	27	-4799	-238	1022
Diğer Yatırımlar	737	519	210	1135	707	1025	-624	2827	-745	1474	1556	2980	11801

Kaynak:TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri, <http://www.tcmb.gov.tr>

2000 yılının ocak-ağustos döneminde Türkiye’ye gelen net yabancı sermaye 8,9 milyar dolardı. Ağustos sonrası dönemde çıkışlar olmasına rağmen net sermaye girişi 2000 yılı toplamında 12,6 milyar dolar oldu. Programla birlikte borçlanma vadeleri uzadı. 7,5 milyar dolarlık tahvil ihracı gerçekleşti. Yılsonu itibariyle net tahvil ihracı 6,1 milyar dolardı. Menkul değerler ise 4,6 milyar dolarlık negatif bakiye verdi. 2000 yılında 1 milyar dolarlık net portföy yatırımları, 4,3 milyar dolarlık da uzun vadeli sermaye girişi oldu. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları 1999 yılında 813 milyon dolar iken 2000 yılında 1,7 milyar dolara yükseldi. Doğrudan yabancı sermaye çıkışı

³⁴² Eyup Bastı, **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2006, s. 100

³⁴³ Uygur, 2001, s. 14

³⁴⁴ TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> (30.07.2008)

725 milyon dolar olduğu için net doğrudan yabancı sermaye girişi 982 milyon dolar olarak gerçekleşti. Oysa bu dönemdeki kısa vadeli sermaye girişi 4 milyar dolardı.³⁴⁵

Diğer taraftan bankacılık sektörü bu dönemde döviz pozisyonlarında aşırı açıklar verdi. Kurun sabit olması belirsizliği giderdiği için yurt dışından döviz cinsinden borçlanarak yurt içinde TL cinsinden yüksek getirili yatırımlara yöneldiler. Pozisyon açıkları bankaların dönem kârları ve öz kaynaklarının %20'si kadar olabileceken, bunun on katına kadar çıktı.

Gerçekleştirilen yapısal reformlar; sosyal güvenlik sistemi düzenlemesi, tarım kesimine doğrudan gelir desteği, BDDK'nın kurulması ve özelleştirmelere hız verilmesidir. Ne var ki BDDK'nın etkin olarak çalışabilmesi 2000 yılı sonunda kaldı. Bu sırada bankacılık sektörü yapısal sorunlarla boğuşuyordu. Kamu bankalarının görev zararları büyük boyutlara ulaşmıştı. Sektörün sermaye yeterlilik oranları düşüktü. Bankaların varlıklarının kalitesi düşüktü. İç kontrol ve risk yönetimi sistemleri yetersizdi ve yüksek risklilik oranlarına sahipti. Buna Kamu maliyesindeki zayıflıklar ve makro ekonomik göstergelerdeki dengesizliklere rağmen IMF'nin döviz kuru kontrolünün devamını dayatması eklenince 200-2001 krizlerinin altyapısı hazırlandı.³⁴⁶

5.3.3. 2000 Krizi

2000 krizine giden yol OECD raporunda özetlenmiştir. Yapılan değerlendirmeye göre kriz öncesi süreçte kamu bankalarının görev zararları arttı. Ziraat bankası ve Halkbankın görev zararları 1999'da 19 milyar dolar iken 2000'de 21 milyar dolara yükseldi. Kamu kesimi borç stoku / GSYİH oranı %45'ten %62'ye yükseldi. Bankaların döviz açık pozisyonları 18 milyar dolara çıktı. Özelleştirmedeki gecikmeden dolayı Dünya Bankası kredisi askıya alındı. 17 Eylül ve 12 Kasım depremleri 12-15 milyar dolar civarında bir kayıpla büyük yük oluşturdu. Türk parasının %20 civarında değerlenmesi, petrol fiyatlarının artması, Euro'nun değer kaybedip ihracat gelirlerini düşürmesi ödemeler bilançosunu olumsuz etkiledi. Ocak-Ağustos döneminde faiz oranlarının hızla düşmesi ile bankalar hazine kağıtlarını ucuza satmak zorunda kaldılar

³⁴⁵ Bastı, s.105-106

³⁴⁶ Akın v.d. s.14

ve kâr oranları düştü. Kasım ayı başından itibaren likidite krizinin çıkması ve büyük bankaların küçük bankaların işlemlerini bloke etmesiyle birlikte kriz patlak verdi.³⁴⁷

2000 yılı sonuna gelindiğinde kur çapısı uygulamalarının etkisiyle cari açık 9,8 milyar doları buldu. Borçlanma büyük boyutlara ulaştı. Dış borç hacmi 114,3 milyar dolar oldu. Yüksek kamu borçlanmasından yararlanmak isteyen bankalar pozisyon açıkları vererek kırılgan hale geldiler.³⁴⁸ Özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler piyasaların endişelerini arttırdı. Bu durum sermaye girişlerini olumsuz etkileyerek kısa vadeli faiz oranlarının artmasına neden oldu. Portföylerindeki devlet iç borçlanma senetlerini kısa vadeli kaynaklarla temin eden bankaların mali yapıları bozulmaya başladı. Likidite sıkıntısı nedeniyle Hazine kağıtlarını ellerinden çıkartmak zorunda kalan bankalar büyük kayıplara uğradılar. Bu sırada bazı bankalara Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun (TMSF) el koyacağı söylentileri yayıldı. Paniğe kapılan bankalar birbirlerine olan kredi hatlarını minimum düzeye düşürdüler ya da iptal ettiler. Giderek artan likidite darlığı bankaları daha yüksek faiz oranlarıyla fon talebine zorladı. Yüksek faiz oranları nedeniyle hazine kağıtlarının ikinci el piyasasındaki işlem hacmi düştü. Gelişmelerden endişeye kapılan yabancılar Hazine kağıtlarını hızla satarak Türkiye'den çıkmaya başladılar. Buna ilave olarak bankaların yurt dışı fonları da dağılma sürecine girdi. Fonlara ortak olan yabancı bankalar paralarını alarak fonları terk ettiler. Fonlardaki Hazine kağıtlarının fonlanması da yerli bankaların üzerine kaldı. Faizler daha da yükseldi.³⁴⁹ Krizin ilk adımı Bayındırbank'ın Romanya'daki bankasına bir yetkilisinin yasadışı yollarla döviz aktarmaya çalışırken yakalanması ve Romanya'daki bankanın batması oldu. Döviz pozisyon açığı büyük oranlara ulaşmış olan Demirbank'ın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devri ise ikinci adımı oluşturdu. Etibank'ın batma noktasına gelip fona devredilmesi Etibank'la ortaklığı olan Demirbank'la ilgili olarak şüpheleri arttırdı. İçeriden ve dışarıdan kaynak temin etmekte

³⁴⁷ Emin Çarıkçı, 22 Kasım 2000 Likidite Krizi ve OECD Raporu, Küresel Kriz, <http://www.ekodialog.com/Makaleler/22-kasim-2000-likidite-krizi.html> (29.07.2008), s.1

³⁴⁸ Ümit Çalık, 1990 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Krizlerin Kriz Modellerine Göre Analizi, CESRAN, http://www.cesran.org/index.php?option=com_content&view=article&id=414%3A1990-sonrasidoenemde-tuerkiye-ekonomisinde-yaanan-krizlerin-kriz-modellerine-goere-analizi&Itemid=201&lang=en ((30.07.2008)

³⁴⁹ Mahfi Eğilmez, "Kasım 2000 Krizi Üzerine", *Güncel Ekonomi*, 2006, http://ekonomi.blogcu.com/kasim-2000-krizi-uzerine-mahfi-egilmez_271602.html (30.07.2008), s. 2

güçlük çeken ve likidite sıkıntısına giren Demirbank elindeki hazine kağıtlarını çok düşük fiyatlarla satmak zorunda kaldı. Yine de likidite sıkıntısını gideremeyip fona devredildi.³⁵⁰

Krizin ateşleyicisi spekülasyon atakları ile döviz çıkışı 5,5 milyar doları buldu. Ataklar döviz kaybının yanısıra çok yüksek oranlı faiz ve 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile durdurulabilirdi. Kuru savunmanın bedeli böylelikle çok ağır oldu.³⁵¹

5.3.4. Şubat 2001 Krizi

2000 krizini atlattık için katlanılan maliyet eldeki bir çok kozun tükenmesine neden oldu. IMF Türkiye'ye kurun bir bant içerisinde serbest bırakılmasını önerdi. Kredibilite kaybedileceği endişesiyle bu öneri kabul görmedi. 2000 krizinden sonra faiz oranları %65 seviyesinin altına indirilemedi. Oysa programda 2001 yılı için enflasyon oranı %12, döviz sepetinin artış oranı %15 olarak hedeflenmişti. Bu durumda kur, enflasyon ve faiz oranları arasında uyumsuzluk ortaya çıktı. Piyasalarda döviz krizi beklentileri giderek arttı ve 2001 yılı şubatında oluşan siyasal krizin de etkisiyle şiddetli bir döviz atağı başladı. Merkez bankası başlangıçta döviz talebini karşılamayı denediyse de döviz talebinin durdurulamayacağı anlaşıldığı için kuru serbest bırakmak zorunda kaldı. Uygulama atağı derinleştirdi ve bir döviz krizine neden oldu. Şubat 2001 ortasında 27.6 milyar dolar olan rezervler 2001 şubatı sonuna kadar 22 milyar dolara düştü. 6 Nisan 2001 tarihine gelindiğinde rezerv miktarı 18,8 milyar doları gördü. Sadece 19-22 şubat 2001 tarihleri arasında kaybedilen rezerv miktarı 5 milyar dolardı (3,5 katilyon TL). Sistemdeki likidite azalması 6 katilyon TL ile rezerv paranın %58'i kadardı. İstikar programının sterilizasyon yapılmayacak kuralı terk edilirken para otoritesinin önlem almada gecikmesi gecelik faiz oranlarının %6200'lere fırlamasına neden oldu ve bankacılık sektörünü vurdu. 22 Şubat 2001'de ayarlanabilir sabit kur uygulaması terk edilerek kur dalgalanmaya bırakıldı. Devaluasyon oranı ilk anda sepetin (0,5 dolar +0,5 euro) %30'u kadar oldu ve sonrasında da Türk Lirası değer

³⁵⁰ Eyüp Bastı, s. 117

³⁵¹ Uygur, s. 23

kaybetmeye devam etti. Krizi enflasyon patlaması ve işsizlik artışıyla birlikte büyük bir resesyon takip etti ve 2001 yılı GSMH'sı %9,5 oranında düştü.³⁵²

Boratav sıcak para giriş ve çıkışlarının, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine olan etkisine dikkati çekmektedir. Kriz öncesi ilk on ayda; döviz kuru çıpası uygulamasına olan güvenle arbitraj kazancı elde etmek isteyen yabancı sermaye 15,2 milyar dolarlık giriş yaptı. Bunun 14,2 milyar dolarlık kısmı borçlanma şeklinde gerçekleşti. Döviz kuru çıpasının cari açığındaki artış nedeniyle sürdürülemeyeceğini anlayan yabancı sermaye Kasım 2000-Haziran 2001 döneminde net 10,4 milyar dolarlık çıkış yaptı. Giriş ve çıkışların büyüklüğü şokun ne boyutta olduğunu göstergesidir.³⁵³ Erinç Yeldan'a göre krizlerin çıkmasında Türkiye'nin kendisine verilen ödevleri yapmaması değil, 1980 sonrasında uygulanmaya başlanan neoliberal politikalar ve bunun gereği olarak iç piyasanın kontrolsüz piyasa güçlerine bırakılmış olması etkili olmuştur. İstikrar programında öngörülen bütçe gelir hedefi 2000 yılında %3,6 oranında 2001 yılında %5,1 oranında aşıldı. Harcamalarda ise 2000 yılında hedeflenen düzeyin %0,2 oranında altına inildi. Sadece 2001 yılında hedef %1,7 oranında aşıldı. Faiz dışı bütçe fazlası 2000 yılı için %6,1 ve 2001 yılı için %6,7'dir.³⁵⁴

Yaşanan iki kriz göstermiştir ki enflasyonla mücadele tek başına yeterli değildir ve yapısal önlemler bir an önce alınmalıdır. Öncelikle bankacılık sistemi sağlıklı bir yapıya kavuşturulmalı yolsuzlukların önlenmesi ve sistemin eksikliklerinin giderilmesi yönünde gerekli düzenlemeler yapılmalıdır. Aksi takdirde yaşanmakta olan sorunlara kalıcı çözümler bulunamayacak ve kırılmalar devam edip gidecektir.³⁵⁵

2000 ve 2001 krizleri sonrasında "Güçlü Ekonomiye Geçiş" adlı yeni bir programa geçildi. IMF desteğindeki bu programla kur serbest bırakılarak dalgalı kur benimsendi. Ancak bu programda da sıkı maliye ve para politikaları devam etti. Bu çerçevede vergi oranlarının arttırılmasına ve bütçede faiz dışı fazlanın sağlanmasına

³⁵² Nur Keyder, "The Story of a Stabilization Effort: Turkey (2000-2002)", *ERC Working Papers in Economics*, March 2003, http://www.erc.metu.edu.tr/menu/sayfa.php?icerik=03_5&lang=eng&nav=yes , (05.08.2008), s.3

³⁵³ Boratav, 2001

³⁵⁴ Erinç Yeldan, Behind The 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility, And Governance, For Whom? http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Chennai_Yeldan2002.pdf (07.08.2008), s.3

³⁵⁵ Rıza Kandiller, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../ekonomi1.doc (11.08.2008), s.1,2

karar verildi. İki krizin ve sonrasında uygulamaya konan yeni programın maliyeti çok büyük oldu. Binlerce işyeri ve 19 banka kapandı, 1.5 milyon kişi işsiz kaldı. Ekonomi %9.4 oranında küçüldü, ulusal gelir 51 milyar dolar azaldı ve kişi başına gelirdeki düşüş 725 doları buldu. Uygulanan programın en önemli hedefi olan enflasyon %30'un altını görmeden yeniden tırmanarak %70'i geçti. Hazinesinin faiz ödemeleri %101 arttı ve iç borç stoku 2000 yılının 4 katına çıktı.³⁵⁶

5.3.5. 2002-2007 Arası Dönemde Türkiye Ekonomisi

Kriz sonrası dönemde bankacılık ve finans sektörü ile ilgili köklü düzenlemeler yapıldı. 2001 Mayıs'ında BDDK tarafından "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı" devreye sokularak sektöre ilişkin yasal çerçeve uluslararası standartlara kavuşturuldu. Buna göre esnek döviz kuru politikası uygulanacak, mali disiplin sağlanacak ve Merkez Bankası bağımsız olacaktı. Merkez bankasının temel görevi fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlendi. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması programının dört hedefi vardı.³⁵⁷

- Birincisi kamu bankalarının görev zararlarının overnight işlemlerine ilişkin yükümlülüklerinin kaldırılması, ve piyasa koşullarında çalışabilir hale getirilmesidir

- İkincisi TMSF'nin elindeki bankaların satış, birleşme ve devirle elden çıkarılmasıdır. 2002'ye kadar TMSF'nin elinde 20 bankadan sadece iki tane kaldı.

- Üçüncüsü özel bankaların güçlendirilmesidir. Bankalardan yeniden yapılandırma stratejilerini içeren taahhüt mektupları alındı. Faaliyetleri sıkı bir denetim altına alındı.

- Son olarak ta düzenleme ve denetleme mekanizmasının güçlendirilmesidir. Buna IMF'de destek verdi. Basel II'deki uluslararası standartlar benimsendi. Tahsili mümkün olmayan alacaklara ilişkin İstanbul yaklaşımı çerçevesinde bankalar ve firmalar bir araya getirilerek borçlar yeniden yapılandırıldı.

³⁵⁶ Rıdvan Karluk, **Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm**, İstanbul: Beta Yayınları, 2005. s.428

³⁵⁷ BDDK, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, Mayıs 2001, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf s.13-24 (09.08.2010)

TMSF'nin el koyduğu başarısız bankaların, kamu bankalarının ve diğer bankaların yeniden yapılandırılması ve sermaye oluşumlarının sağlanması 53.2 milyar dolara mal oldu. Bu 2001 yılı GSYİH'sının %35,9'u kadardı. Bankacılık sektörünün kriz gelişimi iki dönem halinde incelenebilir. İlki 2004'e kadar olan istikrar ve toparlanma dönemi, ikincisi ise 2004 sonrası büyüme dönemidir. İlk dönemde şube ve çalışan sayısı azaltılarak sırasıyla 6,087 ve 124,30'la sınırlandı. 2000 yılında 85 banka varken 2003'e kadar azaltılarak 55'e indirildi. 2004'ten itibaren bankacılık sektörü için yeni bir dönem olan büyüme dönemi başladı. Türkiye ekonomisi 2004 yılında %9,3 büyüme ile dünya ekonomisinin büyümesi olan %5,1'in oldukça üzerinde bir performans gösterdi. 2005 Eylülünde Türkiye'nin AB'ye giriş müzakere süreci başlatıldı. Bu dönemde banka sayısı 50 ile sınırlandı. Kamu bankalarının varlıkları 2005 ile 2008 yılları arasında sektörün %38,2'sinden %25,4'üne düştü. Şube ve çalışan sayısı 2004'ten itibaren artmaya başladı. 2005 yılından itibaren ise sektöre yabancı ilgisi arttı. Fortis ve Dexia Türkiye'de çoğunluk hisselerini almak suretiyle, GE Consumer Finance ve Citigroup belli oranda azınlık hissesi almak suretiyle türk bankacılık sektörüne giriş yaptılar.³⁵⁸

Tablo 5.17

Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazla Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (Milyar YTL)

Yıllar	2004	2005	2006 Mart	2006 Haziran
Faiz Dışı Fazla Hedefi (KİT'ler dahil)	26,2	30,5	7,6	17,3
Faiz Dışı Fazla Gerçekleşme (KİT'ler dahil)	27,8	28,3	10,6	25,0
Gerçekleşme / Hedef (%)	106	93	140	145

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu Aralık 2006

Kamusal sektörlerde kriz sonrası dönemde krizin etkilerini silmek için sıkı para ve maliye politikalarına devam edildi. Bütçe disiplinine 2002 yılından itibaren dikkat edilerek 2007 yılına kadar her yıl faiz dışı fazla verildi. Türkiye'nin 2002 sonrası dönemde bütçe açıkları giderek azaldı. 2004 yılında Avrupa birliğine yeni katılan ülkeler ortalamasını yakaladı.

³⁵⁸ Akin vd. s.20-22

Tablo 5.18
AB Ülkeleri Bütçe Açıkları*

	2002	2003	2004
AB'ye Yeni Katılan Ülkeler**	- 4,8	- 5,7	- 3,9
AB Ülkeleri (15'ler)	- 2,2	- 2,8	- 2,6
EURO Bölgesi	- 2,4	- 2,8	- 2,7
Türkiye	- 12,3	-9,6	- 3,9

Kaynak:TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2006

* GSYİH'nin yüzdesi. ** Mayıs 2004 itibariyle AB'ye katılan 10 ülke.

2003 yılından itibaren enflasyon oranları düşmeye başladı. Fiyat hareketlerindeki bu yavaşlama devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faizlerini de düşürdü. Milli Gelirdeki artış ve faiz oranlarındaki düşüşün etkisiyle kamu borç yükünde azalmalar oldu.³⁵⁹ Kriz sonrası dönemde kamu borç stokunun yapısının değiştiği görülmektedir. 2002 yılında dış borçlar GSMH'nin %32,3 iken sonraki yıllarda belirgin ve istikrarlı bir düşüşle 2006 yılında GSMH'nin %7,1'ine indi. Net iç borç stoku ise toplamda azalmayıp artmakla birlikte GSMH artışından dolayı oransal olarak bir düşüş gösterdi. 2002 yılında GSMH'nin %46,2'si iken 2006 yılına kadar çok az bir düşüşle %43 düzeyine geldi. Dış borcun iç borçlarla ikame edilmesi döviz riskini azalttı. Böylece dıştan gelecek şoklara karşı kırılmalıkta bir miktar azalma sağlandı. Toplam borç stoku 2006 yılı itibariyle GSMH'nin %50,1'i kadardı. 2007 yılında borç stokunun GSMH'ye oranı azalarak yılın ilk yarısında % 40,7 oldu. Bunda kamu mevduatındaki ve işsizlik sigortası fonu net varlıklarındaki yükseliş, GSMH' deki artış ve brüt borç stokundaki azalış etkili oldu. Kamu brüt borç stokunu düşüren etken kur etkisine bağlı olarak yabancı para borçlarının YTL karşılığının düşmesidir. AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSMH'ye oranı da düşüş eğilimini korudu.³⁶⁰

Tablo 5.19
Toplam Kamu Net Borç Stoku ve Kompozisyonu

	2002	2003	2004	2005	2006 Haziran
Net dış Borç Stoku / GSMH	32,3	21,9	17,5	8,5	7,1
Net İç Borç Stoku / GSMH	46,2	48,4	45,9	46,8	43,0
Toplam Kamu Borç Stoku / GSMH	78,5	70,3	63,4	55,8	50,1

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu Aralık 2006

³⁵⁹Erinç Yeldan, Türkiye Ekonomisi'nde Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi, Mart 2004, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Seluloz-Is2004_DisBorc_Yeldan.pdf s.5 (10.08.2010)

³⁶⁰ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2008 II, s. 14

Türkiye’de kriz sonrası dönemde sağlanan istikrar koşullarında giderek artan doğrudan yatırımlar cari açığın finansmanında önemli bir paya sahip olmaya başladı. 2003 yılında %15,5 oranında, 2004 yılında %13 oranında, 2005 yılında %38,6 oranında, 2006 yılında ise %60,7 oranında finansman sağlandı. Portföy yatırımlarının seyri doğası gereği dalgalıdır. 2002’den itibaren 2005’e kadar artış göstermesine rağmen 2006’da %54,7’oranında keskin bir düşüş oldu. Bunda global likidite koşullarında görülen azalmanın yanı sıra 2006 yaz dönemindeki dalgalanmalar da etkili oldu.

Tablo 5.20
Ödemeler Dengesi Özet (Milyon Dolar)

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Cari İşlemler Hesabı	-9.821	3.392	-1.524	-8.036	-15.601	-22.603	-31.679
Dış Ticaret Dengesi	-21.959	-3.733	-7.283	-14.010	-23.878	-33.530	-40.128
Hizmetler Dengesi	11.366	9.132	7.879	10.511	12.797	15.272	13.384
Turizm (Net)	5.923	6.352	6.599	11.090	13.364	15.280	14.110
Gelir Dengesi	-4.002	-5.000	-4.556	-5.557	-5.637	-5.799	-6.622
Cari Transferler	4.774	2.993	2.436	1.020	1.117	1.454	1.687
Sermaye ve Finans Hesapları	12.581	-1.633	1.406	3.095	13.410	20.487	34.671
Doğrudan Yatırımlar	112	2.855	962	1.253	2.024	8.723	19.231
Portföy Yatırımları	1.022	-4.515	-593	2.465	8.023	13.437	7.360
Diğer Yatırımlar	11801	-2667	7190	3424	4187	16174	14194
Rezerv Varlıklar	-354	2.694	-6.153	-4.047	-824	-17.847	-6.114
Net Hata Noksan	-2.760	-1.759	118	4.941	2.191	2.116	-2.992

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Son yıllarda dış ekonomik ilişkilerdeki çarpık ve sağlıksız gelişmeler döviz piyasalarında etkili oldu. Yurt içi fiyatlardaki artışa rağmen, TL’nin başlıca dövizler karşısındaki nominal değeri enflasyon farkına sınırlı düzeyde intibak sağladı. Dalgalı kur rejimi iyi çalışmadı ve TL’nin yabancı paralar karşısındaki değeri cari işlemler açığına rağmen düşmedi.³⁶¹ 2006 yılında cari işlemler bir önceki yıla göre artarak 31,679 milyar doları olarak gerçekleşti. Cari açığın finansmanında, doğrudan yatırımlardaki artış ile özel sektör ve bankaların kullandığı kredilerden oluşan diğer yatırımlardaki artış dikkati çekmektedir. Oysa önceki dönemlerde cari açığın finansmanında kısa vadeli portföy

³⁶¹ Erinç Yeldan, Türkiye Ekonomisi’nde Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi, s. 5

yatırımları önemli bir oranı teşkil etmiştir.³⁶² Kullanılan kredi vadelerinin uzaması Türkiye'ye olan güvenin, kriz sonrası dönemde yakalanan istikrarın ve ekonomik iyileşmenin sonucunda olmuştur.

Tablo 5.21
Türkiye'de Uzun Vadeli Kredi Kullanımları (Milyon ABD Doları)

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Kredi Kullanımları	20898	23931	28124	16324	22827	34017	51071
Merkez Bankası	3439	11317	0	0	0	0	0
IMF	3439	11317	0	0	0	0	0
Genel Hükümet	2733	2579	14826	2695	3186	3530	5440
AB							
AKKB	90	173	58	18	3	24	30
AYB	279	198	42	27	68	113	56
Dünya Bankası	1158	1413	905	285	1290	211	1385
İhr.Sig.Kur.	0	0	0	0	0	0	0
İKB	33	27	24	16	5	0	0
IMF	0	0	12503	1681	1163	2425	2981
Japon Eximbank	34	3	0	0	0	0	0
JBIC	314	96	417	250	146	97	200
Sendikasyon	771	581	791	320	393	577	716
Diğer	54	88	86	98	118	83	72
Yurtiçinde Yerleşik Bankalar	1902	860	1300	1387	3514	8894	12337
Diğer (KİT ve Özel Sektör)	12824	9175	11998	12242	16127	21593	33294
Ticari Krediler	128	118	1432	1042	618	212	195
Döviz Kredileri	12696	9057	9887	10791	14762	21058	32640
Diğer Sermaye*			679	409	747	323	459

Kaynak: T.C.M.B, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

* Türkiye'deki yabancı sermayeli şirketlerin yurtdışındaki ortaklarından kullandıkları uzun vadeli krediler. Ödemeler Dengesi Tablosunda doğrudan yatırımlar kaleminin altında yer almaktadır.

Bu dönemde görülen makro ekonomik iyileşmelere rağmen önemli bir makro ekonomi sorun olarak cari açık öne çıkmaktadır. Ekonomi ve finans literatüründe cari işlemler açığının GSMH'nın %4'ünü aşması bir kriz göstergesi olarak kabul edilmiştir. Türkiye'de cari açık 2004 yılından itibaren bu seviyenin üzerinde seyretti. 2006 yılı Eylül ayı itibarıyla GSMH'nın %8,1'i olan cari işlemler açığı, yılın son çeyreğinde azalarak %7,9 seviyesinde gerçekleşti. 2007 yılının ilk çeyreğinde ise, bir önceki yılın aynı dönemine göre 0,3 milyar dolar artarak 9,1 milyar ABD doları oldu.³⁶³

³⁶² T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2006, s. 43

³⁶³ TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu, 2007, s.6

Küresel krizin etkisiyle iç ve dış talep daraldı. Bunun sonucunda hem ekonomik büyümede yavaşlama hem de enerji fiyatlarında düşüş görüldü. 2008 yılı Ağustos ayında 49 milyar ABD doları ile yıllık bazda en yüksek seviyesine ulaşan cari açık, ekim ayından itibaren hızla azalarak 2008 yılı sonunda 41,6 milyar dolar, 2009 Mart ayı itibarı ile yıllık bazda 30,5 milyar dolar olarak gerçekleşti.³⁶⁴

Tablo 5.22

Cari İşlemler Açığı

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Cari İşlemler Hesabı	-3.392	-1.524	-8.036	-15.601	-22.603	-31.679
GSYİH	145.693	180.892	239.235	299.475	360.876	399.673
Cari İşlemler Hesabı /GSYİH	0,02	- 0,008	0,03	0,05	0,06	0,08

Kaynak: DTM, Türkiye'nin Ekonomik Göstergeleri, TCMB (EVDS)

Türkiye'de cari açık bir süredir tehlike sınırlarının üzerindedir. Ancak bunun bir krize nedeni olabilmesi cari açığın finansmanına ve sürdürülebilirliğine bağlıdır. Nitekim AB'ye yeni üye ülkeler de yüksek cari açıklar vermelerine rağmen 2008'deki küresel finansal krize kadar bir krize sürüklenmediler. Bunda yüksek büyüme hızlarının yanı sıra AB'ye üye olmanın getirdiği güven ortamı etkili oldu.

Tablo 5. 23

Seçilmiş Ekonomilerde Cari İşlemler Dengesinin GSYİH' ye Oranı ve GSYİH Büyümesi (%)

	2006		2007*		2008**	
	Cari Denge/ GSYİH	Büyüme	Cari Denge/ GSYİH	Büyüme	Cari Denge/ GSYİH	Büyüme
Yeni AB Üyeleri	-6,0	6,4	-7,2	6,1	-7,7	5,2
Bulgaristan	-15,8	6,1	-20,3	6,0	-19,0	5,9
Romanya	-10,3	7,7	-13,8	6,3	-13,2	6,0
Macaristan	-6,5	3,9	-5,6	2,1	-5,1	2,7
Polonya	-2,3	6,1	3,7	6,6	-5,1	5,3
Çek Cumhuriyeti	-3,1	6,4	-3,4	5,6	-3,5	4,6
Avrupa (Gelişmiş)	0,5	2,9	0,2	2,7	0,0	2,2
Avrupa (Gelişmekte)	0,1	6,6	-1,9	6,3	-2,9	5,7
Avrupa Birliği	-0,7	3,2	-1,0	3,0	-1,2	2,5

Kaynak: IMF, World Economic Outlook (Ekim 2007), (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007)

(*) Gerçekleşme Tahmini.

(**) Projeksiyon.

Türkiye'de 2006 yılı ve öncesine göre bir yavaşlama olsa da 2007'de büyüme devam etti. İç talep daraldığı halde, ihracat sektörlerindeki artış büyümenin motoru oldu. Büyüme oranları Avrupa Birliği ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşti. Bu

³⁶⁴ TCMB, Finansal İstikrar Raporu. Mayıs 2009, Sayı 8, <http://www.tcmb.gov.tr> (15.08.2008), s. 16-20

durum cari açığın çevrilebilirliği açısından olumludur. İhracat artışı cari açığın finansmanında kullanılacak döviz girdisini sağladığı için büyüme büyük oranda ihracata yönelik sektörlerde oldu.

Kapasite kullanım oranlarındaki artış uluslar arası rekabet gücünün artması ve istihdam düzeyinin korunması açısından önemlidir. Ayrıca dışarıdan bulunan ve cari açığa neden olan dış kaynakların ne kadar verimli kullanıldığı da göstergesidir. Bu durum yabancı sermayenin ülkeye bakışına etki eder. İşyerlerinin tam kapasite ile çalışmasının önündeki en büyük engel iç pazardaki talep yetersizliği idi. İmalat sanayinde firmaların kapasite kullanım oranları 2007’de başlayan likidite ve talep daralmasına rağmen arttı. 2007 yılı Eylül ayında 2006 Eylülüne göre 0,7 puanlık artışla % 83,3 seviyesini yakaladı.³⁶⁵

Son yıllarda cari açığın oluşumunda kamu kesiminin yanısıra özel kesimin de etkisi oldu. Rakamsal değerler özel kesiminin cari açık etkisinin kamu kesiminin cari açık etkisinden fazla olduğu yönündedir. Bu durum cari açığın makro ekonomik açıdan olumsuz etkilerini kısmen azalttı. Özel kesim kaynaklı cari açığın; enflasyon, faiz ve gelir dağılımı gibi toplumun genelini etkileyen konulara yansımaları kamu açıklarına oranla daha sınırlı oldu. Finansal bir krizle karşılaşma riskine karşılık da ülke borçlarının yapısı ile döviz rezervlerine bakılmalıdır. 2002’de 9 ay olan ortalama borç vadesi 27,5 ay düzeyine yükseldi ve borç vadesi uzadı. Ülkelerin dış borç ödeme gücü göstergelerinden biri olan kısa vadeli dış borç stokunun uluslararası rezervlere oranı, 2006 yılı sonunda yüzde 66,9 iken, Merkez Bankası rezervlerindeki artışın sürmesiyle 2007 yılı Haziran ayı itibariyle yüzde 58,1’e geriledi.³⁶⁶ 2008 yılından itibaren artış sürecine girerek Eylül 2008 % 69,1 oldu.³⁶⁷ 2009 yılı Mart ayı verilerine göre %145,7’ye yükseldi.³⁶⁸ Merkez bankasının döviz rezervleri 2006 sonu itibariyle 70 milyar doların üzerine çıkarak olası krizlere karşı bir miktar güvence oluşturdu.³⁶⁹

³⁶⁵ T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007, s.10

³⁶⁶ T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007, s.7

³⁶⁷ TCMB, Finansal İstikrar Raporu Eylül 2008, s. 13

³⁶⁸ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009, s. 19

³⁶⁹ Muhammet Akdiş Cari Açık Kriz Habercisi mi? <http://makdis.pamukkale.edu.tr/currentdeficit.htm> (24.07.2007), s.1.

Tablo 5.24

Cari Hesabın Finansmanı

(Milyar ABD Doları)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	03.09
Cari İşlemler Hesabı	-8,0	-15,6	-22,1	-32,1	-38,2	-41,6	-30,5
Finans Hesapları	3,1	13,4	19,5	32,1	36,6	37,0	21,2
Genel Hükümet (MB, Rezerv dahil)	- 2,6	2,4	-16,5	-2,9	-15,5	-4,1	-4,3
Özel Sektör (Bankalar dahil)	5,7	11,0	36,0	35,0	52,1	41,1	25,4
Net Hata Noksan	4,9	2,2	2,6	0,0	1,6	4,6	9,3

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu Aralık 2006, s. 34, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009, s.19

Cari işlemler açığı bankalar dahil olmak üzere büyük ölçüde özel sektör tarafından finanse edildi. Giderek daha uzun vadeli bir yapıya kavuşan özel sektörün yurt dışından sağladığı fonlar, 2006 yılı Eylül ayı itibariyle 47,3 milyar dolardır. Gelişmeler cari açığın finansmanı açısından olumlu olmakla birlikte, özel sektörün kur riski yönetimi büyük önem kazandı.³⁷⁰ Cari açığa neden olan faktörler şunlardır:

— Global likidite koşullarının oldukça iyi olması ve Türkiye'nin ihtiyaçlarını karşılayacak kadar bol likiditenin sağlanması. Bu durum döviz kurlarının düşmesine, ithalatın ucuzlamasına ve ihracata yönelik rekabet koşullarının ağırlaşmasına neden oldu. Özellikle tekstil gibi katma değeri düşük alanlarda ihracat yapan Türkiye için zor bir dönemi başlattı. Yeni dönemde petrol ve teknoloji ithalatının yanı sıra birçok hammadde ve yarı mamul mallar da ithal edilir hale geldi.

— Kriz döneminde ertelenen yatırımlar kriz sonrasında hızlaması. Yatırımlarla birlikte hızlı bir büyüme sağlandı ama özel kesim tasarrufları da hızla azaldı. Bu dönemde makine teçhizat ve ileri teknoloji ithalatı büyük ölçüde arttı.

— Yine bu dönemde gözlenen diğer bir gelişme ise başta petrol fiyatları olmak üzere enerji fiyatlarındaki hızlı artışı. Bu da ithalatçı konumunda olan Türkiye'de cari açığın artmasına neden oldu.³⁷¹

2001 krizi sonrasında Türkiye ekonomisi iyi bir büyüme trendi yakaladı ama cari denge giderek bozuldu. Hızlı büyüme dış finansmana bağlı yatırım ve tüketim artışıyla gerçekleşti. Cari açığı oluşturan en önemli kalem artan dış ticaret açıklarıydı. Her ne kadar ihracat artsa da ithalat daha hızlı arttı. Tarım sektörü ile turizm

³⁷⁰ TCMB, Finansal İstikrar Raporu Aralık 2006, s. 34

³⁷¹ Saruhan Özel, Global Dengesizliklerin Dengesi, s. 204-210

sektöründen sağlanan dövizler ticaret açığını kapatmaya yetmeyince cari açık büyüdü. 2007 yılında küresel likidite koşullarının kötüleşmesi ile birlikte yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere ilgisi azaldı. Bu süreçte dış talep gücünü koruduğu halde, iç talep daraldı. Özel tasarruflar artma eğilimine girdi. Bunların sonucunda Türkiye’de cari açığın azalacağına ilişkin beklentiler güçlendi.³⁷² Cari açıkla ilgili dikkat çeken önemli bir konu da enflasyon oranlarındaki artıştır. Enflasyonla mücadele programının temeli yüksek faizlerle iç talebi kısmak, yabancı sermayeyi ülkeye çekmektir. Böylece yatırımlar için kaynak bulunacak ve yatırım için gerekli olan ithalat düşük kurla yapılacaktır. İthalat artış iç fiyatları baskıladığı için enflasyonla mücadele edilebilecekti.

Tablo 5.25
Fiyat Endeksi (2003=100) (TÜİK) (Aylık) (%)

	2004	2005	2006	2007	2008
Üretici Fiyatları	14.58166	5.88503	9.36041	6.28496	7.80984
Tüketici Fiyatları	8.58766	8.18399	9.60614	8.74583	6.89097

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Oysa son dönemde dünya enerji ve emtia fiyatlarındaki artış hem dünyada hem de Türkiye’de enflasyonist bir baskı oluşturdu. Türkiye’de enflasyon, 2008 yılının ilk çeyreğinde %9,2 ile 2006 yılı sonundaki %9,7 seviyesinin altında gerçekleşti. Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama enflasyon aynı dönemde %3,4’ten %6,1 seviyesine yükseldi.³⁷³

5.3.6. Küresel Kriz ve Türkiye’ye Etkileri (2007-2009 Arası Dönem)

Amerika Birleşik Devletlerinde başlayan ve Mortgage krizi adı verilen ve giderek dünyaya yayılan küresel finansal kriz Türkiye’yi de etkisi altına aldı.

5.3.6.1. Krizin Türkiye’ye Etkileri

Kriz, Türkiye’yi, dış kaynak, iç kredi, dış ticaret ve güven kanallarındaki bozulma yoluyla dört farklı kanaldan etkiledi ve ekonomi bu dönemde küçüldü.³⁷⁴

³⁷² Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2007, s.24

³⁷³ T.C.M.B. Enflasyon Raporu, 2008 II, s. 2

³⁷⁴ TEPAV, 2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler, http://www.tepav.org.tr/tur/admin/dosyabul/upload/2007_08_Kuresel_Finans_Krizi_ve_Turkiye.pdf (15.12.2009), s. 4-5.

Küçülmenin ilk nedeni iç talepteki daralmadır. Kriz süresince Türkiye'nin aldığı önlemler yetersiz kalınca tüketici ve yatırımcı güven sorunu yaşayarak ihtiyatlı bir tutum aldı. İşsizlik oranları artış gösterdi ve talepteki daralma hızlandı. İkinci neden ise dış talepteki daralmadır. Küresel talepteki daralma Türkiye'nin dış ticaretinin de daralmasına neden oldu. Üçüncü neden yabancı para akımlarındaki azalmadır. Krizin en çok hissedildiği alanlardan biri de küresel sermaye hareketleridir. Hedge Fonlardaki çöküş portföy yatırımlarını, banka finans piyasalarındaki çöküş ise küresel kredi kanallarını daralttı. Şirketlerin ve bankaların yüksek yabancı para borçları ülkeler için en önemli risk unsurlarından biri haline geldi. Dördüncü neden iç kredi kanallarındaki daralmadır. Kriz süresince bankalar özel sektöre kredi vermede isteksiz ve ihtiyatlı oldular. Bankacılık sistemine dayalı kredi kanalları çalışmadığı gibi vadeli çeklere dayalı ticari kredi kanalları da işlevini yitirdi. Oluşan güven kaybı bireyler ve şirketler arası işlemlerin büyük ölçüde peşin ödemeye dayalı hale gelmesine neden oldu. Bu gelişmeler sonucunda, işletmelerin nakit dengesi bozuldu. Bir çok şirket ödeme güçlüğüne düştü. Şirket stoklarında kriz öncesi döneminden kalma pahalı ham ve yarı mamul madde ile bunlardan yapılmış ürünler zararlara neden oldu. Ödeme güçlükleri daha da arttı.³⁷⁵

2009 yılı genelinde GSYİH %4,7 oranında daraldı. GSYİH'nin düşmesinde en büyük etki 2009 yılında %19,2 azalan yatırımlardan geldi. Yatırımlardaki azalmada özel sektörün dış kaynak bulma güçlüğü etkilidir. Bu dönemde krizin etkilerini yatıştırmak amacıyla kamusal destekler verildiği için toplam tüketim harcamaları çok düşmedi.

2009 yılında mali hizmetler ve tarım dışındaki tüm sektörler büyümeye negatif etki yaptı. Sanayi üretimi 2008'in son çeyreğinden 2009'un ikinci çeyreğine kadar keskin bir düşüş gösterdi. Sanayi Üretim endeksi 2008'in son çeyreğinden 2009'un son çeyreğine kadar yıllık bazda sırasıyla %12,5, %21,9, %15,5 ve %8,1 oranında düşüş gösterdi. İmalat Sanayii Kapasite kullanım oranı 2008'in son çeyreğinden 2009'un son

³⁷⁵ TEPAV, **Türkiye Ekonomisi için Kriz Önlemleri**, Mart 2009, s.1-2
http://www.tepav.org.tr/tur/admin/dosyabul/upload/TEPAV_kriz_raporu_pn.pdf (15.12.2009),

çeyreğine kadar yıllık bazda sırasıyla %13,1, %20,1, %14,8 ve %10,1 oranında düşüş gösterdi.³⁷⁶

2009 yılında iktisadi faaliyet daraldığı için vergi gelirleri düştü. Krizin etkilerini hafifletmek amacıyla alınan mali tedbirler kamu harcamalarını arttırdı. Bu durum birçok ülkede olduğu gibi, ülkemizde de kamu mali dengesinin bozulmasına yol açtı. Merkezi yönetim bütçe gelirleri 2009 yılında 2008 yılına kıyasla %2,6, faiz dışı harcamalar %21,4 artış gösterdi. Toplam harcamalar %17,8 oranında arttı ve gelirlerin harcamaları karşılama oranı 11,8 puan geriledi. Faiz dışı harcamalardaki artışta Sosyal Güvenlik Kurumu prim gelirleri tahsilatındaki yavaşlama nedeniyle yapılan transferler ve 2008 yılı Ekim ayından itibaren sosyal güvenlik primi işveren hissesinin 5 puanlık kısmının Hazine tarafından ödenmesi etkili oldu. Özelleştirme ve vergi gelirlerinin hedeflenenin oldukça altında kalması sonucunda merkezi yönetim bütçe açığı 52,2 milyar TL olarak gerçekleşti. 2008 yılı sonuna kadar azalan kamu net borç stokunun GSYH'ye oranı 2009 yılında artış göstermiş ve %32,5 seviyesinde gerçekleşti. Bu gelişmede, kamu brüt borç stokundaki artış ve GSYH'deki azalış etkili oldu.³⁷⁷

Hanehalkı toplam yükümlülüklerinin GSYH'ye oranı 2008 yılında yüzde 13,6 iken, 2009 yılı itibarıyla yüzde 15,4'e yükseldi. Söz konusu yükselişte esas olarak GSYH'deki gelişme etkili oldu. Aynı dönemde hanehalkı tüketim harcamalarının bireysel kredilerle finanse edilen kısmı da artarak, %12,6'dan %13,8'e yükseldi.³⁷⁸

Tablo 5.26

Hanehalkı Harcanabilir Geliri, Yükümlülüğü ve Faiz Ödemeleri (Milyon TL)

	2007	2008	2009
Hane halkı Faiz Ödemeleri	15.576	19.653	21.113
Hane halkı Yükümlülükleri	104.111	128.966	147.083
Hane halkı harcanabilir Geliri	335.157	379.524	390.245
Faiz Öd./Hane halkı Harcanabilir Gelir(%)	4,6	5,2	5,4
Borç/Hane halkı harcanabilir Gelir (%)	31,1	34,0	37,7

Kaynak: Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010 Sayı:10

2009 yılında bir önceki yıla göre hanehalkı yükümlülükleri %14, faiz ödemeleri %7,4 arttı. Hanehalkının geri ödeme gücünü gösteren hanehalkı faiz ödemelerinin hanehalkı

³⁷⁶ TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> (23.08.2010)

³⁷⁷ T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010, <http://www.tcmb.gov.tr/> (25.08.2010), s. 15-24

³⁷⁸ T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010, s. 25-31

harcanabilir gelirine oranı, %5,2'den %5,4'e, hanehalkı toplam yükümlülüklerinin hanehalkı harcanabilir gelirine oranı ise %34'ten %37,7'ye çıktı.

Türk finans sektörü kriz sürecinde büyümesini sürdürdü. 2009 yılında bir önceki yıl sonuna göre %14 büyüyen sektörün aktif büyüklüğü 944 milyar TL oldu. Sektör aktiflerinin %88,4'ünü bankalar oluşturmaktadır. 49 olan banka sayısı değişmemekle birlikte şube sayıları arttı. 2008 yılı sonu itibarıyla 9.308 olan şube sayısı, 2009 yılında artarak 9.579'a yükseldi. Çalışan personel sayısı 2009 yılında, 1.535 kişi artarak 184.205'e ulaştı. Bankacılık sektörünün toplam varlıkları, 2009 yılı sonunda bir önceki yıl sonuna göre %6,9 reel artışla 834 milyar TL oldu. Türk bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğünün GSYH'ye oranı, 2008 yılı sonunda %77,1 iken, 2009 yılı sonunda % 87,4'e yükseldi.³⁷⁹

5.3.6.2. Türkiye'de Krize karşı Alınan Önlemler

Her ülkede olduğu gibi global krizin etkilerini azaltmak amacıyla Türkiye'de de bir takım önlemler alındı. Krizi aşmaya yeterli olmamakla birlikte alınan önlemler şu şekilde sıralanabilir.³⁸⁰

- Likidite Destekleri: Merkez Bankası, piyasadaki döviz ve TL likiditesini artırmak için önlemlerini arttırdı. Bankaların kâr dağıtımına sınırlama getirildi ve kâr dağıtımını BDDK onayına bağlandı.

- Vergi Destekleri: Yurtdışındaki varlıkları yurtiçine getirilmesi için vergi indirimleri ve muafiyetlerini içeren Varlık Barışı uygulaması başlatıldı. Hisse senedi kazançlarında yerli yatırımcılara uygulanan yüzde 10'luk stopaj kaldırıldı. BSMV muafiyeti getirildi. Vergi borçları yüzde 3 faizle taksitlendirildi. Kredilerdeki Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu kesintisi oranı 10'a indirildi. Özel İletişim Vergisi %15'ten %5'e düşürüldü. Hurdaya çıkarılacak eski model motorlu taşıtlar için vergi ve ceza affı getirildi. Ürün senetlerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlara gelir ve

³⁷⁹ T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010, s.38-42

³⁸⁰ T.C. Hazine Müsteşarlığı, Küresel Mali Krize Karşı Politika Tedbirleri, Ağustos 2009, http://www.hazine.gov.tr/doc/Guncel/Politika_Tedbirleri.pdf (16.12.2008), s.1-16

kurumlar vergisi muafiyeti getirildi. Birleşen KOBİ'ler kurumlar vergisi indirimi ve muafiyeti getirildi. ÖTV indirimi yapıldı.

- İstihdam Destekleri: Kısa çalışma ödeneğinin miktarı yüzde 50 oranında artırılarak, yararlanma süresi 6 aya çıkarıldı. Genç ve kadın istihdam teşvikinin süresi uzatıldı. İşsizlik ödeneği yüzde 11 oranında artırıldı. İşgücünün eğitimine destek ve istihdamın artırılması kararları alındı. Bu çerçevede ek istihdama prim desteği, işveren priminin 6 ay boyunca devlet tarafından karşılanması kabul edildi.

- Yatırım Destekleri: Yeni bir yatırımı teşvik sistemi hazırlandı. Vergisel kolaylıklar getirildi. Gelir vergisi, sigorta primi ve enerji desteğinden yararlanma süresi 1 yıl uzatıldı. Tekstil sektöründe faaliyette bulunan, 3. ve 4. bölgelere taşınacak tesislere; vergi, sigorta primi ve taşınma desteği kararı alındı.

- Üreticiye ve İhracatçıya Sağlanan Kredi ve Garanti Düzenlemeleri: KOSGEB'in bütçesi, 2009 yılında 2008 yılına göre yüzde 48 oranında artırıldı. KOBİ'lere sıfır veya düşük faizli kredi desteği verildi. KOBİ'lere Kredi Garanti Desteği uygulamasına başlandı. Düşük faizli tarım kredilerinin vadesi uzatıldı

- İhracat kredi desteği: Eximbank'ın ödenmiş sermayesi artırıldı. Firmaların Eximbank kredi kapsam ve limitleri artırıldı ve vadeleri uzatıldı. İhracat reeskont kredisi limiti yükseltildi.

- Kredi ve Kredi Kartına İlişkin Düzenlemeler: Döviz cinsi ve dövize endekli kredi kullanımı yeniden düzenlendi. Ödenemeyen kredi kartı borçları yeniden yapılandırıldı ve asgari ödeme tutarları düzenlendi.

- Ar-Ge desteği: Ar-Ge yapacak firmalara vergi indirimleri getirildi.

5.3.6.3. Krizden Çıkış Sürecinde Türkiye Ekonomisi

Nourel Roubini'ye göre Türkiye ekonomisi 2001'de yaşanan ekonomik krize kıyasla oldukça iyi durumdadır. Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama ilerleme kaydetmiş, mali sistem büyük ölçüde toparlanmıştır. Bankaların sermaye ve likidite düzeyi yüksektir. Piyasada büyük sorunlara yol açan yanlış eşleşmelerin sayısı azalmış,

Denetim ve düzenlemeler iyileştirilmiştir. İhracat ve ekonomik büyümede artış sağlanmış, rekabetçi bir pazar yapısı oluşturmuştur. Ancak Avrupa ve diğer bölgelerin ihracat taleplerindeki büyük düşüş, Türkiye'yi olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Bu koşullar Türkiye'nin dış finansmanını güçleştirmektedir. Cari işlem açığı, devletin ve özel sektör borçlanmaları, dikkatli olunması gereken konulardır.³⁸¹

Türkiye ekonomisi kriz öncesi dönemin gerisinde olmakla birlikte 2009 son çeyreğinden itibaren toparlanma sürecine girdi. 2009 üçüncü çeyreğinde yıllık bazda %2,9 luk bir küçülme yaşanırken, son çeyrekte %6'lık bir büyüme 2010 ilk çeyrekte ise yıllık bazda %11,7 büyüme gerçekleşti. Yerleşik hane halkı tüketimi 2009 son çeyrekte yıllık bazda %4,8 ve 2010 ilk çeyrekte %9,9 artış gösterdi. Gayri safi sabit sermaye oluşumunda 2010 ilk çeyrekte %14,4 artış görüldü.³⁸²

Çalışan sayısı 2009 son çeyrekte %3,4 oranında arttı. Kapasite kullanım oranı 2009 ikinci çeyreğinden itibaren %70,7 olarak gerçekleşti. Sanayi üretim endeksinde 2009 üçüncü çeyreğinde yıllık bazda %8,1 düşüş olmakla birlikte son çeyrekte artış sürecine girildi. 2009 son çeyrekte %9,1'lik, 2010 ilk çeyrekte %17,2'lik bir artış, sonrasında artış hızı azalmakla birlikte 2010 ikinci çeyreğinde %14,1'lik artış görüldü.³⁸³

Mevduat faiz oranları 2009 son çeyrekte %16,2'ye, 2010 ilk çeyrekte %15,9'a düşürüldü. 2010 üçüncü çeyrekte ise %15,7 seviyesine kadar indi. Bu bir yandan toplam talebi kuvvetlendirip ekonomik toparlanmaya destek olurken diğer yandan faiz yükümlülüklerinin de azalmasını sağladı.³⁸⁴

İhracat tutarı 2009 üçüncü çeyreğinde 27 milyar dolar iken dördüncü çeyrekte 31 milyar dolara yükseldi. 2010 ilk çeyreğinde 28 milyar dolara düştükten sonra 2010 ikinci çeyreğinde tekrar 30,5 milyar dolar seviyesine ulaştı. İthalat ise 2009 dördüncü çeyreğinde 38,4 milyar dolar iken 2010 ilke çeyreğinde 36,7 milyar dolara düştü. Ancak

³⁸¹ Ünlü Ekonomist Krizin Türkiye'ye Etkilerini Değerlendirdi, 25 Ocak 2009, <http://www.turkishny.com/old/en/other-news/1924-uenlue-ekonomst-krzn-tuerkyeye-etklem-deerlendir-d.html>

³⁸² TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

³⁸³ TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

³⁸⁴ TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

2010 ikinci çeyreğinde yeniden yükselerek 42,6 milyar dolara ulaştı. Bu durum her ne kadar artan talebi desteklese de cari açıkta yeniden artış endişesini doğurdu.³⁸⁵ 2009'un son çeyreğinde 6,3 milyar dolar olan yabancı sermaye girişi 2010 ilk çeyreğinde artarak 9,2 milyar dolara, 2010 ikinci çeyreğinde ise 19 milyar dolara yükseldi.³⁸⁶

Türkiye ekonomisi toparlanma süreci dünya genelinde oldukça iyi olmakla birlikte krizin yaralarının sarılması biraz zaman alacaktır. Tüm iktisadi verilerin kriz öncesi dönemi yakalaması ve daha iyi koşulların yakalanması birkaç yıl sürecektir.

5.4.Türkiye’de Kriz Gösterge Değerleri

Sinyal yaklaşımına göre krizlerin öncü göstergeler aracılığı ile önceden tahmin edilebilmesi mümkündür. Öncelikle tahminde kullanılacak göstergeler saptanır. Sonrasında da her bir gösterge için bir eşik değer belirlenir. Göstergelerden birisinin eşik değeri aşması 24 ay içinde bir kriz olabileceğini ihtimalini gösterir. Her bir değişimdeki değişim bir önceki yıl aynı dönemde aldığı değerden yüzdelik olarak ne kadar farklılaştığına bakılarak belirlenir. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart’ın çalışmalarında göstergelerde ki değişim için %10 ile %20 aralığında bir eşik değer saptamışlardır. Bir göstergedeki değişim bu oranları aşıyorsa 24 ay içerisinde bir kriz ihtimali vardır.³⁸⁷

Tablo 5.27

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart’ın Belirlediği Kritik Değerler

Gösterge	Kritik Değer
Uluslararası Rezervler (USD)	10% (-)
İhracat (USD)	10% (-)
Dış Ticaret Haddi	11% (-)
Reel Döviz Kuru (%)	10% (+)
Aşırı Reel M1	17% (+)
M2 Çarpanı	17% (+)
Yurtiçi Kredi/GSYİH	19% (+)
Reel Mevduat Faiz Oranı	15% (+)
M2/Brüt Uluslararası Rezervler	10% (+)
Üretim Endeksi	10% (-)

Kaynak: Zeynep Karoçer, Volkan Alptekin, Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği, *Yönetim ve Ekonomi* Yıl:2006 Cilt:13 Sayı:2, s.243

³⁸⁵ TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

³⁸⁶ TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

³⁸⁷ Kaminsky vd. Leading Indicators of Currency Crises, s.18

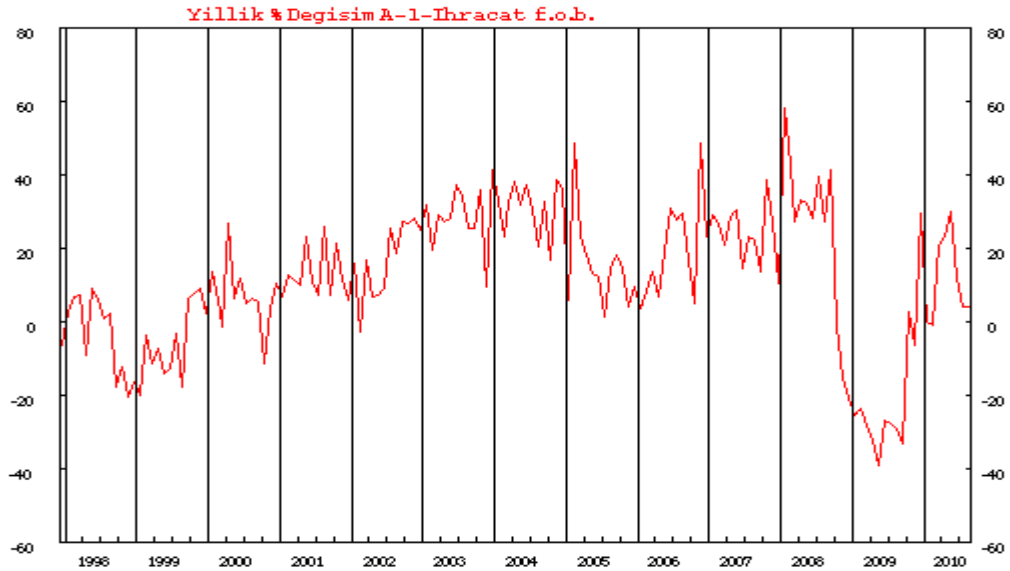
Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın eşik değerlerini belirlediği bazı değişkenler tabloda yer almaktadır. Reel Döviz Kuru ve Reel mevduat faiz oranı dışındaki diğer değişkenler bir önceki döneme göre değerlendirilmektedir. Tablo 22'de her bir değişken için hesaplanan kritik değerler yer almaktadır. Rakamların yanında yer alan (-) ve (+) işaretleri artış ya da azalışları ifade etmektedir.

Kriz göstergelerinin yıllar itibariyle Türkiye'de aldığı değerler sözkonusu eşik değerlere göre incelendiğinde kriz öncesi dönemlerde eşik değerlerin aşıldığı görülmüştür.

5.4.1. İhracat

İhracat hacmindeki %10 ve üzeri düşüşler kriz sinyali olarak algılanmaktadır. 2000-2001 krizleri öncesinde ihracat hacmindeki düşüş kriz sinyali verdi.

Şekil. 5.1.
İhracat Değişim Oranı



Kaynak: TCMB, EVDS

Kriz sonrası dönemde ihracatın sürekli artması ile kriz sinyali alınmaz hale geldi. Sonraki yıllardaki en belirgin düşüş 2008-2009 arası dönemde oldu. Küresel krizin etkisiyle Türk ihracatı büyük oranda düşüş gösterdi. Cari açığın finansmanı ise

uluslar arası rezerv kaybını getirdi. Bu da kriz açısından dikkat edilmesi gereken bir konudur.

Türkiye’de ihracat artış hızındaki yükselme ithalat artış hızından daha düşük olduğu için ihracatın ithalatı karşılama oranı kriz sonrası dönemde az da olsa kötüleşti. 2001 yılında %90 oranında bir karşılama söz konusuysen 2002 yılında bu oran %85’e düştü. Sonraki yıllarda da azalma devam etti ve 2005 yılına gelindiğinde ihracatın ithalatı karşılama oranı %70 olarak gerçekleşti. 2006 yılında ise oran değişmeyerek %70 düzeyinde kaldı. Bu süreçte Türkiye’nin ihracat artışının olumlu etkisinin ithalat artışı ile zayıflatılması etkili oldu. İhracatın artış hızı 2007 ve 2008 yıllarında ithalatın artış hızını geçti ve ihracatın ithalatı karşılama oranı sırasıyla %71 ve %73 olarak gerçekleşti.

Tablo 5.28
Dış Ticaret Verileri

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dış Ticaret Dengesi	-21960	-3730	-7283	-14010	-23878	-33530	-40176	-46677	-53066
İhracat (f.o.b.)	30721	34373	40124	51206	67047	76949	91912	115364	140.775
İthalat (f.o.b.)	-52681	-38103	-47407	-65216	-90925	-110479	-132088	-162041	-193.841
D.T. Denge (Değişim)		-0,83	-0,95	-0,92	-0,70	-0,40	-0,20	-0,16	-0,14
Dış Ticaret Haddi (%)	0,58	0,90	0,85	0,79	0,74	0,70	0,70	0,71	0,73
D.T. Haddi (Değişim)		0,55	-0,06	0,07	0,06	0,06	0,00	0,02	0,02

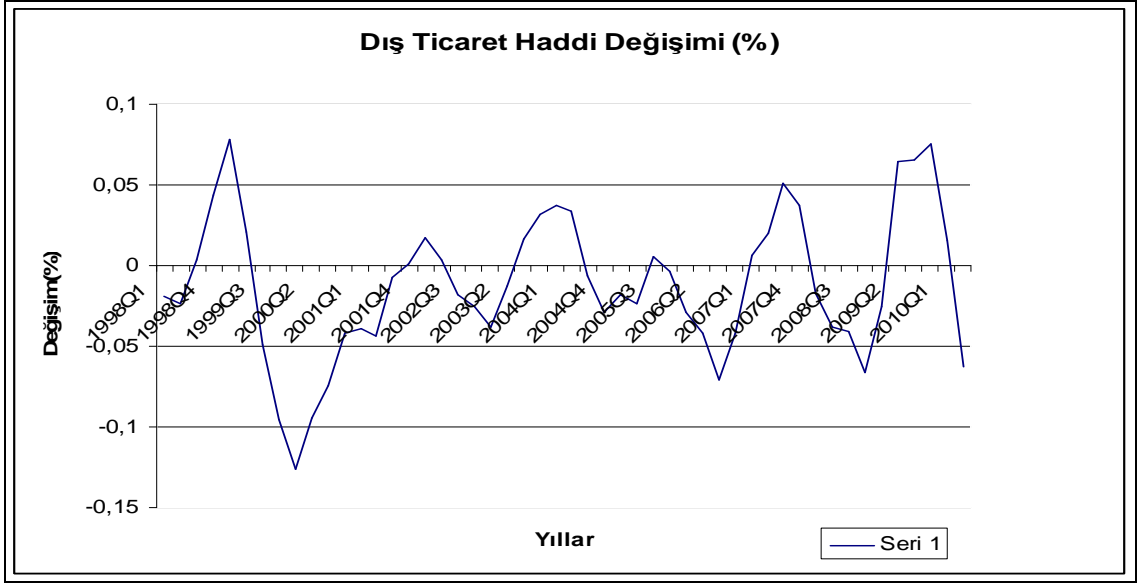
Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Global krizin etkisiyle Türkiye’nin ihracatında 2008’in son çeyreğinde %18.17 lik, 2009 ilk çeyreğinde ise %10’luk bir düşüşler görüldü. 2009 ikinci çeyreğinde %0.77’lik bir artışla toparlanma süreci başladı.

5.4.2. Dış Ticaret Haddi

İhracatın İthalatı karşılama oranında %11 oranında azalma bir kriz sinyali olarak görülmektedir. 2000 krizi öncesinde şekilde de görüldüğü gibi kriz sinyali alındı.Sonraki yıllarda dış ticaret hadlerindeki değişim %11’in altında kalarak kriz sinyali vermedi. Bunda Türk ihracat sektörünün giderek küresel rekabet kazanmasının etkisi olduğu gibi Amerikan dolarınının AB parası Avro karşısındaki değer kaybı da etkilidir. Türkiye’nin ithal kalemleri büyük ölçüde dolar para birimi cinsinden olduğu halde ihracat kalemleri ise avro para cinsindedir.

Şekil 5.2
Türkiye’de Dış Ticaret Hadlerinde Görülen Değişim

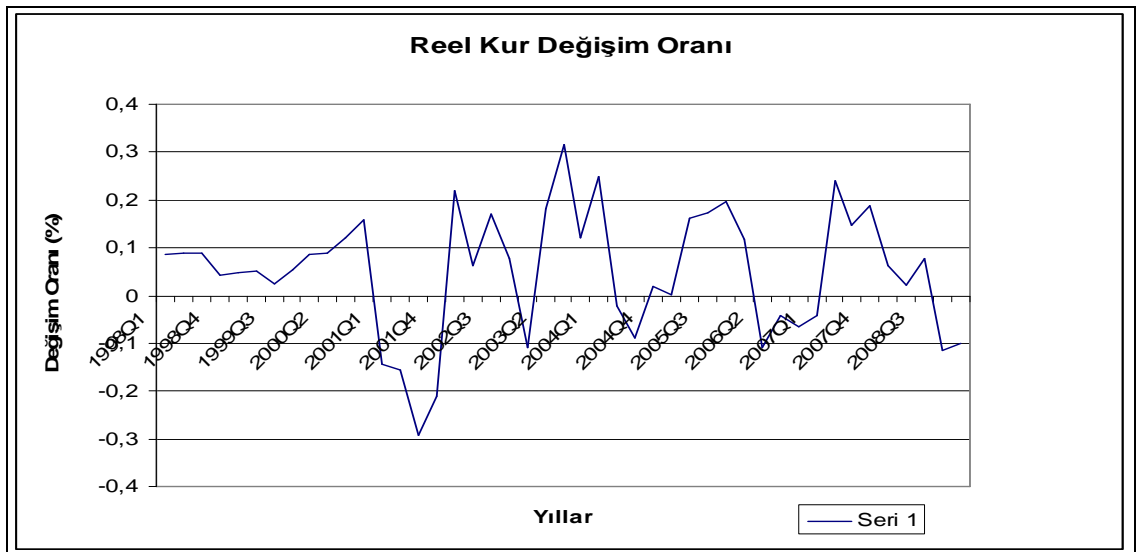


Kaynak: TÜİK

5.4.3. Reel Döviz Kurları

Reel döviz kurlarındaki % 10 ve üzeri artışlar kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir. 2000-2001 krizi öncesi kurdaki değerlenmenin kriz sinyali verdiği görülmektedir.

Şekil 5.3
Reel Kurlardaki Değişim



Kaynak: TCMB, EVDS

Reel döviz kurları için 2000 sonrası dönem istikrarsızdır. Kurlarda eşik değeri aşan dönemler görülmekle birlikte 2009 yılına kadar bir krizle karşılaşılması.

Reel döviz kurları 2001 yılının şubat ayından itibaren Mayıs 2001'e kadar toplam %35,3 oranında düştü. Sonra artış süreci başladı. Mayıs ayında %12,8 oranında, 2001 Kasımına kadar da toplam %16 oranında bir artış oldu. 2001 Kasımından sonra da artış devam etti ve 2002 Şubatına kadar %42 seviyesine ulaştı. Sonraki yıllarda dalgalanma şiddeti giderek azalmakla birlikte sürdü. Önemli ölçüde dikkat çeken dalgalanmalar 2002'nin mayıs haziran ve temmuz aylarında toplam %26,5 oranında artış, 2004 yılı Mayısında %9,3'lük bir düşüş, 2006 yılının Haziran ve Temmuz aylarında toplam %18'lik bir düşüş şeklinde oldu. 2006'nın üçüncü çeyreğinde %9,42 lik bir çıkıştan sonra kurdaki değerlenme 2008 yılına kadar sürdü ve global krizin etkisiyle 2008 ilk çeyrekte %7,51'lik, dördüncü çeyrekte de %12'lik düşüş gözlemlendi. 2009 yılı genelinde yıllık bazda reel kurda %6,6 oranında bir değer kaybından sonra 2010 yılında % 9,85'lik bir değerlenme oldu.

Tablo 5.29
Reel Döviz Kurları³⁸⁸

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	121.5	128.6	148.1	130.3	119.2	147.0	150.6	172.2	165.0	191,0	166,5
Şubat	121.2	131.5	138.4	135.8	122.7	149.1	156.0	174.6	167.9	189,3	163,4
Mart	121.8	132.4	113.5	138.4	123.5	154.3	154.7	173.0	165.6	176,1	159,4
Nisan	121.8	132.9	101.2	143.8	127.9	152.5	151.8	171.8	170.4	167,8	166,7
Mayıs	121.0	135.7	114.2	133.4	135.8	138.2	153.3	158.5	173.3	178,2	168,1
Haziran	121.5	132.3	111.8	118.9	140.6	137.5	159.5	142.1	176.0	180	164,6
Temmuz	122.4	133.5	105.1	107.6	145.1	140.5	163.0	147.1	176.9	181,1	
Ağustos	122.1	135.9	98.9	112.2	147.2	140.1	160.9	153.7	172.9	194,1	
Eylül	124.1	139.0	98.5	115.2	151.5	138.1	162.2	155.5	178,3	192	
Ekim	126.1	142.4	96.6	119.0	142.9	139.9	165.7	158.3	187,2	174,1	
Kasım	126.4	146.5	107.4	123.7	140.5	141.2	170.8	160.7	187,1	170,2	
Aralık	127.3	147.6	116.3	125.4	140.6	143.2	171.4	160.1	190,3	168,8	

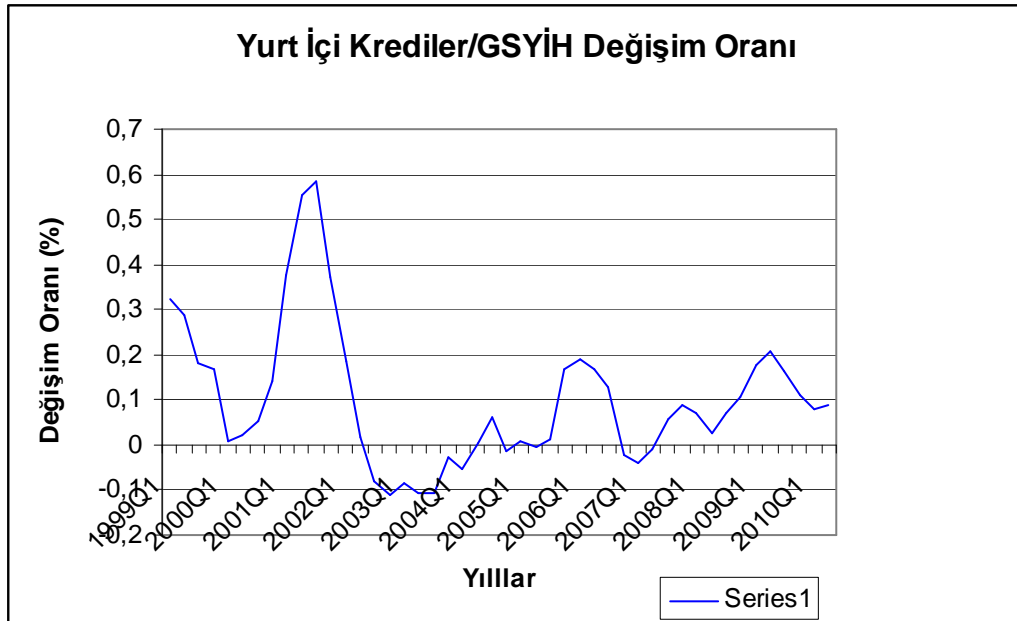
Kaynak: TCMB, EVDS

³⁸⁸ TUFEBazlı reel efektif kur endeksi (1995=100) IMF tanımına göre ondokuz ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksi (1995=100), fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Endekste artış TL'nin reel değer kazancını ifade etmektedir.

5.4.4. Yurtiçi Kredilerdeki Artış

Kredi artışları bankaların kırılganlığının artmasına, kredi kullanımındaki riskliliğin yükselmesine neden olur. O nedenle yurt içi kredilerdeki aşırı artışlar kriz göstergesi olarak kabul edilmiştir. 2000 yılından itibaren Türkiye’de yurt içi krediler istikrarlı bir şekilde arttı. Bunda bankacılık ve finans sektörünün büyümesi ve derinleşmesinin yanısıra son yıllarda ülkeye gelen yabancı sermaye de etkili oldu. Yabancı bankaların Türkiye’de banka satın alımları ve ortaklıkları sektörün büyümesini hızlandırdı. Yurt içi krediler 2000 yılı başında 18 milyar YTL düzeyindeyken 2006 Haziranında 189 milyar YTL seviyesine çıktı.

Şekil 5.4
Yurt İçi Krediler / GSYİH Değişim Oranı



Kaynak: TCMB, EVDS

Yurtiçi Krediler/GSYİH göstergesinde %19 oranında artış kriz sinyali olarak kabul edilmektedir. Böyle bir durumda ülkede kredi hacmi daralacak ve bankacılık sektörü zora girecektir. 2000-2001 krizi öncesinde yurt içi kredilerdeki artış oranı eşik değeri geçerek kriz sinyali verdi. 2000-2001 krizleri sonrası dönemde kredi hacmi artmakla birlikte 2010 yılına kadar %19’u aşan bir genişleme olmadı. 2009’da yaşanan daralmadan çıkış için alınan önlemler dolayısıyla 2010 yılında yurt içi kredi / GSYİH oranı eşik değeri aştı.

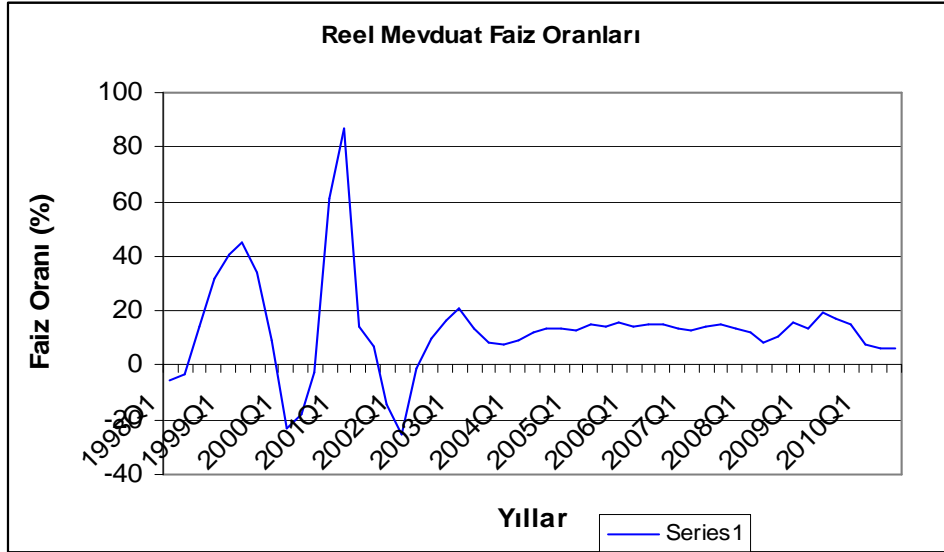
5.4.5. Reel Mevduat Faizleri

Reel mevduat faiz oranlarının %15 ve üzeri oranlarda artması kriz göstergesi kabul edilmektedir. Reel faiz oranları 2000-2001 krizi öncesinde eşik değeri aşan artışlar göstererek kriz sinyalini vermiştir.

Sonraki yıllarda kriz dönemi kadar yüksek olmamakla birlikte gelişmiş ülkelerin çok üzerinde seyretti. Reel faizler 2001-2002 yılları ile 2003 yılının ikinci yarısında tek haneli rakamları gördü. 2008 yılı içinde bir kez daha tek haneli rakamlara inerek son çeyreğe kadar %7-9 aralığında seyretti. Ancak enflasyondaki hızlı düşüş nedeniyle yükselme eğilimi gösteren reel faizler 2009 yılının ilk çeyreğinde %16 gibi yüksek bir düzeye ulaştı.

Şekil 5.5

Reel Mevduat Faiz Oranları



Kaynak: TCMB, EVDS

5.4.6. M1 Büyümesi

Türkiye için M1 para arzında %19 oranında artış kriz sinyali olarak hesaplandı. 2000-2001 krizi öncesi M1 artışı eşik değeri aşarak kriz sinyali verdi. 2001 krizi sonrası yıllarda para arzındaki değişim istikrarlı olmadı. Özellikle 2003 ile 2006 arası dönemde para arzının eşik değeri aşan oranlarda arttığı görüldü.

Şekil 5.6
Para Arzı (M1) Değişimi

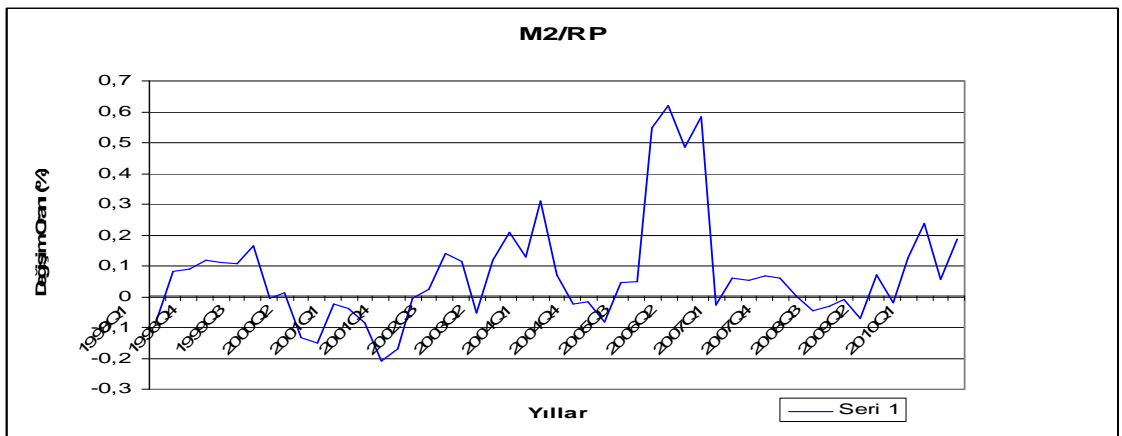


Kaynak: TCMB, EVDS

5.4.7. M2/Rezerv Para Çarpanı

M2/Rezerv Para Çarpanındaki %17'lik bir artış kriz sinyali olarak algılanmaktadır. 2000-2001 krizi öncesi M2/RP çarpanı kriz sinyali verdi. Ancak sonraki yıllarda çarpanın değişim oranında istikrarsız bir seyir oldu. Eşik değeri büyük ölçüde aşan artışlar görülmekle birlikte kriz çıkmadı. 2004 yılında %30 oranında artış görülürken 2006 yılında bu oran %60'lara çıktı.

Şekil 5.7.
M2/Rezer Para Değişim Oranı



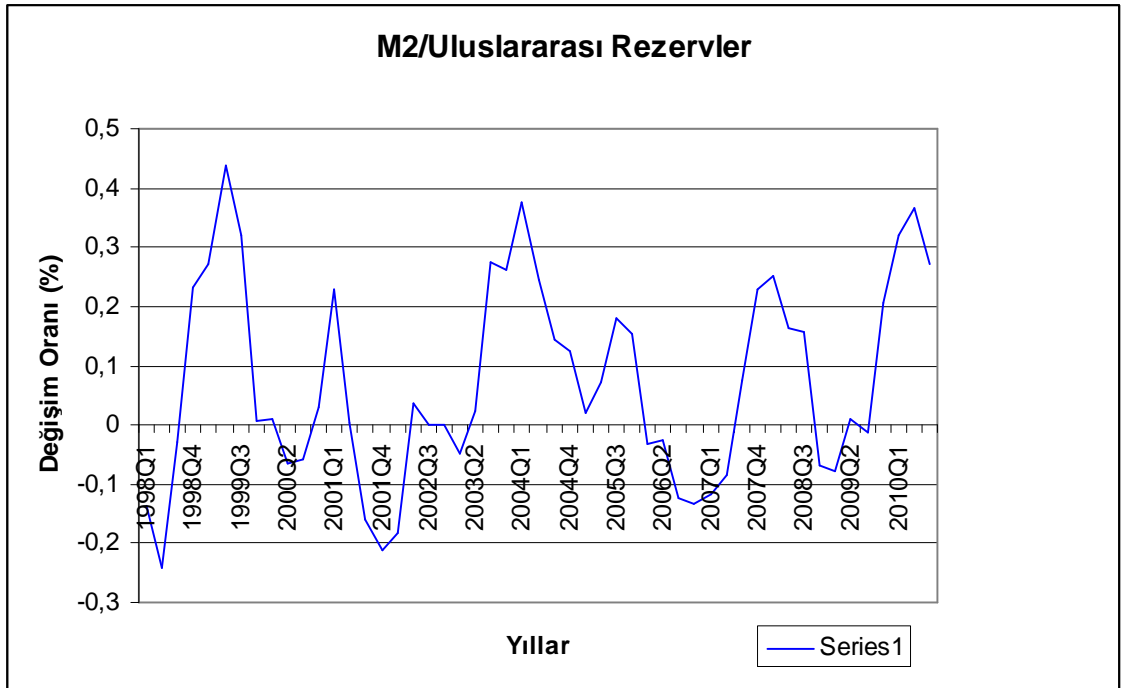
Kaynak: TCMB, EVDS

5.4.8. M2/ Rezervler

M2 para arzının brüt uluslararası rezervlere oranı belli bir seviyeyi aşması durumunda kriz göstergesi olacağı kabul edilmektedir. Bu oran Merkez Bankasının parasal yükümlülükleri karşısında rezerv gücünü gösterir. Oranın artması Merkez bankasının döviz yükümlülüklerini yerine getirme gücündeki azalmayı gösterir. Bu koşullarda finansal şoklara karşı duyarlılık artmış olacaktır.

Şekil 5.8.

M2 / Uluslararası Rezervler



Kaynak: TCMB, EVDS

M2/Uluslararası rezervler oranının %10 oranında artması kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir. 2000-2001 krizi öncesi eşik değeri aşarak kriz sinyali alındı. Ancak sonraki yıllarda da eşik değeri aşan artışlar olmakla birlikte bir kriz görülmedi.

5.4.9. Uluslararası Rezervler

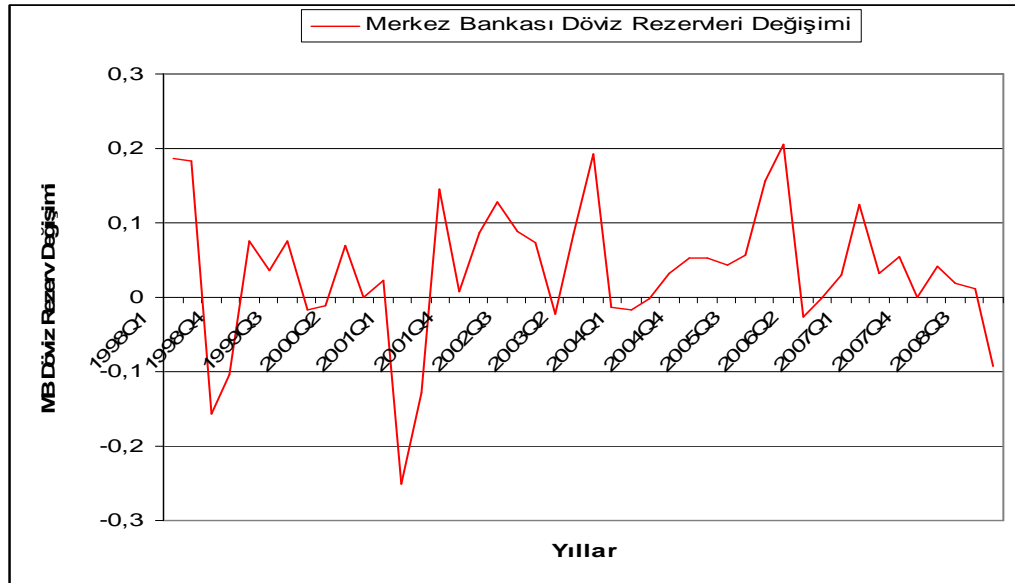
Uluslararası rezervler ya da onun bir kısmını oluşturan merkez bankası döviz rezervlerindeki düşüşler kriz göstergesi olarak kabul edilmektedir. Türkiye'nin uluslararası rezervleri özellikle kriz dönemleri olmak üzere bazı dönemlerde düşüş trendine

girse de genel olarak artış yönlü bir eğilim sergilemiştir. 2000 sonrası dönemde 2000 ve 2001 krizlerinde görülen düşüşten sonra sürekli artarak 2007 yılında sonunda 108 milyar dolar 2008 yılında 114,6 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Sonrasında bir miktar azalarak 2010 yılı itibariyle 100 milyar dolar seviyesine inmiştir. Uluslar arası rezerv düzeyinin yüksek olması ani bir sıcak para çıkışına yanıt verebilmek ve finansal bir atağın krize dönüşmesini önlemek açısından önemlidir.

Merkez Bankası Döviz rezervlerinde % 10 ve üzeri azalmalar kriz sinyali olarak belirlenmiştir. Rezervler 2000-2001 krizi öncesinde eşik değeri aşan oranlarda düşerek kriz sinyali verdi. Sonraki dönemlerde dalgalanma sürdü. Eşik değeri aşan düşüşler olmakla birlikte bir krize rastlanmadı.

Şekil 5.9.

Uluslararası Rezervler Değişimi

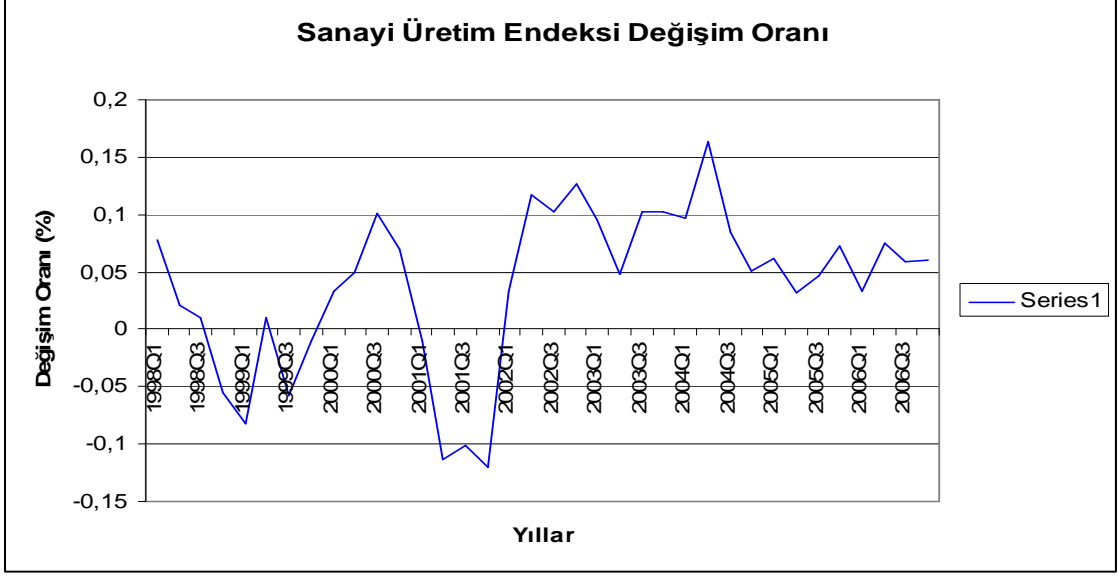


Kaynak: TCMB, EVDS.

5.4.10. Üretim Endeksi

Sanayi Üretim Endeksinde meydana gelen % 10'luk bir düşüş kriz sinyali olarak algılanmaktadır. 2000-2001 krizi öncesi dönemde endeksteeki düşüş kriz sinyali verdi. Ancak sonraki yıllarda eşik değeri aşan düşüşler olmakla birlikte bir krize rastlanmadı.

Şekil 5.10
Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranı



Kaynak: TCMB, EVDS.

6. TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE MAKRO EKONOMİK VERİLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

6.1. Ampirik Çalışmalar

Finansal serbestleşme sonrası artan sermaye hareketlerinin ülkelerin makro ekonomik göstergeleri üzerinde etkileri olduğuna yönelik çok sayıda çalışma yapılmıştır. 1996 yılında Eichehgreen, Rose ve Wyposz bir grup sanayileşmiş ülkedeki makro ekonomik verilerin sermaye hareketlerine kısıtlamaların olduğu ve olmadığı durumlarda ne gibi bir değişim içinde olacağını araştırmışlardır. Spekülatif atakların olduğu zamanlarda döviz rezervlerindeki, faiz oranlarındaki, döviz kurlarındaki değişimin normal dönemlere göre ne düzeyde olduğunu saptamaya çalışmışlardır. Kontrollerin olduğu ve olmadığı koşullar itibariyle krizlerde enflasyon, para arzı ve kredi artışları, bütçe ve ticaret dengesi gibi makro verilerin ne gibi bir seyir izlediğini gözlemlemişlerdir.

Johnston ve Ryan 1994 yılında yaptıkları çalışmayla sermaye kontrolü yapan ve yapmayan ülkelerin normal dönemler ve kriz dönemleri ayrımı yapmaksızın dış göstergeleri, enflasyon ve büyüme performanslarını gözlemlemişlerdir. Gelişmekte ve gelişmiş 52 ülkenin 1980–1990 arası dönemde özel sermaye hareketlerine neden olan faktörleri tahmin etmeye çalışmışlardır. Kontrollerin kaldırılmasının sanayileşmiş ülkelerde özel sermaye hareketlerinin artmasına ve kompozisyonunun değişmesine neden olduğunu gözlemlemişlerdir.³⁸⁹

Birleşik Krallık, İtalya Yeni Zelanda ve İspanya deneyimlerinden hareketle 1997 yılında Barolini ve Drazen ve yine 1997 yılında Laban ve Larrain sermaye kontrollerinin kalkmasının özel sermaye hareketlerinin ülkelerde yoğunlaştığını öne sürmüşlerdir. Bartoloni ve Drazen geliştirmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamalarla ve gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları arasında ilişkisi olduğunu

³⁸⁹ R. Barry Johnston and Chris Ryan, "The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implication." *International Monetary Fund Working Paper*, WP/94/78.

<http://www.imf.org/external/pubs/cat/doctext.cfm?docno=WPIEA0781994> (23.08.2010), s.1.

belirlemiştir. Buna göre gelişmiş ülkelerde faiz oranları düştükçe gelişmekte olan ülkelerde sermaye kısıtları azalmaktadır.

Alesina, Grilli ve Milesi-Ferretti (1994), Grilli ve Milesi-Ferretti (1995) sermaye kontrolü uygulayan ülkelerde enflasyon oranlarının yüksek ve yüksek senyoraaj gelirleri olduğunu, reel faiz oranlarının da düşük düzeylerde seyrettiğini saptamışlardır. Ancak sermaye kontrolleri ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulmamışlardır. Aynı sonuçlar 1975-1989 yılları arasında bir grup gelişmekte olan ülkenin ortalama büyüme hızlarını gözlemleyen Rodrik (1998) tarafından da rapor edilmiştir.

Quinn (1997) 64 tane gelişmekte olan ülke için finansal serbestleşme endeksi oluşturdu. Temel gelir düzeyi, eğitim ve politik istikrar durumunu kontrol ettikten sonra finansal açıklık endeksindeki değişikliklerle ekonomik büyüme arasında bir ilişki olup olmadığına baktı ve finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğunu belirledi. Ayrıca kurumlar vergisi/GSYİH ile sermaye hareketlerinin liberalleşmesi arasında pozitif bir ilişki olduğunu saptadı. Tamira (1998) sermaye kontrollerini derecelendiren 1996 yılı için bir endeks oluşturdu. Kontrollerin geçiş ekonomileri ve gelişmekte olan ülkelerde ticareti engellediğini buldu.³⁹⁰

Backus, Kehoe ve Kydland (1992), Obstfeld (1994) yaptıkları çalışmalarda sermaye kısıtlamaları olan ülkelerin gelir şokları karşısında tüketim dalgalanmalarını nasıl sakinleştirebileceklerine odaklanmışlardır.³⁹¹ Lewis (1996,1997) sermaye hareketlerine getirilen resmi kısıtlamaların uluslar arası risk paylaşımını ne ölçüde engellediğini test etmiştir. Sermaye kısıtlamaları olan ülkelerde üretim ve tüketim ilişkisi liberal ülkelere göre çok daha güçlü olduğunu gözlemlemiştir. Tüketimdeki bir dalgalanma dışarıdan borç alınamayacağı ya da kaynak bulunamayacağı için çok daha güçlükle durdurulabilecek bu da üretimi olumsuz etkileyecektir.³⁹²

³⁹⁰ Dennis Quinn, The correlates of change in international financial regulation, *American Political Science Review*, vol 91, no 3. <http://faculty.msb.edu/quinn/papers/finregulation97.pdf> (12.05.2010), s.530-550

³⁹¹ David K. Backus; Patrick J. Kehoe; Finn E. Kydland International Real Business Cycles, *The Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 4. (Aug., 1992), <http://www.fperri.net/TEACHING/macroeconomy08/bkk.pdf> (16.05.2010), s. 745-775

³⁹² Barry J. Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, **Capital Account Liberalization: Theoretical And Practical Aspects**, Washington DC: IMF, 1998, s.19-20

Olumlu yaklaşımlara karşın sermaye hareketlerinin makro ekonomik veriler üzerinde olumsuz sonuçlarına ilişkin bulgular da mevcuttur. Frenke ve diğerlerinin (1993) 1980-1993 yıllarını kapsayan çalışmaya göre beş Latin Ülkesinde (Arjantin, Brezilya, Kolombiya , Şili, Meksika) tasarruf açığının giderilmesi için başvuru yabancı kaynaklar büyümeye katkı sağlamak yerine yurt dışına kaynak çıkışını hızlandırmıştır. Agosin (1994) 1968–1992 yılları verileriyle sekiz Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Şili, Meksika, Peru, Uruguay ve Venezuela) üzerinde yaptığı çalışmada dış borç servisinin çok arttığı 1982 sonrası dönemde Peru hariç hepsinde yurtiçi tasarruf oranından daha düşük yatırım yapıldığı tespit edilmiştir.³⁹³

Yabancı sermaye girişlerinin rezerv birikimine dönüşmeyen kısmının ithalatı teşvik edeceği ve cari açığa neden olacağı şeklinde yaklaşımlar vardır.³⁹⁴ Fry(1980), Giovanni (1985) ulusal tasarruflarla yabancı tasarruflar arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır.³⁹⁵ Schmidt-Hebbel ve Webb (1992) 1980-1987 yılları için yaptıkları çalışmalarda özel tüketim ve hanehalkı tasarruf denklemi tahminleri yaparken yabancı tasarrufların özel tüketim harcamalarının artmasına ve hanehalkı tasarruflarının azalmasına neden olduğunu bulmuşlardır.³⁹⁶

İnsel ve Sungur (2003), 1989–1999 yılları arasında sermaye akımlarının Türkiye'nin makro ekonomik göstergeleri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Sermaye hareketlerinin ekonomik göstergelerde oynaklıkları arttırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa vadeli bakış getirdikleri ve istikrarsızlığın artmasında rol oynadıkları sonucuna varmışlardır.³⁹⁷

³⁹³ Nurhan Yentürk, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 8, Sayı 27, 1997, s.139-141

³⁹⁴ Calvo, vd. 1993

³⁹⁵ Maxwell Fry, Saving, Investment, Growth and the Cost of Financial Repression, *World Development*, Vol. 8, No.4 (April 1980), s.317-27.

³⁹⁶ Vittorio Corbo and Klaus Schmidt-Hebbel, "Public Policies and Saving in Developing Countries", *The World Bank*, http://www.wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1991/01/01/000009265_3960930161120/Rendered/PDF/multi_page.pdf (02.05.2010)

³⁹⁷ Aysu İnsel Ve Nesrin Sungur, Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği –1989:III-1999:IV, *Türkiye Ekonomi Kurumu*, Aralık 2003, <http://mimoza.marmara.edu.tr/~ainsel/serhar0303.pdf> (23.06.2010)

Barişik ve Şarkgüneşi (2009) yabancı sermayenin bankacılık sektörüne etkisini 1990–2007 dönemleri için incelemişler, doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının bankaların sermayelerini güçlendirdiği sonucuna varmışlardır.³⁹⁸

Demir, ekonomik büyüme ile doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları ilişkisini 1996–2005 yılları için incelemiş ve sermaye hareketleri ile büyüme arasında doğrusal bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır.³⁹⁹

Örnek, Türkiye'nin 1996–2006 dönemlerine ait, çalışmasında doğrudan yatırımların yurtiçi tasarrufları ve ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği; kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi pozitif, yurt içi tasarrufları negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır.⁴⁰⁰

Kula (2003), doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile finansal yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye ekonomisindeki kaynak dağılımı ve üretim etkinliği üzerindeki etkilerini incelemiş, doğrudan yatırımların yurtiçi yatırımlar ve büyüme üzerindeki etkisinin finansal sermaye hareketlerinden daha fazla olduğu sonucuna varmıştır.⁴⁰¹

6.2. Veri Seti ve Yöntem

Liberal politikaların benimsendiği günümüz Türkiye'sinde yabancı sermaye hareketlerinin önündeki kısıtlamalar kaldırıldıktan sonra ülkenin dış şoklara açık hale geldiği tartışılır hale gelmiştir. Bir yandan da tasarruf açığı yaşanan bir ülkenin başta yatırımlar olmak üzere harcamalarının finansmanı için yabancı sermayeye ihtiyaç duyduğu aksi takdirde bir krizin olacağı iddia edilmektedir.

³⁹⁸ Barişik Salih, Şarkgüneşi Aykut, Yabancı Sermaye Hareketlerinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri (1990-2007 Dönemi Nedensellik Analizi) , *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 5, Sayı 9, 2009, <http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/1303-9245/200905009019033.pdf> (1608.2009), s. 19-33.

³⁹⁹ Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi, *MUFAD*, sayı 34, Nisan 2007,

⁴⁰⁰ Örnek İbrahim, Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf Ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63-2 <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/934/11648.pdf> s.200-217, (18.08.2010)

⁴⁰¹ Kula Ferit, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler *C.Ü. İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2, 2003, <http://eskiweb.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf> (19.08.2010), s. 141-154

Bu amaçla 1998–2009 yılları arası üçer aylık dilimler halinde incelemeye konu edilmiş ve Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri ile makro ekonomik veriler analiz edilmiştir. Makro verilerdeki bozulmaların hangi düzeyde bir krize neden olduğu saptandıktan sonra sermaye hareketlerinin bu bozulmalar üzerinde bir etkisinin olup olmadığı ve sermaye hareketlerinin hangi makro ekonomik verileri ne düzeyde etkilediği belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz Eviews 5.0 paket programı yardımıyla ve VAR modeli kullanılmak suretiyle yapılmıştır.

Tablo. 6. 1
Modelde Kullanılan Makro Ekonomik Değişkenler

Değişkenler	Değişken Kodu	Tür	Tanım
Portföy Yatırımları/GSYİH	PORTFOY	İçsel	Mevsimsel Etki görülmemiştir
Diğer Yatırımlar/GSYİH	DIGERYAT_SA	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Doğrudan Yatırımlar/GSYİH	FDI_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Büyüme Oranı (GSYİH)	BUYUME_SA	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Döviz Kurları (Reel)	REELDOVIZ_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)	TUFELOG_SA	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
İMKB100 (Getiri)	İMKB_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Kapasite Kullanım Oranı	KAPASITE_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Mevduat Faiz Oranı	MEVFAIZ_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	X_M_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Para Arzı (M2) /GSYİH	M2_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Sanayi Endeksi	SANAYIENDE_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
İşsizli Oranı	ISSIZLIKORANI_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	KKBG_SA1	İçsel	Mevsimsel Düzeltilmiş Durağan

Modelde yer alan seriler TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) çeyrek dönemler halinde 1998 yılı birinci çeyreğinden (1998Q11) 2009 yılı dördüncü çeyreğini (2009Q4) kapsayacak şekilde alınmıştır. Analize tabi tutulan tüm seriler dönemsel net değerlerden oluşturulmuştur. Serileri oluşturan rakamsal büyüklükler TL değerinden hesaplamaya dâhil edilmiştir. Yabancı sermaye, ihracat ve ithalat verileri gibi döviz değeri ile elde edilen veriler Merkez Bankasının dönemsel ortalama döviz kuru üzerinden TL’ye çevrilmiştir. Sermaye hareketleri ve makro ekonomik veriler genel olarak GSYİH’nın oranlanmak suretiyle serilere dönüştürülmüştür. Faiz ve döviz kuru gibi bazı verilerin GSYİH ile oranlanamamalarından dolayı değişim oranları alınmıştır.

Birinci aşamada, serilerin birim kök içerip içermediği Augmented Dickey Fuller ve Dickey Puntola testleri ile incelenmiş birim kök olanlar fark alınarak birim kökten arındırılmış ve durağan hale getirilmiştir. Daha sonra hareketli ortalamaya oran yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır. Üçüncü aşamada bilgi kriterleri ile model için optimal gecikme değerleri belirlenmiştir. Dördüncü aşamada Granger nedensellik testi ile seriler arası ilişkiler ve yönleri belirlenmiştir. Beşinci aşamada, yabancı sermaye akımları ile kriz göstergeleri ve makro ekonomik veriler arasındaki ilişkilerin tahmini için VAR (Vector Auto Regressive) modeli oluşturulmuştur. Altıncı aşamada etki-tepki fonksiyonları oluşturularak ve varyans ayrıştırılmaları yapılarak değişkenler arasındaki ilişkinin değerlendirilmiştir.

6.2.1. VAR (Vector Auto Regressive) Modeli

Makro iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin tanımlanması, analizi geleceğe yönelik tahminler yapılması önemlidir. Ancak ilişkiler çoğunlukla karmaşık ve çok yönlüdür. Değişkenler arasındaki ilişkinin yönü, hangi değişkenin bağımlı ve hangisinin bağımsız olduğunun saptanması güç olabilir. O nedenle eş anlı denklem sistemlerine gereksinim duyulmuştur.

VAR Modeli (Vector Auto Regressive) çok sayıda değişkenin geçmiş değerleri ile birlikte analize dâhil edildiği ve her denklemin En Küçük Kareler Yöntemi ile çözümlendiği bir modeldir.⁴⁰² Eş anlı denklem sistemlerinin analizi için geliştirilmişlerdir. Bu tür modellerde değişkenler arası içsel-dışsal ayrımı yapan kısıtlar yoktur. Model bütün değişkenleri aynı anda işleme koyar ve bir bütünlük içinde inceler. Değişkenler aynı düzeyde durağan olmasa bile kullanılabilir. Kısıtlamaların olmaması ve dinamik ilişkilerin analizi gibi özellikleri ile zaman serileri analizlerinde tercih nedenidir. Bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin modelde yer alması geleceğe yönelik güçlü tahminlerin yapılmasına imkân verir. VAR Modeli iki değişkenle şu şekilde formüleleştirilebilir:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + v_{1t}$$

⁴⁰² Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2009, s.747

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i} y_{t-1} + \sum_{i=1}^p d_{2i} x_{t-1} + v_{1t}$$

Modelde a_1 sabit terim, p gecikme uzunluğu, v hata terimidir. VAR modelinde hata terimlerinin ortalaması sıfırdır. Gecikmeli değerleriyle olan kovaryansları sıfırdır. Varyansları sabittir. Normal dağılımlı ve rassal niteliktedirler. Hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişkisiz olduğu varsayılır ancak bu modele bir kısıt anlamına gelmez. Değişkenlerin gecikme uzunluğu artırılarak otokorelasyon sorunu ortadan kaldırılabilir. Ancak hataların, birbiriyle ilişkili olması (aralarındaki korelasyonun sıfırdan farklı olması) durumunda ise, hatalardan birindeki değişim, bir zaman dilimi içinde diğerini etkilemektedir. Hata terimleri ile modelin sağındaki değişkenler arasında ilişki yoktur. Modelin sağ tarafında, içsel değişkenlerin gecikmeli değerleri yer alır ve eş anlılık sorunu yaşanmaz. Bu da modeldeki denklemlerin en küçük kareler yöntemiyle çözümlenmesine imkân verir.

6.2.2. Durağanlık

Bir değişkenin zaman içinde ortalaması, varyansı ve otokovaryansının sabit olmasına durağanlık denir.

$$- E(Y_t) = E(Y_t) = \mu \longrightarrow \text{Ortalama}$$

$$- \text{Var}(y_t) = E(y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \longrightarrow \text{Varyans}$$

$$- \gamma_k = E[(y_t - \mu)(y_{t-k} - \mu)] \longrightarrow \text{Kovaryans}$$

Stokastik bir süreç izleyen zaman serilerinde serinin durağanlığı önemlidir. Durağan serilerde olası şoklar geçici olacaktır. Şokun etkisi giderek azalacak ve seri uzun dönem ortalama düzeyine dönecektir. Durağan olmayan serilerde ise serinin şok sonrası dönebileceği uzun dönem ortalaması olmayacaktır. Serilerin durağanlığı birim kök testi ile belirlenir. Durağanlığın belirlenmesinde yaygın olarak Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testleri kullanılmaktadır.

$$\Delta X_t = a + \alpha X_{t-1} + \beta \sum_{i=1}^m \Delta X_{t-i} + e_t \quad (1)$$

$$\Delta X_t = a + bt + \alpha X_{t-1} + \beta \sum_{i=1}^m \Delta X_{t-i} + e_t \quad (2)$$

(1) ve (2) nolu denklemler Dickey Fuller testi için kullanılan regresyon denklemleridir. (1) nolu olan sabitli-trendsiz ve (2) nolu olan ise sabitli trendli denklemlerdir. Birim kök testi için (1) nolu denklemde $H_0: \alpha = 0$ hipotezi, (2) nolu denklemde ise $H_0: b = 0$ hipotezi test edilir. H_0 reddedilirse X_t serisi durağan, reddedilemezse durağan değildir. ADF birim kök testi sonuçlarına göre serilerin düzeyde birim köke sahip olup olmadıklarına %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde bakılır. Birim kökün olması durumunda fark alınarak birim kökten arındırılır.⁴⁰³

Analize tabi tutulacak değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde Dickey Fuller Testi test edilmiştir. Test uygulanırken hata teriminin otokelasyonlu olup olmadığı bilinmediğinden Schwarz Info Criterion seçeneği ile otomatik olarak test edilmiştir. Durağan olmayanların birinci farkları I(1) ya da ikinci farkları alınmak suretiyle birim kökten arındırılmıştır. İç borç stoku, kapasite kullanım oranı ve para arzı dışındaki seriler %1 anlamlılık düzeyinde durağandır.

Tablo. 6.2.
Değişkenlerin Durağanlık Düzeyleri

Değişken Kodu	Trendsiz				Trendli			
	τ	%1	%5	%10	τ	%1	%5	%10
PORTFOY	-5,05	-3,58	-2,93	-2,60	-5,08	-4,17	-3,51	-3,18
DIGERYAT_SA	-5,07	-3,58	-2,93	-2,60	-5,27	-4,17	-3,51	-3,18
FDI_SA1	-3,29	-2,62	-1,95	-1,61	-3,28	-4,18	-3,52	-3,19
BUYUME_SA	-3,60	-3,58	-2,93	-2,60	-6,33	-4,17	-3,51	-3,19
REELDOVIZ_SA1	-8,07	-3,58	-2,93	-2,60	-7,98	-4,17	-3,51	-3,19
TUFELOG_SA	-3,82	-3,58	-2,93	-2,60	-2,35	-4,17	-3,51	-3,19
IMKB_SA1	-4,45	-3,58	-2,93	-2,60	-4,42	-4,17	-3,51	-3,19
KAPASITE_SA1	-6,40	-3,58	-2,93	-2,60	-6,36	-4,17	-3,51	-3,19
MEVFAIZ_SA1	-5,75	-3,58	-2,93	-2,60	-5,69	-4,17	-3,51	-3,19
X_M_SA1	-6,81	-3,58	-2,93	-2,60	-6,74	-4,17	-3,51	-3,19
M2_SA1	-6,81	-3,58	-2,93	-2,60	-6,74	-4,17	-3,51	-3,19
SANAYIENDE_SA1	-5,15	-3,58	-2,93	-2,60	-5,09	-4,17	-3,51	-3,19
ISSIZLIKORANI_SA1	-4,60*	-3,58	-2,93	-2,60	-4,54	-4,17	-3,51	-3,19
KKBG_SA1	-3,00*	-2,62	-1,95	-1,61	-3,19	-4,19	-3,52	-3,19

Değişken kodlarında yer alan 1 rakamı o serinin birinci derece farklarının alındığını gösterir. * sembolü serinin %1 düzeyinde ** işareti ise %5 düzeyinde durağan olduğunu belirtir.

⁴⁰³ Hilal Bozkurt, **Zaman Serileri Analizi**, İstanbul: Ekin Kitabevi, 2007, s. 27-45

6.2.3. Nedensellik Analizi

Değişkenler arasındaki ilişkiler incelenirken ilişkinin olup olmadığı varsa hangi yönde olduğu, ilişki hangi gecikme düzeyinde gerçekleşiyor belirlenmeye çalışılır. Granger (1969) nedensellik testi bu amaçla yapılan bir testtir.⁴⁰⁴

$$y_t = a_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i x_{t-i} + \sum_{i=1}^n a_i y_{t-i} + u_i \quad (3)$$

$$x_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n a_i y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i x_{t-i} + u_i \quad (4)$$

(3) ve (4) numaralı denklemlerle ifade edilen nedensellik testiyle x ve y değişkenlerinin birbirlerini nasıl etkiledikleri saptanmaktadır. x'e ait bileşenler modele eklendikçe y değişkeninin gelecek değerleri üzerinde değişimlere neden olup olmadığı belirlenmektedir. Aynıısı y değişkeni için yapıp x bileşenleri üzerindeki etki saptanmaya çalışılmaktadır.

Granger nedensellik testinin yapılabilmesi için, x ve y değişkenlerinin durağan olması ya da durağan hale getirilmesi gerekir. Değişkenlerin durağan olmaması durumunda sahte nedensellik görülebilecektir. Sahte regresyon sonucu ortaya çıkan nedensellik, eşanlı korelasyonun göstergesidir.

6.2.4. Değişkenlerin Sıralanması

VAR modelinde kullanılan değişkenlerin sıralanması, değişkenlerin şoklara verdiği tepkileri belirlemede kullanılan etki-tepki fonksiyonları için yapılır. Sıralama dışsaldan içsele doğru olmalıdır. Dışsallık ve içsellik saptaması değişkenlerin geçici şoklara karşı verdiği tepkilere bağlı olarak yapılır. En dışsal olan öteki değişkenlerden gelen şoklara karşı tepki vermezken en içsel olan hem kendi hem de öteki değişkenlerden gelen şoklara tepki vermektedir. Değişkenlerin sıralaması yaygın olarak

⁴⁰⁴ Bozkurt, s.91-94

Granger Nedensellik Analizi ile belirlenmektedir.⁴⁰⁵ Cholesky ayrıştırmasında değişkenlerin farklı sıralamalarında etki tepki fonksiyonları değişebilmektedir.⁴⁰⁶ Değişkenlerin şoklara karşı tepkilerinin sağlıklı bir şekilde belirlenebilmesi için doğru sıralama yapılmalıdır. Bu çalışmada değişkenler Granger Nedensellik testi kullanılarak dışsaldan içsele doğru sıralanmıştır.

Reel değişkenlerin sıralaması; doğrudan yatırımlar, sanayi üretim endeksi, kapasite kullanım oranı, büyüme, ihracatın ithalatı karşılama oranı, işsizlik oranı ve diğer yatırımlar şeklindedir.

Finansal değişkenlerin sıralaması; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, para arzı (M2), İMKB 100 Endeksi, mevduat faiz oranı, reel döviz kuru, TÜFE, kamu kesimi borçlanma gereği ve diğer yatırımlardır.

6.2.5. Etki-Tepki Fonksiyonları

Etki-Tepki (Impulse-Response) fonksiyonları, VAR modeli bulgularının rassal hata terimlerinden birinde görülen bir standart sapmalı şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine ne ölçüde etkisi olduğunu gösterir. En fazla etkisi olan değişkenin politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağını ortaya koyar. Cholesky ayrıştırması etki-tepki katsayılarının belirlenmesi, hataların dikeyleştirilmesi ve elde edilen varyans kovaryans matrisinin çapraz (diyagonal) hale getirilmesinde sık kullanılan yöntemlerden biridir.

x_t ve y_t serileri arasındaki etkileşimleri incelemek için hareketli ortalama gösterimi kullanışlı bir yoldur. ϕ katsayıları, ε_{xt} ve ε_{yt} 'deki şokların x_t ve y_t serileri üzerindeki etkilerini genelleştirmek amacıyla kullanılmaktadır. ϕ_{jk} (0) matrisinin dört

elemanı etki çarpanıdır.
$$\begin{bmatrix} x_t \\ y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} x_t \\ y_t \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{xt-i} \\ \varepsilon_{yt-i} \end{bmatrix}$$

⁴⁰⁵ Macide Çiçek, “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz”. *İktisat İşletme ve Finans*, 2005, 233, s. 82-105.

⁴⁰⁶ Bülent Güloğlu, Vektör Otoregresif Modellerin Etki Tepki Fonksiyonlarının Güven Aralıklarının Güvenirliliği, <http://www.ekonometridernegi.org/bildiriler/o15s1.pdf> (18.08.2010), s. 3.

Örneğin, $\phi_{12}(0)$, aynı dönemdeki ε_{yt} 'deki bir birimlik şokun x_t serisi üzerindeki etkisini gösterir. Yine $\phi_{11}(1)$ ve $\phi_{12}(1)$ 'nin sırasıyla ε_{xt-1} ve ε_{yt-1} 'deki bir birimlik şokun x_t serisi üzerindeki etkisini gösterir.⁴⁰⁷

ε_{xt} ve/veya ε_{yt} teriminin birikimli etkileri, etki tepki fonksiyonlarının indisleri uygun katsayılarının toplamından ele edilmektedir. Örneğin, n dönem sonra x_{t+n} üzerindeki ε_{yt} değişiminin etkisinin $\phi_{12}(n)$ ögesi olduğu bilinmelidir. Dolayısıyla, n dönem sonra x_t serisinin üzerindeki ε_{yt} teriminin birikimli etkilerinin toplamı $\sum_{i=0}^n \phi_{12}(i)$ olmaktadır. n sonsuza gittiğinde uzun dönem etki çarpanı elde edilmektedir. x_t ve y_t serileri durağan kabul edildiğinden, tüm j ve k durumları için $\sum_{i=0}^n \phi_{jk}^2(i)$ toplamı sonlu olmaktadır. $\phi_{11}(i)$, $\phi_{12}(i)$, $\phi_{21}(i)$ ve $\phi_{22}(i)$ katsayılarına etki tepki fonksiyonu ad verilmektedir.⁴⁰⁸

6.2.6. Sermaye Hareketlerinin Finansal Veriler Üzerindeki Etkisi

1998–2009 dönemleri arasına yönelik VAR Modeli çözümlenmeleri sonucunda sermaye hareketlerinin finansal veriler üzerinde etkilerinin olduğu gözlemlenmiştir.

6.2.6.1. VAR Analizi İçin Gecikme Düzeyi

VAR analizi için gecikme uzunlukları Tablo 6.31'de yer alan LR, FPE, AIC, HQ, SC kriterlerine bağlı olarak otokorelasyon LM, değişen varyans White ve normal dağılım Jarque-Bera testleri ile belirlendi. Otokorelasyonun olmadığı (LM probability değerleri 0,05'den büyük), değişen varyansın bulunmadığı (White testi Joint probability değeri 0,05'den büyük) ve normal dağılımın olduğu (normality probability değerleri 0,05'den büyük) en düşük gecikme düzeyi SC kritik değerine göre 1'dir.

⁴⁰⁷ Bozkurt, s.94-98

⁴⁰⁸ Faik Bilgili, Recep Bilgin, "Büyüme, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Ve Yurt İçi Yatırımlar Arasındaki Etkileşim", **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 23 Y 1:2007/2 s.142–143

Tablo. 6.3.

Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin Gecikme Uzunluğu

Endogenous variables: FDI_SA1 PORTFOY M2_SA1 İMKB_SA1 MEVFAIZ_SA1 REELDOVIZ_SA1 TUFELOG_SA KKBG_SA1 DIGERYAT_SA						
Endogenous variables:C DUMMY						
Sample:1998Q1 2009Q4						
Included observations:44						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-877.9382	NA	3929939.	40.72446	41.45436	40.99514
1	-608.6535	403.9271	830.9792	32.16607	36.18049*	33.65481
2	-519.3018	97.47453	983.5799	31.78645	39.08540	34.49325
3	-351.4967	114.4126*	107.5451*	27.84076*	38.42425	31.76563*

* Seçilen gecikme düzeyini gösterir. Her ardışık test için %5 anlamlılık düzeyinde LR test kriteri, FPE: Final Prediction kriterini, AIC: Akaike Bilgi Kriteri, SC: Schwarz bilgi kriteri, HQ: Hannan-Quin bilgi kriteridir.

6.2.6.2. Nedensellik Testi

Granger Nedensellik testi uygulanarak sermaye hareketleri ile finansal veriler arasındaki ilişki sınanmış ve hangi değişkenlerin birbirlerini ne yönde etkilediği saptanmıştır.

Sermaye hareketlerinden birini oluşturan portföy yatırımları; mevduat faiz oranlarını, reel döviz kurlarını, TÜFE'yi, İMKB 100 endeksini ve kamu kesimi borçlanma gereğini tek yönlü olarak etkilemektedir. Portföy yatırımları ile doğrudan yatırımlar ise birbirlerini karşılıklı olarak etkilemektedirler. Portföy yatırımları Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri içerisinde uzun yıllar oldukça önemli bir paya sahip oldu. Girişleriyle toplam talebin ve kamu harcamalarının artmasına imkân verdi. Genel olarak kısa vadeli bir karakteristik gösteren portföy yatırımları üretim artışını sağlayacak yatırımları desteklemedi. Bunun sonucunda artan taleple birlikte enflasyon oranları yükseliş gösterdi. Portföy yatırımları İstanbul Menkul Kıymetler borsasına ilgisiz kalmadı. Sermaye girişleri İMKB endeksini yükseltirken çıkışları ise endekste düşümlere neden oldu. Derinliği fazla olmayan İMKB uzun yıllar spekülasyon hareketlere açık bir görünüm sergiledi. Portföy yatırımcıları ani giriş ve çıkışlarla önemli kazançlar sağladılar. Ancak İMKB'nin her geçen gün derinleşmesi ve büyümesi karşısında portföy yatırımlarının ve spekülasyon hareketlerin son birkaç yılda gücünün azaldığı söylenebilir.

Tablo. 6.4.
Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin Nedensellik Testi

İlişkinin Yönü	İstatistik F	s.d	P-Değeri
Diğer Yatırımlar Portföy yatırımlarının Granger Nedeni Değildir	0.91479	1	0.34407
Portföy yatırımları Diğer Yatırımların Granger Nedeni Değildir	6.26590	1	0.01609
Doğrudan Yatırımlar Portföy yatırımlarının Granger Nedeni Değildir	3.45831	1	0.06978
Portföy yatırımları Doğrudan Yatırımların Granger Nedeni Değildir	0.00425	1	0.94833
Mevduat Faizi Portföy yatırımlarının Granger Nedeni Değildir	0.71238	1	0.40333
Portföy yatırımları Mevduat Faizinin Granger Nedeni Değildir	2.98826	1	0.09105
Reel Döviz Kuru Portföy yatırımlarının Granger Nedeni Değildir	0.11554	1	0.73554
Portföy yatırımları Reel Döviz Kurunun Granger Nedeni Değildir	4.29002	1	0.04423
TÜFE Portföy yatırımlarının Granger Nedeni Değildir	1.48583	1	0.22936
Portföy yatırımları TÜFE'nin Granger Nedeni Değildir	5.48897	1	0.02372
İMKB Portföy yatırımlarının Granger Nedeni Değildir	0.14661	1	0.70369
Portföy yatırımları İMKB'nin Granger Nedeni Değildir	4.42227	1	0.04136
KKBG Portföy yatırımlarının Granger Nedeni Değildir	0.60421	1	0.44123
Portföy yatırımları KKBG'nin Granger Nedeni Değildir	6.61920	1	0.01362
Para Arzı (M2) Diğer yatırımların Granger Nedeni Değildir	0.46080	1	0.50081
Diğer yatırımlar Para Arzı (M2)'nin Granger Nedeni Değildir	8.57281	1	0.00539
Mevduat Faizi Diğer yatırımların Granger Nedeni Değildir	5.63341	1	0.02216
Diğer yatırımlar Mevduat Faizi'nin Granger Nedeni Değildir	4.04838	1	0.05051
Reel Döviz Kuru Diğer yatırımların Granger Nedeni Değildir	6.84397	1	0.01214
Diğer yatırımlar Reel Döviz Kurunun Granger Nedeni Değildir	0.10928	1	0.74254
TÜFE Diğer yatırımların Granger Nedeni Değildir	1.23643	1	0.27220
Diğer yatırımlar TÜFE'nin Granger Nedeni Değildir	9.60304	1	0.00338
İMKB Diğer yatırımların Granger Nedeni Değildir	11.2242	1	0.00169
Diğer yatırımlar İMKB'nin Granger Nedeni Değildir	0.27773	1	0.60090
KKBG Diğer yatırımların Granger Nedeni Değildir	2.94803	1	0.09318
Diğer yatırımlar KKBG'nin Granger Nedeni Değildir	3.01922	1	0.08944
Reel Döviz Kuru Doğrudan yatırımların Granger Nedeni Değildir	0.04973	1	0.82458
Doğrudan yatırımlar Reel Döviz Kurunun Granger Nedeni Değildir	4.03456	1	0.05088

Para arzı (M2), mevduat faiz oranları, TÜFE ve kamu kesimi borçlanma gereği diğer yatırımlar ile karşılıklı olarak etkileşim halindedirler. Kamu kesiminin, Merkez Bankasının, bankaların ve özel sektörün yurt dışından sağlamış oldukları kaynaklardan oluşan diğer yatırımlar Türkiye'ye girmeye başladığı andan itibaren para arzını arttırarak toplam talebi tetikledi. Yüksek kamu harcamaları ve artan talep uzun yıllar belli oranda dış kaynaklarla finanse edildi. Sürekli hale gelen bütçe açıkları yüzünden dış borçlar 2000-2001 krizi sonrası ödenemez hale geldi. Uygulamaya konulan bir çok istikrar programına rağmen artan dış borç ve enflasyon Türkiye ekonomisinin en önemli

problemleri oldu. Başta IMF olmak üzere fon sağlayan kuruluşlar Türkiye'ye, kamu harcamalarının kısılması, Merkez Bankasının bütçe açıklarına finansman sağlamaması ve bütçe disiplininin sağlanması, vergi oranlarının arttırılarak toplam talebin kısılması şartlarını öne sürerek kaynak verdiler. Tüm bu gelişmeler söz konusu finansal verilerle diğer yatırımların karşılıklı etkileşimine neden oldu.

İMKB 100 Endeksi ve reel döviz kurları diğer yatırımları tek yönlü olarak etkilemektedir. Ekonominin iyi olduğu dönemlerde menkul kıymet borsaları yükseliş sürecine girer. Ekonomik performansın kötü olduğu dönemler ise sert düşüşlerin sıkça görüldüğü anlardır. Yabancı yatırımcı iktisadi koşulların kötü olduğu bir ülkeye kaynak sağlamada isteksizdir. Yüksek getiri riski üstlenmede ikna edici olabilir. O nedenle kaynak gereksinimi olan ülkede faiz oranları artar. Döviz kurunun reel değerindeki değişim bir yandan ülke ekonomisinin gidişatı hakkında fikir verirken diğer yandan da ülkenin dış kaynak gereksiniminin ölçüsü olur. Sabit kur uygulayan bir ülkede yüksek enflasyon varsa kur aşırı değerlendirilerek fon sağlayıcıların kararlarını etkiler. Dalgalı kur rejimlerinde ise kurdaki değerlendirme kaynak ihtiyacındaki azalmayı, artış ise kaynak gereksiniminin arttığını gösterir. Türkiye ekonomisi 2002'ye kadar sabit kur uygulayarak, 2002'den itibaren de dalgalı kur rejimiyle her iki deneyime sahip oldu.

Doğrudan yatırımların finansal verilerden sadece reel döviz kuru üzerinde tek yönlü olarak etkisi görülmektedir. Dış kaynak girişi bir ülkenin döviz ihtiyacının azalmasına ve döviz fiyatlarının düşmesine neden olur. Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları çok büyük oranda özelleştirmeler, banka alım ve işbirlikleri yoluyla olmuştur. Bu koşullarda ülkeye büyük hacimlerde döviz girişi olmuş ve döviz kurunun değerlendirilmesine neden olmuştur.

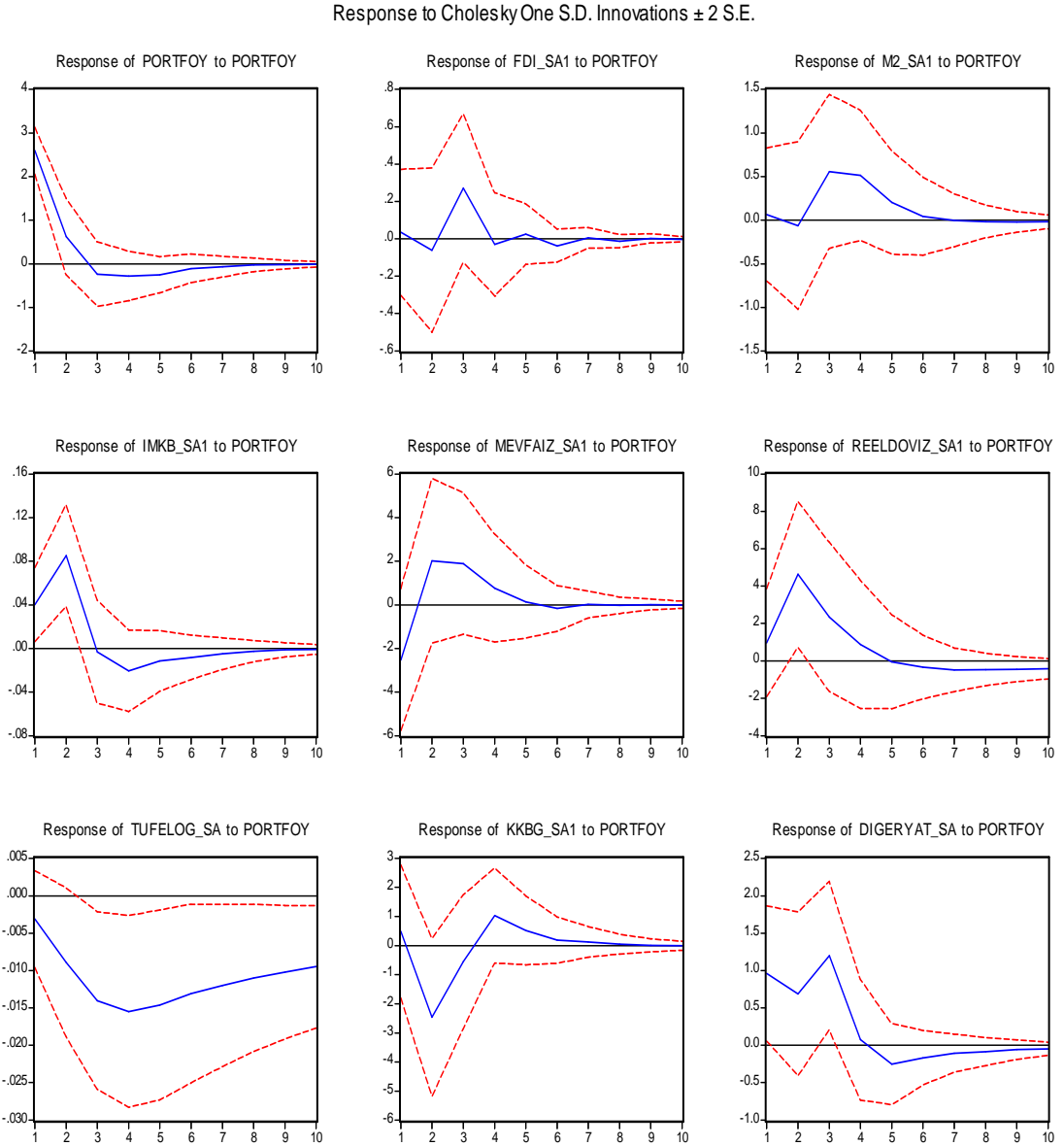
6.2.6.3. Etki Tepki Analizi

Sermaye hareketlerinin finansal veriler üzerinde bir etkisinin olup olmadığı, önceki kısımda nedensellik testi ile ölçüldü. Bu kısımda ise etki tepki analizi yapılarak sermaye hareketlerinin politika aracı olarak kullanılabilirliği saptanmaya çalışıldı.

Etki tepki analiziyle sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek bir standart sapmalık şoka finansal verilerin tepkisini göstermek amacıyla hareketli ortalama

vektörü (VMA) gösterimi yöntemi kullanıldı. Sonuçlar Şekil 6.23, Şekil 6.24 ve Şekil 6.25'te gösterildi. Etki tepki analizi grafiklerinde orta çizgi nokta tahminlerini alt ve üst çizgiler ise bir standart hatalık güven aralığını göstermektedir.

Şekil 6.1.
Etki Tepki Fonksiyonu (Portföy Yatırımları, Finansal Veriler)



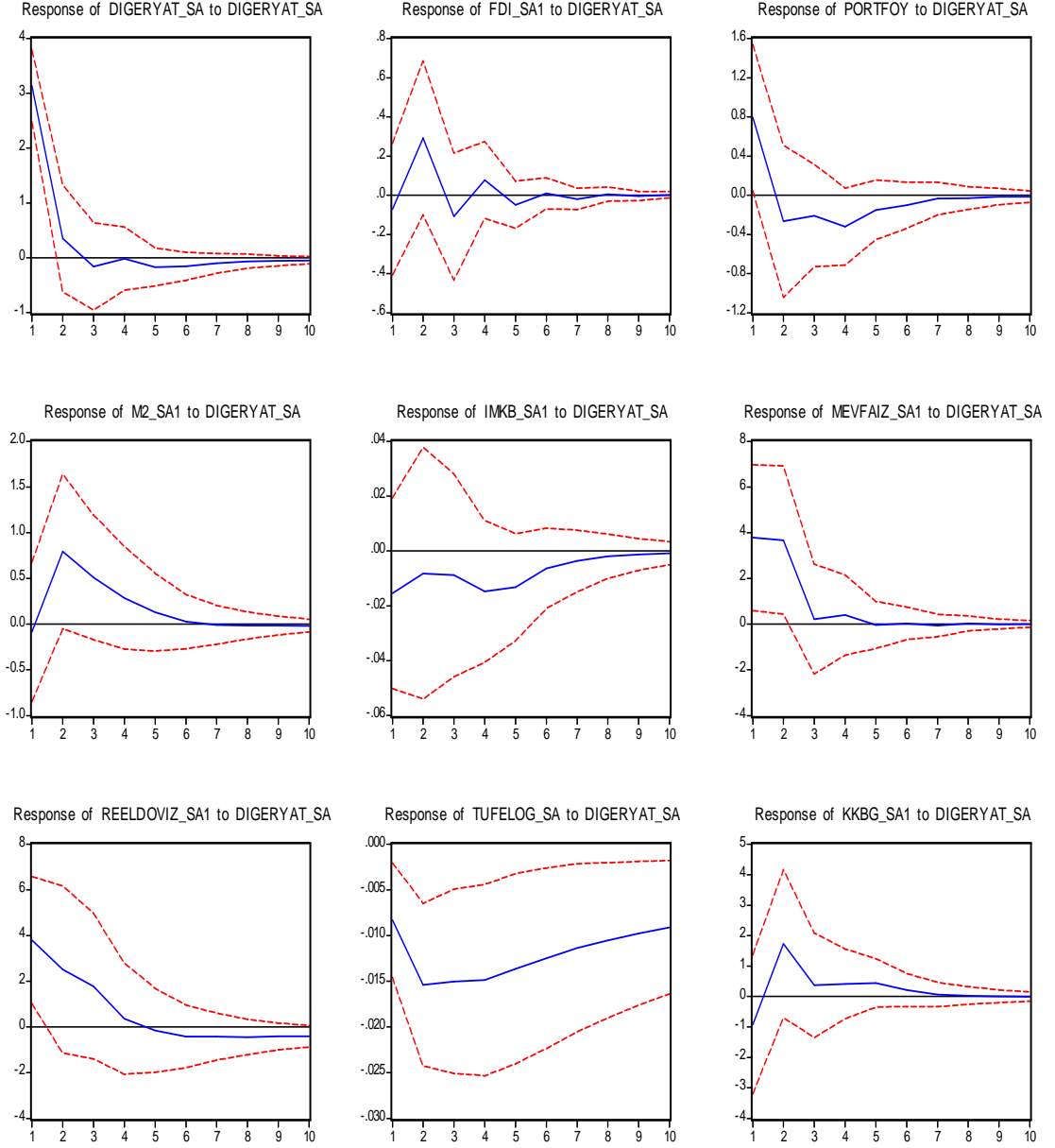
Şekil 6.23'te portföy yatırımlarındaki bir standart sapmalı şoka sermaye hareketlerinin ve finansal değişkenlerin verdiği tepki yer almaktadır. Verilen tepkiler şu şekilde yorumlanmıştır:

- Portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- İMKB 100 endeksi portföy yatırımlarına ikinci döneme kadar pozitif yönlü artan, sonrasında üçüncü döneme kadar pozitif yönlü azalan bir tepki vermektedir. Üçüncü dönemden sonra portföy yatırımlarının İMKB endeksi üzerinde etkisi yoktur.
- Portföy yatırımlarının mevduat faiz oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Portföy yatırımlarının para arzı (M2) üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Portföy yatırımları reel döviz kurları üzerinde ikinci dönemde pozitif bir etkiye sahiptir. Sonrasında ise anlamlı bir etki yoktur.
- Portföy yatırımları TÜFE üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Dördüncü döneme kadar artış gösteren negatif etki sonrasında azalarak sürmektedir.
- Portföy yatırımlarının kamu kesimi borçlanma gereği üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Portföy yatırımları diğer yatırımlar üzerinde üçüncü dönemde negatif bir etkiye sahiptir. Sonrasında anlamlı bir etki söz konusu değildir.

Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları büyük ölçüde kısa vadeli. Türkiye'nin benimsediği istikrar programları bir yandan daraltıcı maliye politikası uygulamaları ve mali disiplinin sağlanması, diğer yandan da daraltıcı para politikaları ile faiz oranları yükseltilmesi ve iç talebin kısılması şeklinde formüle edildi. Böylelikle enflasyon oranları düşürülecek ve fiyat istikrarı sağlanacaktı. Yüksek faiz oranları portföy yatırımlarını çektiği için bu dönemde gelen yabancı sermaye döviz kurlarının ve enflasyon oranlarının düşmesine neden oldu. Risk algılamalarının arttığı anlarda ise kolayca çıkma eğilimine girerek kurların yükselmesine neden oldu. Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu sermaye gereksiniminin yıllarca büyük ölçüde portföy yatırımları ile karşılanması ve portföy yatırımlarının oynak yapısı yaşanan ekonomik istikrarsızlıklarda ve krizlerde etkili olduğunun göstergesidir.

Şekil 6.2.
Etki Tepki Fonksiyonu (Diğer Yatırımlar, Finansal Veriler)

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Şekil 6.2’de diğer yatırımlardaki bir standart sapmalı şoka sermaye hareketlerinin ve finansal değişkenlerin verdiği tepki yer almaktadır. Verilen tepkiler şu şekilde yorumlanmıştır:

- Diğer yatırımların doğrudan yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

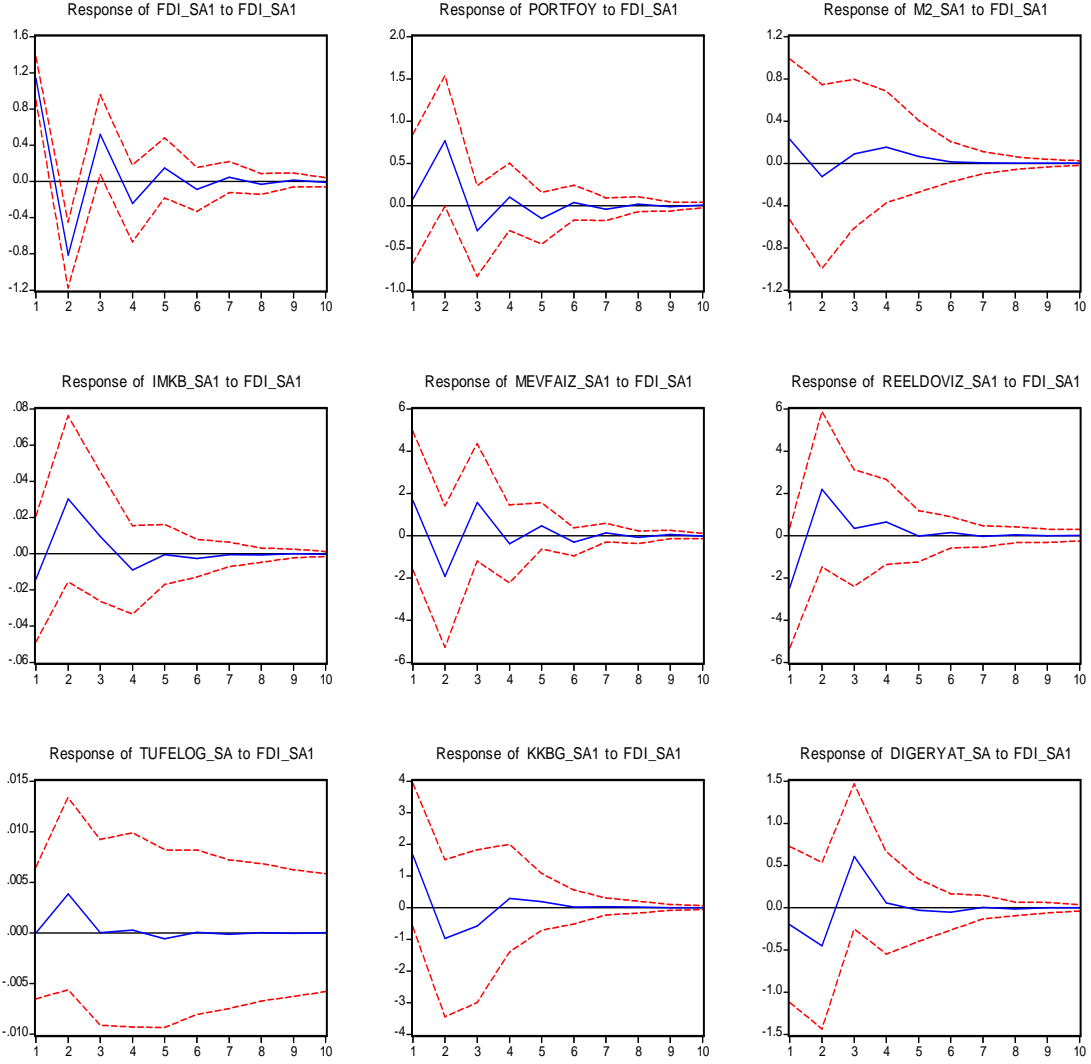
- Diğer yatırımların portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Diğer yatırımların para arzı (M2) üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Diğer yatırımların İMKB 100 Endeksi üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Diğer yatırımlar mevduat faiz oranlarını ikinci döneme kadar pozitif yönlü olarak etkilemektedir. Sonrasında etki ortadan kalkmaktadır.
- Diğer yatırımlar reel döviz kurları üzerinde ikinci döneme kadar süren pozitif azalan bir etkiye sahiptir. Sonrasında etki ortadan kalkmıştır.
- Diğer yatırımlar TÜFE üzerinde bir negatif etkiye sahiptir. İkinci dönemden itibaren azalarak etkisini onuncu döneme kadar sürdürmüştür. Etki onuncu dönemde azalmakla birlikte sönümlememiştir.
- Diğer yatırımların kamu kesimi borçlanma gereği üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

Diğer yatırımlar kalemi Türkiye'nin dış kaynak ihtiyacının karşılanmasında önemli bir paya sahiptir. 2000 sonrası dönemde bankaların mevduat gereksinimleri yeterince karşılanmayınca kaynak gereksinimini dış âlemden kredi olarak sağladı. Özel sektör de dış kaynak kullanmasına ilişkin sınırlamaların kalkmasıyla birlikte yurt dışı kredileri giderek artan miktarlarda kullanmaya başladı. Kaynak girişi ülkenin ithalatına yansdı. Özel kesim yatırımları için gerekli olan makine teçhizat, hammadde, yarı mamul mallar ve enerji ihtiyacını büyük ölçüde ithalat yaparak karşıladı. İthalat artışı nedeniyle reel döviz kurları sermaye girişine rağmen yukarı yönlü bir eğilimini sürdürdü. Ucuz ithal ürünlerin iç fiyatları düşürmesi enflasyon oranlarının düşmesini destekliyordu. Enflasyon oranlarının düşüyor olması reel kurların değerlendirilmesinde büyük rol oynadı. Ayrıca kamu kesimi dış borçlanma yapmayı aksine dış borçlarını azaltma eğilimine girince döviz cinsinden kaynak talebi arttı. Bu da reel döviz kurlarının yukarı yönlü eğilimini destekledi.

Şekil 6.3

Etki Tepki Fonksiyonu (Doğrudan Yatırımlar, Finansal Veriler)

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Şekil 6.3'te doğrudan yatırımlardaki bir standart sapmalılık şoka sermaye hareketleri ve finansal değişkenler tepki vermedi. Doğrudan yatırımların analize dâhil edilen finansal değişkenler üzerinde bir etkisinin olmadığı görüldü. Bunda doğrudan yatırımlar serisinin düzgün olmayan seyrinin etkili olduğu söylenebilir.

2000'li yıllara kadar Türkiye'ye yönelen doğrudan yatırımlar çok sınırlı düzeyde gerçekleşti. 2000–2001 krizi ve sonrasında doğrudan yatırımlarda da bir azalma beklenirken aksine artış gözlemlendi. Krizin etkisiyle büyük oranda değer kaybeden banka

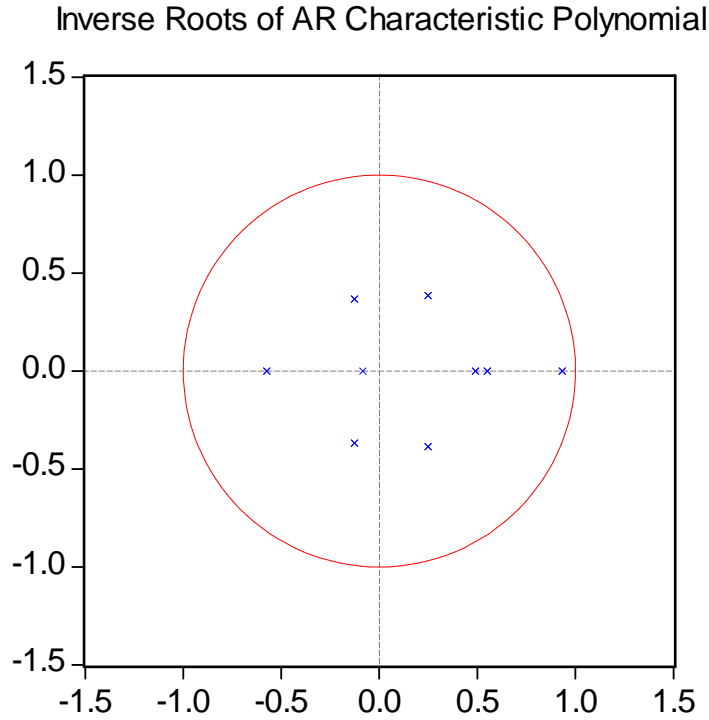
ve işletmelere yabancı ilgisi yatırımların kaynağını oluşturdu. 2006 sonrasında küresel piyasalarda görülen bozulmalar tüm dünyada yatırımlar için belirsiz bir dönemin habercisiydi. Buna rağmen Türk Bankacılık sektörüne yabancı ilgisi doğrudan yatırımlarda artışa neden oldu. Söz konusu gelişmelerin etkisiyle şekillenen doğrudan yatırımlar finansal değişkenleri farklı yönde güçlü bir şekilde etkileyen dinamiklerin karşısında gölgede kaldı.

6.2.6.4. VAR Modelinin Durağanlık Testi

Model kurulduktan sonra durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Modelin durağanlığı katsayı matrisinin öz değerlerine (eigenvalue) bağlıdır. Katsayı matrisinin öz değerlerinin tamamının birim çemberin içerisinde yer alması durumunda sistem durağan olur. Öz değerlerin birinin birim çemberin üzerinde veya dışında olması durumunda sistem durağan değildir. Öz değerlerin tamamı birim çemberin içinde olduğu için model durağandır.

Şekil 6.4

VAR Modeli İçin Durağanlık Testi (Sermaye Hareketleri, Finansal Veriler)



6.2.6.5. VAR modelinin Otokorelasyon Testi

VAR modelinin yapısal anlamda bir sorun içerip içermediğini tespit edebilmek üzere Otokorelasyon-LM testi yapılmıştır. VAR modelinde çıkan hata terimlerinin ilişkili olup olmadıklarını belirlemek amacıyla yapılan bu test, 12 gecikme düzeyi için otokorelasyon bulunmadığını göstermektedir.

Tablo. 6.5.

Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin Otokorelasyon-LM Testi

Lags	LM-Stat	Prob	Lags	LM-Stat	Prob
1	93.38217	0.1638	7	89.27264	0.2479
2	82.36139	0.4370	8	95.64574	0.1272
3	68.70780	0.8331	9	66.11185	0.8843
4	90.93844	0.2110	10	82.91309	0.4202
5	79.34716	0.5312	11	62.68765	0.9346
6	86.21473	0.3251	12	81.66042	0.4585

Probs from chi-square with 64 df.

6.2.6.6. Değişen Varyans Testi

Ki-Kare değeri tahmin edilen modelde değişen varyans sorunu olmadığını başka bir ifadeyle hata teriminin varyansının tüm gözlemler için aynı olduğunu ortaya koymaktadır. White değişen varyans testi sonuçlarına göre değişen varyans olmadığı görülmektedir.

Tablo. 6.6.

Sermaye Hareketleri ve Finansal Veriler İçin White Testi

İstatistik F	s.d	P-Değeri
874.0000	855	0.3184

6.2.6.7. Yapısal Kırılma Testi

Chow Breakpoint testi yapılarak modelde yapısal bir kırılmanın olup olmadığı araştırılmıştır. 2000 yılı ikinci çeyreğinde yapısal kırılmanın olduğu tespit edilmiştir. Model kukla değişkeni ilave edilmek suretiyle kırılmadan arındırılmıştır.

6.2.7. Sermaye Hareketlerinin Reel Veriler Üzerindeki Etkisi

1998–2009 dönemleri arasına yönelik VAR Modeli çözümlenmeleri sonucunda Sermaye Hareketlerinin Reel Veriler üzerinde etkisinin olduğu gözlemlenmiştir.

6.2.7.1. VAR Analizi İçin Gecikme Düzeyi

VAR analizi için gecikme uzunlukları Tablo 6.31’de yer alan LR, FPE, AIC, HQ, SC kriterlerine bağlı olarak otokorelasyon LM, değişen varyans White ve normal dağılım Jarque-Bera testleri ile belirlendi. Otokorelasyonun olmadığı (LM probability değerleri 0,05’den büyük), değişen varyansın bulunmadığı (White testi Joint probability değeri 0,05’den büyük) ve normal dağılımın olduğu (normality probability değerleri 0,05’den büyük) en düşük gecikme düzeyi LR, kritik değerine göre 2’dir.

Tablo. 6.7.
Sermaye Hareketleri ve Reel Veriler İçin Gecikme Uzunluğu

Endogenous variables: FDI_SA1 PORTFOY SANAYIENDE_SA1 KAPASITE_SA1 BUYUME_SA X_M_SA1 ISSIZLIKORANI_SA1 DIGERYAT_SA						
Endogenous variables:C DUMMY						
Sample:1998Q1 2009Q4						
Included observations:44						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-166.9278	NA	5.64e-07	8.314900	8.963696*	8.555505*
1	-100.4084	102.8027	5.37e-07	8.200381	11.44436	9.403406
2	-18.14625	97.21888*	3.29e-07	7.370284	13.20945	9.535728
3	71.24423	73.13767	2.83e-07*	6.216171*	14.65052	9.344035

* Seçilen gecikme düzeyini gösterir. Her ardışık test için %5 anlamlılık düzeyinde LR test kriteri, FPE: Final Prediction kriterini, AIC: Akaike Bilgi Kriteri, SC: Schwarz bilgi kriteri, HQ: Hannan-Quin bilgi kriteridir.

6.2.7.2. Nedensellik Testi

Granger Nedensellik testi uygulanarak sermaye hareketleri ile reel veriler arasındaki ilişki sınanmış ve hangi değişkenlerin birbirlerini ne yönde etkilediği saptanmıştır.

Tablo. 6.8.

Sermaye Hareketleri ve Reel Veriler İçin Nedensellik Testi

İlişkinin Yönü	İstatistik F	s.d	P-Değeri
Doğrudan Yatırımlar Portföy Yatırımlarının Granger nedeni değildir	3.90697	2	0.02819
Portföy Yatırımları Doğrudan Yatırımların Granger nedeni değildir	1.08689	2	0.34702
Diğer Yatırımlar Portföy Yatırımlarının Granger nedeni değildir	0.34120	2	0.71292
Portföy Yatırımları Diğer Yatırımların Granger nedeni değildir	5.98862	2	0.00523
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı Portföy Yatırımlarının Granger nedeni değildir	0.70047	2	0.50234
Portföy Yatırımları İhracatın İthalatı Karşılama Oranının Granger nedeni değildir	8.83467	2	0.00066
Kapasite Kullanım Oranı Portföy Yatırımlarının Granger nedeni değildir	0.35120	2	0.70599
Portföy Yatırımları Kapasite Kullanım Oranının Granger nedeni değildir	3.64260	2	0.03521
Büyüme Oranı Diğer Yatırımların Granger nedeni değildir	0.90899	2	0.41109
Diğer Yatırımlar Büyüme Oranının Granger nedeni değildir	2.81292	2	0.07194
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı Diğer Yatırımların Granger nedeni değildir	4.15731	2	0.02289
Diğer Yatırımlar İhracatın İthalatı Karşılama Oranının Granger nedeni değildir	0.80338	2	0.45491
Kapasite Kullanım Oranı Diğer Yatırımların Granger nedeni değildir	2.70966	2	0.07877
Diğer Yatırımlar Kapasite Kullanım Oranının Granger nedeni değildir	1.12766	2	0.33387
Sanayi Üretim Endeksi Diğer Yatırımların Granger nedeni değildir	3.51298	2	0.03930
Diğer Yatırımlar Sanayi Üretim Endeksi Granger nedeni değildir	2.01526	2	0.14660
İşsizlik Oranı Diğer Yatırımların Granger nedeni değildir	3.16544	2	0.05294
Diğer Yatırımlar İşsizlik Oranının Granger nedeni değildir	0.69049	2	0.50721
Sanayi Üretim Endeksi Doğrudan Yatırımların Granger nedeni değildir	0.02293	2	0.88035
Doğrudan Yatırımlar Sanayi Üretim Endeksi Granger nedeni değildir	3.77700	2	0.05853
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı Doğrudan Yatırımların Granger nedeni değildir	0.90834	2	0.34588
Doğrudan Yatırımlar İhracatın İthalatı Karşılama Oranının Granger nedeni değildir	3.53823	2	0.06675
Portföy Yatırımları Doğrudan Yatırımların Granger nedeni değildir	1.08689	2	0.34702
Doğrudan Yatırımlar Portföy Yatırımlarının Granger nedeni değildir	3.90697	2	0.02819

Sermaye hareketlerinden birini oluşturan portföy yatırımları; diğer yatırımları, ihracatın ithalatı karşılama oranını, kapasite kullanım oranını tek yönlü olarak etkilemektedir.

Diğer yatırımlar büyüme oranını tek taraflı olarak etkilemektedir. İhracatın ithalatı karşılama oranı, kapasite kullanım oranı, sanayi üretim endeksi ve işsizlik oranı diğer yatırımları tek yönlü olarak etkilemektedir.

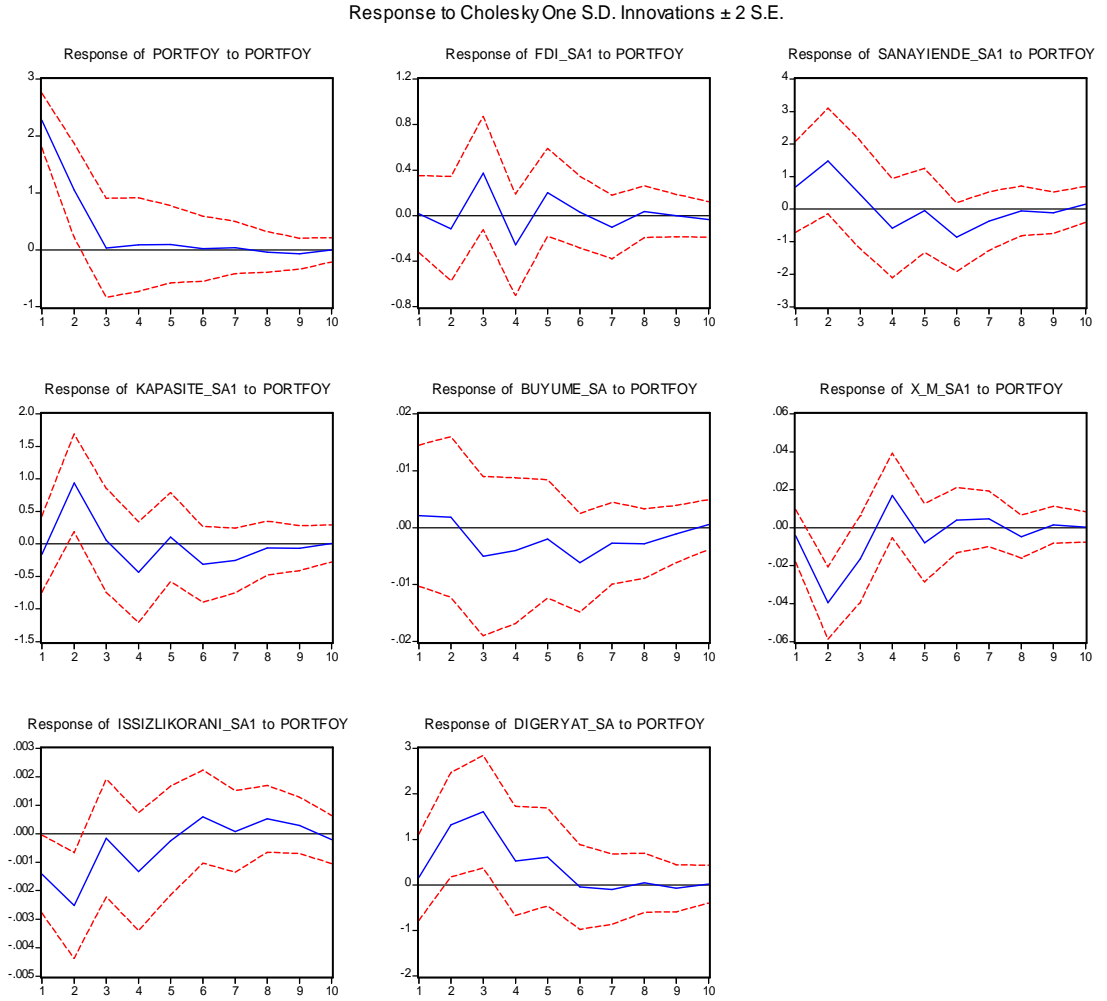
Doğrudan yatırımlar sanayi üretim endeksini tek yönlü olarak etkilemektedir.

6.2.7.3. Etki Tepki Analizi

Sermaye hareketlerinin finansal veriler üzerinde bir etkisinin olup olmadığı, önceki kısımda nedensellik testi ile ölçüldü. Bu kısımda ise etki tepki analizi yapılarak sermaye hareketlerinin politika aracı olarak kullanılabilirliği saptanmaya çalışıldı.

Etki tepki analiziyle sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek bir standart sapmalı şoka reel verilerin tepkisini göstermek amacıyla hareketli ortalama vektörü (VMA) gösterimi yöntemi kullanıldı. Sonuçlar Şekil 6.23, Şekil 6.24 ve Şekil 6.25'te gösterildi. Etki tepki analizi grafiklerinde orta çizgi nokta tahminlerini alt ve üst çizgiler ise bir standart hatalık güven aralığını göstermektedir.

Şekil 6.5
Etki Tepki Fonksiyonu (Portföy Yatırımları, Reel Veriler)



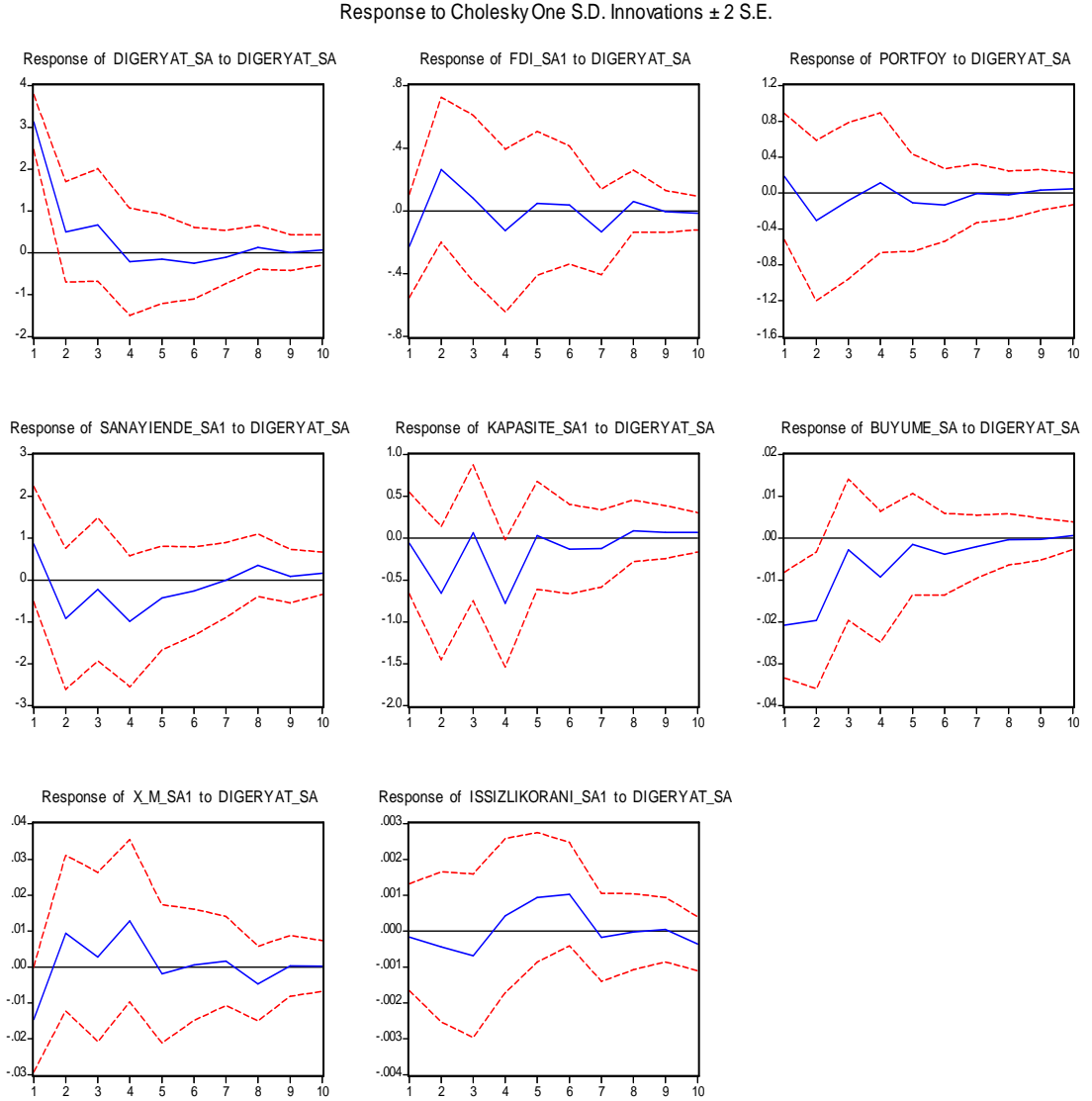
Şekil 6.5'te portföy yatırımlarındaki bir standart sapmalık şoka sermaye hareketlerinin ve reel değişkenlerin verdiği tepki yer almaktadır. Verilen tepkiler şu şekilde yorumlanmıştır:

- Portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Portföy yatırımları sanayi üretim endeksini ikinci dönemde pozitif yönlü etkilemiştir. İkinci dönemden sonra anlamlı bir etkiye sahip değildir.
- Portföy yatırımları kapasite kullanım oranını ikinci dönemde pozitif yönlü etkilemiştir. İkinci dönemden sonra anlamlı bir etkiye sahip değildir.
- Portföy yatırımlarının büyüme oranları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Portföy yatırımları ihracatın ithalatı karşılama oranı üzerinde ikinci döneme kadar artan bir negatif etkiye sahiptir. İkinci dönemden itibaren negatif etki azalarak üçüncü döneme kadar sürmüştür. Üçüncü dönemden itibaren etki ortadan kalkmıştır.
- Portföy yatırımları işsizlik oranları üzerinde üçüncü döneme kadar süren negatif bir etkiye sahiptir. Üçüncü dönemden itibaren etki ortadan kalkmıştır.
- Portföy yatırımları diğer yatırımları üçüncü döneme kadar pozitif yönlü olarak etkilemiştir. Sonrasında etki ortadan kalkmıştır.

Portföy yatırımları şeklinde Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermaye, ithalat artışını destekleyerek ihracatın ithalatı karşılama oranı üzerinde negatif etki oluşturdu. Türkiye'nin ihraç mallarının üretiminde kullanılan girdilerin önemli ölçüde ithal katkı içermesi ihracat artışının ithalatı da arttırması sonucunu doğurmaktadır. Türkiye'nin ithalat kalemlerinin büyük bir kısmını enerji, ara mallar, makine ve teçhizattan oluşmaktadır. Bu da iç yatırımların ve üretimin ithalat artışının etkisi altında olduğunu göstermektedir. Nitekim portföy yatırımlarındaki artışla birlikte kapasite kullanım oranları artmakta, sanayi üretim endeksi iyileşmekte ve işsizlik oranları düşmektedir. Ekonomik iyileşmede kaynak girişinin iç talebi canlandırması da etkili olmuştur.

Portföy yatırımlarının reel ekonomik veriler üzerindeki etkisi, Türkiye ekonomisinin portföy yatırımlarının oynaklığından ve ani giriş çıkışlarının neden olduğu istikrarsızlaştırıcı etkisinden dolayı kırılğan olduğunu göstermektedir.

Şekil 6.6.
Etki Tepki Fonksiyonu (Diğer Yatırımlar, Reel Veriler)



Şekil 6.6'da diğer yatırımlardaki bir standart sapmalık şoka sermaye hareketlerinin ve reel değişkenlerin verdiği tepki yer almaktadır. Verilen tepkiler şu şekilde yorumlanmıştır:

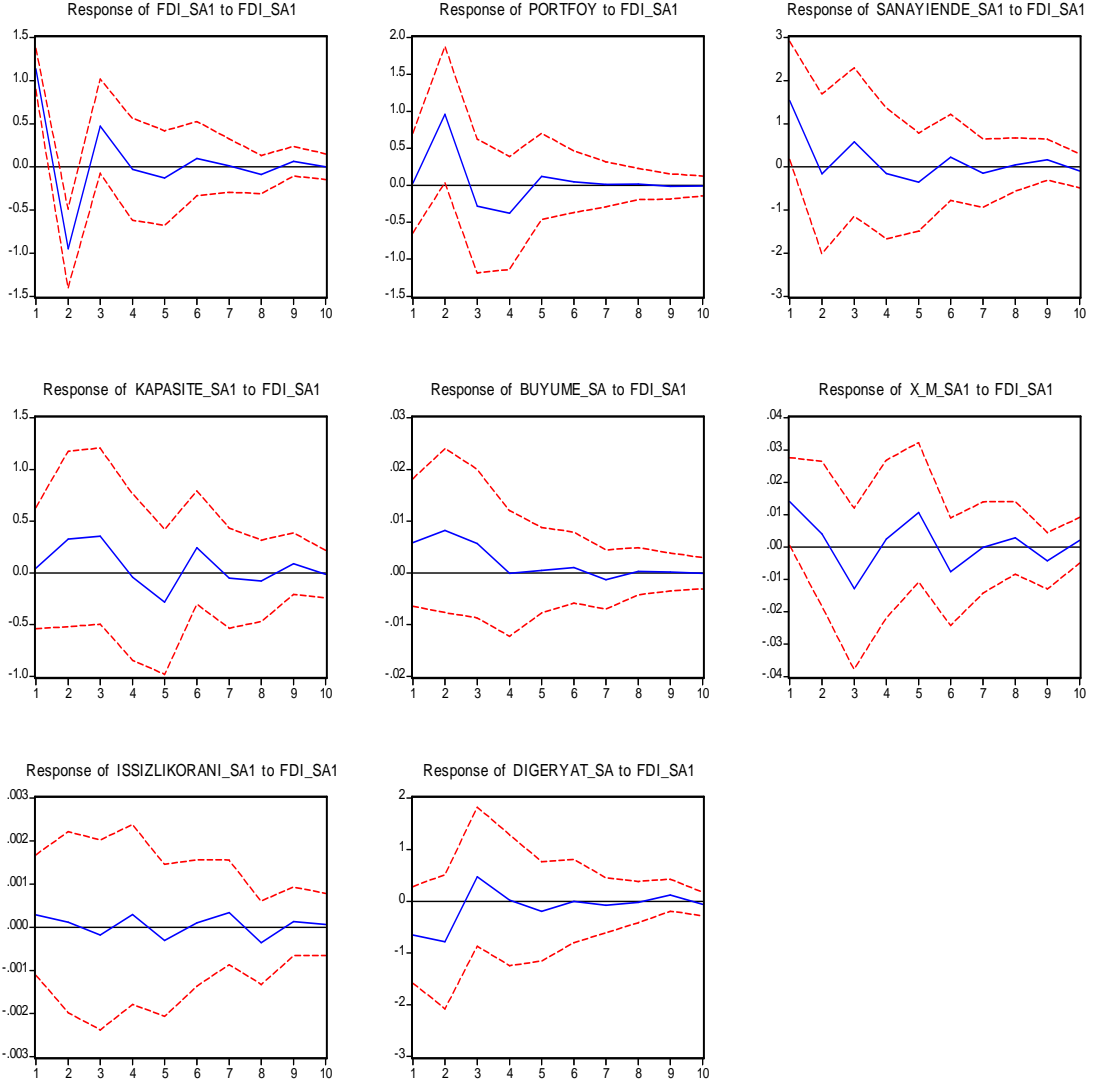
- Diğer yatırımların doğrudan yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

- Diğer yatırımların portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Diğer yatırımların sanayi üretim endeksi üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Diğer yatırımlar kapasite kullanım oranını dördüncü dönemde negatif yönlü olarak etkilemiştir. Sonrasında etki kaybolmuştur.
- Diğer yatırımları büyüme oranlarını ikinci döneme kadar negatif yönlü olarak etkilemiştir. Sonrasında etki ortadan kalkmıştır.
- Diğer yatırımlar ihracatın ithalatı karşılama oranı üzerinde birinci dönemin başında negatif bir etkiye sahiptir. Sonrasında etki kaybolmuştur.
- Diğer yatırımların işsizlik oranları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

1990'lı yılların sonlarına kadar oluşan borç stoku ve 2000–2001 krizleri Türk ekonomi yönetimini mali disipline, sıkı para ve maliye politikalarına zorladı. Bütçede sağlanan faiz dışı fazlaya rağmen borçların vadesi gelen anapara ve faiz ödemelerinde iç borçlanma yoluna gidildi. Yeterli mevduatı toplayamayan bankalar kamu borç finansmanı için dış kredi kullanımı yolunu seçtiler. Özel kesimin dış dünyadan sağladığı kredilerin arttığı yıllar 2004 yılı ve sonrasıdır. 2006 yılından itibaren Amerika Birleşik Devletlerinde mortgage piyasalarında görülen bozulma sonraki yıllarda global bir krize dönüşünce Türkiye'de sistemik krizin etkisinde kaldı. Bu süreçte özel kesimin dış dünyadan sağladığı kaynaklar ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayamadı. İhracat ve iç talep daraldı ve kapasite kullanım oranları düştü. Firmaların ödeme güçlüğüne düşmesi ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle ekonomik ekonomik büyüme negatif yönde etkilendi.

Şekil 6.7.
Etki Tepki Fonksiyonu (Doğrudan Yatırımlar, Reel Veriler)

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Şekil 6.7’de Doğrudan yatırımlardaki bir standart sapmalı şoka sermaye hareketlerinin ve reel değişkenlerin verdiği tepki yer almaktadır. Verilen tepkiler şu şekilde yorumlanmıştır:

- Doğrudan yatırımlar Portföy yatırımları üzerinde ikinci dönemde pozitif yönlü bir etkiye sahiptir. Sonrasında etki ortadan kalkmıştır.

- Doğrudan yatırımlar sanayi üretim endeksi üzerinde birinci dönemde pozitif yönlü bir etkiye sahiptir. Sonrasında etki ortadan kalkmıştır.
- Doğrudan yatırımların kapasite kullanım oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Doğrudan yatırımların büyüme üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Doğrudan yatırımlar ihracatın ithalatı karşılama oranını birinci dönemde pozitif yönlü olarak etkilemiştir. Sonrasında etki kaybolmuştur.
- Doğrudan yatırımların işsizlik oranları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.
- Doğrudan yatırımların diğer yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

2000’li yıllara kadar Türkiye’ye yönelen doğrudan yatırımlar bir milyar doların altında kaldı. 2002 yılında üç milyar dolara yakın giriş hariç bir milyar dolar seviyesini korudu. Sonraki yıllarda da doğrudan yabancı sermaye yatırımları özelleştirmeler ve bankacılık sektörüne yönelik olarak arttı. Doğrudan yatırımlar başlangıçta çok az miktarda giriş yaptığı, son birkaç yıldır da küresel krizin etkisiyle Türkiye’de makro ekonomik veriler üzerinde çok fazla etkili olamadı. Yine de sanayi üretim endeksini ve ihracatın ithalatı karşılama oranını olumlu yönde etkilediği görülmektedir.

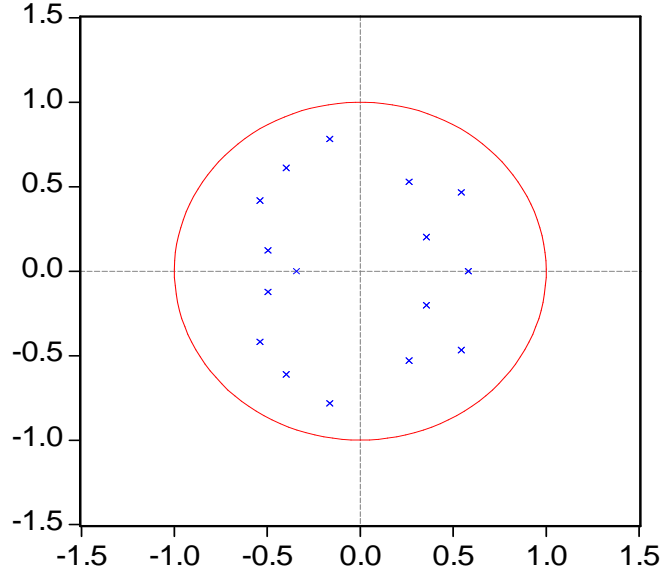
6.2.7.4. VAR Modelinin Durağanlık Testi

Model kurulduktan sonra durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Modelin durağanlığı katsayı matrisinin öz değerlerine (eigenvalue) bağlıdır. Katsayı matrisinin öz değerlerinin tamamının birim çemberin içerisinde yer alması durumunda sistem durağan olur. Öz değerlerin birinin birim çemberin üzerinde veya dışında olması durumunda sistem durağan değildir. Öz değerlerin tamamı birim çemberin içinde olduğu için model durağandır.

Şekil 6.8.

VAR Modeli İçin Durağanlık Testi (Doğrudan Yatırımlar, Reel Veriler)

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



6.2.7.5. VAR modelinin Oto Korelasyon Testi

VAR modelinin yapısal anlamda bir sorun içerip içermediğini tespit edebilmek üzere Oto korelasyon-LM testi yapılmıştır. VAR modelinde çıkan hata terimlerinin ilişkili olup olmadıklarını belirlemek amacıyla yapılan bu test, 12 gecikme düzeyi için oto korelasyon bulunmadığını göstermektedir.

Tablo. 6.9.

Sermaye Hareketleri ve Reel Veriler İçin Oto Korelasyon-LM Testi

Lags	LM-Stat	Prob	Lags	LM-Stat	Prob
1	75.33729	0.1571	7	62.43058	0.5322
2	59.87452	0.6230	8	68.95113	0.3137
3	48.87177	0.9192	9	83.14548	0.0542
4	66.26790	0.3986	10	45.66798	0.9597
5	71.27553	0.2487	11	45.57090	0.9606
6	81.61032	0.0680	12	62.51384	0.5292

Probs from chi-square with 64 df.

6.2.7.6. Değişen Varyans Testi

Ki-Kare değeri tahmin edilen modelde değişen varyans sorunu olmadığını başka bir ifadeyle hata teriminin varyansının tüm gözlemler için aynı olduğunu ortaya koymaktadır. White değişen varyans testi sonuçlarına göre değişen varyans olmadığı görülmektedir.

Tablo. 6.10.

Sermaye Hareketleri ve Reel Veriler İçin White Testi

İstatistik F	s.d	P-Değeri
1206.944	1188	0.3445

6.2.7.7. Yapısal Kırılma Testi

Chow Breakpoint testi yapılarak modelde yapısal bir kırılmanın olup olmadığı araştırılmıştır. 2001 yılı dördüncü çeyreğinde yapısal kırılmanın olduğu tespit edilmiştir. Model kukla değişkeni ilave edilmek suretiyle kırılmadan arındırılmıştır.

SONUÇ

Sermaye birikimi tüketilmeyip tasarruf edilen kaynaklarla sağlanır. Küresel sermayenin oluşmasında küresel tasarruflar etkili olmuştur. 1973-1979 petrol krizlerinde petrol ihracatçısı ülkeler büyük bir sermaye birikimi sağladılar. Ancak bu tasarrufları yatırımlara dönüştürecek plan ve programa sahip olmadıkları gibi beşeri ve fiziki altyapıya da sahip değillerdi. Küresel boyutta yaşanan liberalleşme ile birlikte petrodolarlar batılı finansal aktörlerin elinde günümüz sermaye hareketlerinin başlangıcı oldu.

Dünyada yaşanmakta olan küresel krizlere bakıldığında finansal krizin oluşmasına neden olan iki temel faktör vardır. İlki küresel finansal sistemin yapısı, ikincisi ise finansal akımların yönelmiş olduğu aktörlerin göstermiş olduğu performanstır.

Küresel finansal sistem ikinci dünya savaşı sonrası yeni ekonomik düzenin kuruluşu sırasında Bretton Woods anlaşmasıyla oluşturuldu. Amerikan doları uluslar arası rezev para olarak benimsendi. Amerikan dolarının istikrarı sistemin istikrarının temel direklerinden biri olduğu için dolar değeri altına bağlandı. Öteki ulusal paralar da sabit kurdan Amerikan dolarına bağlandı. Sistemin başarısı Amerikan dolarının enflasyonla aşınmamasına sağlanacaktı. Ancak Amerikan ekonomisi dolar enflasyonunu önleyemediği ve ölçsüz bir şekilde dolar arzı gerçekleştirdiğinden dolayı doların altın değeri korunamadı. 1970’li yıllara kadar dolar enflasyonu ve altın karşısında devaluasyonu devam etmesine rağmen sistem ağır aksak işletilmeye çalışıldı. 1970’lerde artık sistemin mevcut haliyle sürdürülmesi imkansız hale geldiği için doların altına bağlı sabit kur uygulamasından vazgeçildi. Öteki ulusal paraların dolar kuru dalgalanmaya başladı. Böylece uluslar arası finansal sistem ilk büyük çatlmasını yaşamış oldu. Uluslar arası rezev para olan doların değerindeki istikrarsızlık günümüze kadar sistemin belirsizliklerinin ve zayıflığının sürmesine neden oldu.

Finansal liberalleşme süreci ve bunun sonucu küresel bir boyut kazanan sermaye hareketleri sistemin risklerini arttıran ikinci faktör olmuştur. 1970’li yıllarda yaşanan petrol krizleri ve bu süreçten büyük bir sermaye birikimi sağlayan petrol ihracatçısı

lkeler küresel finansal sermayenin oluşuma öncülük ettiler. Petrol ithalatçısı ülkeler artan enerji maliyetlerini karşılamak için büyük ölçüde borçlanmak zorunda kalmışlardı. 1980’li yıllarda yaşanan borç krizi bu borçlanmanın neticesi olarak ortaya ıktı. Kr amacıyla serbestçe hareket eden, hemen hiçbir denetimle karşı karşıya kalmayan ve spekülatif eēilimleri olan kısa vadeli sermaye hareketleri günümüz krizlerinin en çok konuşulan konuları olmuştur.

Uluslar arası sermaye hareketlerinin yneldiēi aktörlerin kırılgan yapıları günümüze kadar yaşanan krizlerin temel nedenleri arasında yer almıştır. Yük her defasında en zayıf halkaya binmiş ve zincir hep en zayıf halkadan kopmuştur. Sınırsız bir kr güdüsüyle hareket eden sermaye tüm risklerine raēmen zayıf aktörlere yönelmiş ve krizler patlak vermiştir. 1980’lerden itibaren 1990’lı yılların ortalarına kadar yaşanan krizlerde devletlerin kamu kesimlerinde görülen açıklar ve oluşan borç yükleri kriz nedeniydi. 1997’de görülen Asya krizinde ise kamu kesimi mali yapısı iyi durumdayken sermayenin yönelmiş olduēu firmalar kırılgan haldeydiler. Firmalar bir yandan dış finansman saēlarken diēer yandan verimsiz yatırımlar yapıyorlardı. Geri dönüşü olmayan harcamalar krizin habercisi oldu. 2007’de ilk sinyallerini veren ve 2008 yılından itibaren tüm dünyada etkisi derinden hissedilen mortgage krizi ise ödeme gücü oldukça zayıf bireylere verilen krediler ve bu krediler üzerine inşa edilen türev ürünlerden kaynaklandı.

Her krizin nedenleri ve özellikleri itibariyle bir takım farklılıkları olmakla birlikte etkileri az veya çok küresel olmuştur. Her yeni krizle küresel etki de giderek artmış, en yıkıcı etki aktörler üzerinde olmakla birlikte hem dünya hem de sistem sarsılmıştır. Alternatif bir sistem kurulmadıēı ya da köklü önlemler alınmadıēı takdirde görünen o ki yarım yüzyıldan fazla bir süredir yara alan ve aldıēı darbelerin şiddeti giderek artan uluslar arası finansal sistem nc krizlerin bu güne kadar sinyalini verdiēi küresel bir kıyamet kriziyle çökecektir.

Bretton Woods sistemi çökünce Avrupa Topluluēu lkeleri ulusal paralarını birbirlerine sabit kurdan baēlayarak Werner Planıyla bu günkü Euro’nun temellerini

attılar.⁴⁰⁹ Amerikan Dolarının uluslar arası rezerv para olarak giderek zayıflaması ve Avrupa ekonomilerine zarar vermesi böylelikle önlenmek istendi. Ayrıca alternatif bir rezerv para oluşturularak bunun sağlamış olduğu global avantajlardan yararlanılacaktı. 2008'den itibaren yaşanan global krizle birlikte alternatif bir rezerv para konusunu Çin tartışır hale geldi.

Türkiye tasarruf açığı olan bir ülkedir. O nedenle yatırımlarının ve büyümesinin finansmanını dış kaynaklarla sağlamaktadır. Dış kaynak kullanan bir ekonomi büyüme ve kalkınmasını borç yükü altına girerek gerçekleştirir. Geri ödemeksizin sürekli olarak borçlanmak mümkün olmadığı gibi mevcut borçların faiziyle birlikte ödenme zorunluluğu da vardır. Borçlanarak büyüyen ülkeler yatırımlarını ve harcamalarını borç geri ödemesini dikkate alarak yapmak zorundadırlar. Bu tür ülkeler için genellikle çıkış yolu dış ticarete konu olan sektörlerle yatırım yapmak, mal ve hizmet ihracatlarını arttırarak döviz gelirlerini büyütmektir. Aksi takdirde sağlanan kaynaklar iç piyasanın ihtiyaçlarını karşılamak üzere ticarete konu olmayan yatırım ve harcamalara yönelecektir. Döviz getirisi olmayan bu faaliyetlerle de dış borçların çevrilmesi pek mümkün değildir. Dışa açılan ülkelerin dış borçlarını çevirebilmeleri ve sürdürülebilir bir kalkınmayı yakalayabilmeleri; içeride düşük üretim maliyetleri ve verimlilik artışlarıyla, dışarıda ise ihracat performanslarıyla doğrudan ilişkilidir. Verimlilik artışıyla birlikte yeterli ihracat hacmini yakalayabilen ülkeler dış borç anapara ve faizini ödeyebileceklerdir.

Dış finansman kaynaklı büyüyen dışa açık ekonomilerde sürdürülebilir bir büyüme tek başına ülke performansının iyi olmasıyla sağlanamaz. Aynı zamanda küresel ekonomik koşulların da iyi olması gerekir. Oysa küresel ekonomi bir ülke ekonomisine göre çok daha fazla ve çeşitli faktörlerin etkisiyle bozulmalara daha açıktır. Küresel konjonktürel hareketler de dikkate alındığında istikrarlı bir küresel ekonomik iyilikten söz etmek pek mümkün gözükmemektedir. Dışa açık bir ekonomi her küresel bozulmada dışarıdan finansman sıkıntısına düşebileceği gibi aynı zamanda ihracat pazarlarında bir daralmayla karşı karşıya kalabilecektir.

⁴⁰⁹ Yaşar Akgün, **Avrupa Para Birliğine Doğru**, Süreç, 1995. s:72

Türkiye'nin dış ticaret hacmi milli gelirin yarısından fazlasını oluşturuyor. Bu Türkiye'nin dışa açık bir ekonomi olduğunun net bir göstergesidir. Dışa açıklık düzeyi dışarıdan gelecek şoklara karşı reel olarak ne kadar kırılgan olduğunun bir göstergesidir. Sürekli olarak cari açık sorunları yaşayan ve kalkınmasını dışarıdan gelecek kaynaklara endeksleyen Türkiye'nin ekonomik ve finansal olarak liberalleşmesi küresel krizlere olan duyarlılığını arttırmaktadır. Nitekim 2002'den beri makro verilerinde iyileşme sağlayan, bunu sürdürebilmek için bütçe disiplininin vazgeçmeyen ve iyi bir ihracat performansı yakalayan Türkiye'nin son zamanlarda yaşamakta olan küresel finansal krizden önemli ölçüde etkilendiği görülmektedir.

Dış dünya koşullarında bozulma yaşayan ekonomiler genellikle iç talebi canlandırarak iç pazarı hareketlendirmeye çalışırlar. Örneğin çok büyük bir iç pazar potansiyeline sahip olan Çin iç talebi kuvvetlendirerek krizin etkilerini azaltmaya çalışmaktadır. Bunu sağlayabilecek tasarruf fazlası da olduğu için genişlemeci para ve maliye politikaları kullanabilme inisiyatifine sahiptir. Aynı durumla karşı karşıya kalan Türkiye ise iki temel sorunla karşı karşıyadır. İlki yeterli tasarruflara sahip olmamasıdır. Kriz sürecini daha kolay yönetebilmek için dış kaynak gereksinimi vardır. Yeterli kaynak bulması durumunda alacağı önlemlerle iç talebi canlı tutabilecek ve küresel krizin reel ekonomi üzerinde yıkım etkisi oluşturması önlenebilecektir. Bir hastayı kurtarmak için yapılacak tüm fedakârlıklar kabul edilebilirdir. Zira bir ölüyü hiçbir fedakârlık kurtaramaz. Aynı şekilde krizin yıkım etkisinden korunmak için başta üretici kesim olmak üzere iç ekonomik birimlerin korunması kaçınılmazdır. İkinci sorun ise üretimin ve ihracatın ithalata bağlı olmasıdır. Ne yazık ki Türkiye üretim için gereksinim duyduğu enerji ve yarı mamul niteliğindeki birçok girdiyi dışarıdan temin etmektedir. İhraç ürünlerinin yabancı girdi oranlarının ortalama olarak %60'larda olması dışa bağımlılığın ölçüsünü büyük oranda yansıtmaktadır. Bu koşullarda dış kaynak bulunup iç pazar canlandırılrsa bile bunun maliyeti sadece bulunan borç ve geri ödemesi sırasındaki faizi olarak kalmayacaktır. Aynı zamanda canlanan iç pazar ithalatın da canlı kalmasına neden olacak ve cari açığı körükleyecektir. 2002 sonrası dönemde ihracata yönelik sanayileşme stratejisi dışa bağımlılığı azaltıcı enerji kaynaklarına ve özellikle ithalatı yapılan ara malların üretimi alanlarına yapılacak

yatırımlarla desteklenmesi gerekirdi. Böylece iç pazarın canlı tutulması gerekli olduğu dönemlerde cari açık bir tehdit oluşturacak kadar büyümezdi.

Global kriz sonrası dönemde Türkiye'nin yapması gerekenlerin başında cari açık sorunun giderilmesi için çabalamak, bunun için de ara mal ve yerli enerji kaynaklarına yatırım yapmak gelmektedir. Tasarruf açığı olmakla birlikte ihtiyaç duyulan yabancı sermaye bu alanlara yönlendirilebilirse hedefler bir ölçüde gerçekleşmiş olacaktır.

2002 krizi sonrası bankacılık sektöründe alınan önlemler, bankaların riskli yatırımlardan uzak durması, sermaye yeterlilik oranlarının yüksek olması, mortgage krizini derinleştiren türev ürünlerin finansal sistemimizde bulunmaması global krizin bize yansımalarının daha şiddetli olmasını engellemiştir. Ancak ülkemize gelen kısa vadeli spekülative sermayenin yanı sıra özelleştirmeler ve banka evlilikleri ile gelen yabancı sermaye de global krizlere karşı duyarlılığımızı arttırmıştır. Bu da göstermektedir ki özelleştirmeler, yabancı sermaye ortaklıkları ve şirket evlilikleri ile dış dünya ile bütünleşen ekonomimizde ve özellikle bankacılık sektöründe dış şoklara önlem niteliğindeki ulusal düzenlemeler ve önlemlerden vazgeçilmemelidir.

Türkiye'nin tasarruf açığı olduğu ve kalkınmasının finansmanı dışarıdan sağlandığı sürece IMF ve Avrupa Birliği yabancı kaynak bulmada bir çıpa fonksiyonunu devam ettirecektir. Maasricht Kriterleri, her ne kadar bu kriterlerin yerine getirilmesini tam üyelik için şart koşan Avrupa Birliği ülkelerini global krizden ve ekonomik durgunluktan koruyamasa da belli ölçüde ekonomik iyileşmeyi sağlamak ve yabancı sermayeye güven vermek için uyulması gereken kriterlerdir. Giderek büyüyen ekonomisiyle daha güçlü hale gelen ülkemiz, ortağı olduğu IMF içindeki etkisini arttırarak daha iyi koşullarda anlaşmalar sağlayabilmelidir. Böylece bağımlılıktan kurtulana kadar ki süreçte daha az acı IMF reçeteleri önümüzde olacaktır.

Gelecekte olması muhtemel bir krizi; zamanı, büyüklüğü, derinliği ve öteki tüm boyutları ile kesin bir şekilde belirlemek pek mümkün gözükmemektedir. Krizlerin öngörülmesine ilişkin literatürdeki tüm modeller mevcut verilerin analizi yoluyla gelecek projeksiyonu yapmaktadırlar. Oysa bir krizin oluşumunda geçmişteki ve

hâlihazırdaki ekonomik ve finansal verilerin yanı sıra gelecekte olası koşulların da etkisi vardır. Ayrıca ekonomik faktörlerle birlikte sosyal, siyasal ve psikolojik olmak üzere tahmini ve ölçümü güç birçok faktör de krizler üzerinde etkili olabilmektedir. Olası krizler için, etki edebilecek tüm faktörleri saptayıp hatasız analizler yapan dinamik bir model bulunmadığı sürece kesin saptamalar olamayacaktır. Sinyal yaklaşımı da tüm eksikliklerine rağmen mevcut modeller içinde son dönemde en çok kullanılanlardan biridir. Bu modelin eksik yanı gelecekte ortaya çıkabilecek olası kriz faktörlerini analizine dahil edememesidir. Buna rağmen yapılan analiz neticesinde Türkiye için cari açığın bir süredir eşik değerler üzerinde seyrettiğini bir kriz riskini taşıdığını göstermiştir. Nitekim global finansal krizle birlikte yabancı sermaye akışının durması ve ihracat göstergelerinin kötüleşmesi tüm makro verilere yansımış Türkiye belli ölçüde krizin içine sürüklenmiştir. Bundan sonraki süreçte cari açık için bir önlem alınmazsa benzer riskler sürecektir. Cari açık, dışarıdan finansmanı sürdürülebildiği sürece krize neden olmasa ve tek başına bir kriz sebebi olarak algılanmasa da konjonktürel ya da başka nedenlerle finansman güçlüğü zincirleme etki yaparak öteki makro verilerin de kötüleşmesine ve bir anda krizin oluşmasına neden olabilmektedir. Ayrıca küresel sorunlar olmasa bile sürekli bir cari açık makro ekonomik yapının sağlıklı olmadığını bir göstergesidir. İyi gözüken öteki makro verilerdeki bir anlık bozulma cari açıkla birleşerek bir krize dönüşebilir. Örneğin her şey yolunda giderken seçim kaybetme endişesine kapılan bir hükümetin bütçe disiplininin uzaklaşması popülist politikalarla seçim ekonomisine yönelmesi cari açıkla bütünleşen bir bütçe açığına neden olacaktır. İkiz açık olarak ta nitelendirilen ve daha önceki krizlerin de ana nedenini oluşturan bu durum yeni bir krizin habercisi olabilecektir.

Sermaye hareketlerinin makro ekonomik veriler ve kriz göstergeleri ile ilişkisi incelendiğinde sermaye hareketlerinden niteliğine bağlı olarak bir takım verilerin etkilendiği görülmektedir. Türkiye ekonomisinde ihtiyaç duyulan yabancı kaynaklar içinde uzun yıllar en çok portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kalemleri etkili olmuştur. Bunda doğrudan yatırımların ülkemize 2000 öncesi dönemde az miktarda gelmesi ihtiyaç duyulan kaynağın daha çok diğer yatırımlar kalemiyle sağlanmasıdır. Portföy yatırımlarını arbitraj kazancı ve piyasa koşullarının etkisinde gelen kaynaklar oluştururken, diğer yatırımları başta devletin IMF, Dünya Bankası gibi uluslar arası

finansal kuruluşlardan sağlamış olduğu kaynaklarla banka ve firmaların yurt dışından buldukları orta ve uzun vadeli kaynaklar oluşturmaktadır. Doğrudan yatırımların ülkemize gelmesi ve etkinlik kazanması son dönemlere denk gelmektedir. Yapılan özelleştirmeler, şirket satınalma ve birleşmeleri bunda büyük paya sahiptir. Bu noktadan itibaren doğrudan yatırımların makro ekonomik veriler ve kriz göstergeleri üzerindeki etkisi hissedilmeye başlamıştır.

Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları büyük ölçüde kısa vadelidir. Türkiye'nin benimsediği istikrar programları bir yandan daraltıcı maliye politikası uygulamaları ve mali disiplinin sağlanması, diğer yandan da daraltıcı para politikaları ile faiz oranları yükseltilmesi ve iç talebin kısılması şeklinde formüle edildi. Böylelikle enflasyon oranları düşürülecek ve fiyat istikrarı sağlanacaktı. Yüksek faiz oranları portföy yatırımlarını çektiği için bu dönemde gelen yabancı sermaye döviz kurlarının ve enflasyon oranlarının düşmesine neden oldu. Risk algılamalarının arttığı anlarda ise kolayca çıkma eğilimine girerek kurların yükselmesine neden oldu. Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu sermaye gereksiniminin yıllarca büyük ölçüde portföy yatırımları ile karşılanması ve portföy yatırımlarının oynak yapısı yaşanan ekonomik istikrarsızlıklarda ve krizlerde etkili olduğunun göstergesidir.

Portföy yatırımları şeklinde Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermaye, ithalat artışını destekleyerek ihracatın ithalatı karşılama oranı üzerinde negatif etki oluşturdu. Türkiye'nin ihraç mallarının üretiminde kullanılan girdilerin önemli ölçüde ithal katkı içermesi ihracat artışının ithalatı da arttırması sonucunu doğurmaktadır. Türkiye'nin ithalat kalemlerinin büyük bir kısmını enerji, ara mallar, makine ve teçhizattan oluşmaktadır. Bu da i yatırımların ve üretim in ithalat artışının etkisi altında olduğunu göstermektedir. Nitekim portföy yatırımlarındaki artışla birlikte kapasite kullanım oranları artmakta, sanayi üretim endeksi iyileşmekte ve işsizlik oranları düşmektedir. Ekonomik iyileşmede kaynak girişinin iç talebi canlandırması da etkili olmuştur.

Diğer yatırımlar kalemi Türkiye'nin dış kaynak ihtiyacının karşılanmasında önemli bir paya sahiptir. 2000 sonrası dönemde bankaların mevduat gereksinimleri yeterince karşılanmayınca kaynak gereksinimini dış âlemden kredi olarak sağladı. Özel sektör de dış kaynak kullanmasına ilişkin sınırlamaların kalkmasıyla birlikte yurt dışı

kredileri giderek artan miktarlarda kullanmaya başladı. Kaynak girişi ülkenin ithalatına yansdı. Özel kesim yatırımları için gerekli olan makine teçhizat, hammadde, yarı mamul mallar ve enerji ihtiyacını büyük ölçüde ithalat yaparak karşıladı. İthalat artışı nedeniyle reel döviz kurları sermaye girişine rağmen yukarı yönlü bir eğilimini sürdürdü. Ucuz ithal ürünlerin iç fiyatları düşürmesi enflasyon oranlarının düşmesini destekliyordu. Enflasyon oranlarının düşüyor olması reel kurların değerlenmesinde büyük rol oynadı. Ayrıca kamu kesimi dış borçlanma yapmayı aksine dış borçlarını azaltma eğilimine girince döviz cinsinden kaynak talebi arttı. Bu da reel döviz kurlarının yukarı yönlü eğilimini destekledi.

1990'lı yılların sonlarına kadar oluşan borç stoku ve 2000–2001 krizleri Türk ekonomi yönetimini mali disipline, sıkı para ve maliye politikalarına zorladı. Bütçede sağlanan faiz dışı fazlaya rağmen borçların vadesi gelen anapara ve faiz ödemelerinde iç borçlanma yoluna gidildi. Yeterli mevduatı toplayamayan bankalar kamu borç finansmanı için dış kredi kullanımı yolunu seçtiler. Özel kesimin dış dünyadan sağladığı kredilerin arttığı yıllar 2004 yılı ve sonrasıdır. 2006 yılından itibaren Amerika Birleşik devletlerinde mortgage piyasalarında görülen bozulma sonraki yıllarda global bir krize dönüşünce Türkiye'de sistemik krizin etkisinde kaldı. Bu süreçte özel kesimin dış dünyadan sağladığı kaynaklar ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayamadı. İhracat ve iç talep daraldı ve kapasite kullanım oranları düştü. Firmaların ödeme gücüne düşmesi ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle ekonomik büyüme negatif yönde etkilendi.

2000'li yıllara kadar Türkiye'ye yönelen doğrudan yatırımlar bir milyar doların altında kaldı. 2002 yılında üç milyar dolara yakın giriş hariç bir milyar dolar seviyesini korudu. Sonraki yıllarda da doğrudan yabancı sermaye yatırımları özelleştirmeler ve bankacılık sektörüne yönelik olarak arttı. Krizin etkisiyle büyük oranda değer kaybeden banka ve işletmelere yabancı ilgisi yatırımların kaynağını oluşturdu. 2006 sonrasında küresel piyasalarda görülen bozulmalar tüm dünyada yatırımlar için belirsiz bir dönemin habercisiydi. Söz konusu gelişmelerin etkisiyle şekillenen doğrudan yatırımlar makro ekonomik verileri farklı yönde güçlü bir şekilde etkileyen dinamiklerin

karşısında gölgede kaldı. Yine de sanayi üretim endeksini ve ihracatın ithalatı karşılama oranını olumlu yönde etkilediği görülmektedir.

Yapılan analizlerde de görülmektedir ki sermaye hareketlerinin Türkiye makro ekonomik veriler üzerindeki etkisi sınırlı düzeydedir. Verilerin oluşumunda büyük ölçüde öteki iç faktörler ve ülke ekonomik koşulları etkilidir. Türkiye’de yaşanan krizlerde ve krizlere karşı alınacak önlemlerde yabancı sermayenin etkisi sınırlı düzeyde kalmaktadır. Büyüme ve kalkınma için gerek duyulan kaynağın sağlanması, ekonomik koşulların iyileştirilmesi, kriz olasılıklarına karşı gerekli önlemlerin alınması büyük ölçüde iyi bir ekonomi yönetimi, ülke içi ekonomik aktörlerin rasyonel davranışları ve kaynakların etkin kullanımı ile olacaktır.

EK 1: MAKRO EKONOMİK VERİLER VE SERMAYE VERİLERİ*

	Reel Döviz	TÜFE	Para Arzı (M2)	Mevduat Faizi	IMKB 100 End.
1998Q1	116,20	960,23	39,67	83,58	8,12
1998Q2	115,50	1081,27	43,51	79,86	8,33
1998Q3	121,10	1205,40	46,04	82,09	8,19
1998Q4	120,90	1405,20	49,73	79,00	7,84
1999Q1	121,80	1578,83	57,77	81,95	8,16
1999Q2	121,50	1770,03	58,16	87,78	8,60
1999Q3	124,10	1987,43	63,50	76,83	8,77
1999Q4	127,30	2333,50	63,83	56,92	9,18
2000Q1	132,40	2665,50	60,80	40,36	9,78
2000Q2	132,30	2861,30	59,15	42,17	9,78
2000Q3	139,00	3033,97	59,72	50,73	9,59
2000Q4	147,60	3320,93	61,54	101,01	9,49
2001Q1	113,50	3615,23	70,01	121,50	9,23
2001Q2	111,80	4357,50	68,38	69,97	9,38
2001Q3	98,50	4811,67	63,55	67,95	9,28
2001Q4	116,30	5560,97	64,25	58,52	9,40
2002Q1	138,40	6157,73	62,70	54,68	9,48
2002Q2	118,90	6407,47	63,12	50,59	9,39
2002Q3	115,20	6710,23	59,68	49,56	9,32
2002Q4	125,40	7318,77	59,79	42,86	9,48
2003Q1	123,50	7858,20	58,50	47,35	9,35
2003Q2	140,60	8328,70	60,06	40,31	9,40
2003Q3	151,50	8392,77	62,35	31,90	9,53
2003Q4	140,60	8741,90	65,13	26,79	9,85
2004Q1	154,30	8963,97	67,86	23,43	9,95
2004Q2	137,50	9105,50	71,38	25,33	9,91
2004Q3	138,10	9193,00	71,36	24,14	10,08
2004Q4	143,20	9585,93	71,10	21,83	10,22
2005Q1	154,70	9783,18	70,69	20,20	10,31
2005Q2	159,50	10013,10	76,63	21,27	10,28
2005Q3	162,20	10181,03	82,91	20,54	10,53
2005Q4	171,40	10606,93	86,05	19,54	10,69
2006Q1	173,00	10786,38	88,05	19,50	10,84
2006Q2	142,10	11108,01	91,21	22,37	10,75
2006Q3	155,50	11311,49	91,92	23,93	10,74
2006Q4	160,10	11644,15	90,54	22,54	10,80
2007Q1	165,60	11899,31	89,64	23,54	10,80
2007Q2	176,00	12164,04	93,07	23,35	10,91
2007Q3	178,30	12119,04	99,58	22,74	11,09
2007Q4	190,30	12594,80	99,69	20,31	11,17
2008Q1	176,00	12947,20	95,85	21,43	10,90
2008Q2	180,00	13420,92	97,88	23,52	10,82
2008Q3	192,00	13530,95	106,37	23,36	10,84
2008Q4	168,80	13971,30	119,18	24,61	10,46
2009Q1	159,50	14031,10	122,22	18,53	10,34
2009Q2	165,30	14186,10	119,56	18,50	10,63
2009Q3	166,80	14252,57	124,08	16,98	10,98
2009Q4	170,20	14769,27	122,77	15,52	11,11

	Portföy Y	Diğer Y.	Doğrudan Y.	Büyüme	İşsizlik	K.K.O	Sanayi E.	İhr./ İth.
1998Q1	1,46	3,59	0,13		7,00	80,72	97,20	0,69
1998Q2	0,75	4,50	0,22	18,26	6,87	78,45	100,30	0,67
1998Q3	-10,19	-5,94	0,23	33,42	6,74	80,04	105,30	0,68
1998Q4	-1,60	6,06	0,29	-1,66	7,33	78,58	102,30	0,71
1999Q1	1,91	-0,02	0,15	-6,00	7,92	74,69	88,90	0,86
1999Q2	1,02	-0,72	0,30	21,40	7,65	76,52	101,00	0,70
1999Q3	-0,12	1,33	-0,31	28,89	7,39	70,26	98,70	0,74
1999Q4	2,69	1,41	0,09	5,29	7,82	71,50	101,40	0,72
2000Q1	3,22	2,32	-0,03	5,06	8,25	76,10	91,70	0,63
2000Q2	2,48	4,03	0,29	14,93	6,12	76,05	105,50	0,58
2000Q3	3,47	1,75	-0,64	25,81	5,53	74,71	108,80	0,57
2000Q4	-7,37	4,64	0,54	-3,18	6,25	77,58	107,60	0,57
2001Q1	-4,61	-2,91	2,53	-4,91	8,49	73,03	90,90	0,76
2001Q2	-0,72	-13,04	0,25	24,10	6,73	69,21	93,80	1,00
2001Q3	-1,61	-1,87	1,08	28,88	7,82	71,25	98,20	0,93
2001Q4	-1,24	-8,78	1,47	-1,98	10,40	72,94	94,80	0,97
2002Q1	-0,11	1,47	0,19	-0,26	11,55	75,91	93,80	0,89
2002Q2	-1,27	0,37	0,65	13,71	9,32	74,38	105,00	0,86
2002Q3	-0,84	-1,52	0,35	29,11	9,56	77,15	107,80	0,89
2002Q4	1,09	1,04	0,43	-1,88	11,04	77,17	106,80	0,84
2003Q1	-0,12	5,55	0,36	-2,01	12,32	77,62	102,50	0,79
2003Q2	1,30	-2,15	0,16	7,82	10,03	77,28	109,80	0,82
2003Q3	1,93	2,52	0,50	21,57	9,41	80,12	119,00	0,81
2003Q4	0,00	-0,81	0,58	-4,66	10,32	78,88	118,20	0,78
2004Q1	2,84	4,14	0,56	-2,46	12,45	80,26	113,40	0,71
2004Q2	1,30	2,41	0,55	9,62	9,28	81,05	127,60	0,76
2004Q3	0,47	2,06	0,61	20,38	9,46	82,45	129,10	0,77
2004Q4	3,44	-0,61	0,34	-4,34	9,99	82,37	123,70	0,76
2005Q1	3,25	4,00	0,55	-6,47	11,66	80,68	115,30	0,71
2005Q2	2,63	4,67	0,36	8,99	9,17	79,84	127,70	0,71
2005Q3	1,69	2,27	1,90	18,09	9,44	80,29	132,90	0,70
2005Q4	3,58	5,82	4,42	-4,99	10,64	80,40	140,30	0,70
2006Q1	2,71	8,58	1,05	-7,21	11,95	80,36	124,70	0,66
2006Q2	-3,47	3,23	6,02	14,73	8,83	81,65	142,40	0,66
2006Q3	3,18	0,01	2,77	16,14	9,14	80,56	142,50	0,71
2006Q4	3,09	0,36	4,72	-5,59	9,64	81,38	146,40	0,75
2007Q1	3,07	2,90	5,65	-6,66	11,68	82,78	138,40	0,70
2007Q2	0,95	2,12	1,72	8,16	9,23	81,82	150,80	0,73
2007Q3	-1,17	6,21	2,66	14,25	9,68	81,06	151,10	0,71
2007Q4	-1,84	5,67	2,53	-5,41	10,48	81,35	154,50	0,72
2008Q1	-0,67	4,62	1,92	-1,86	11,88	82,94	148,50	0,70
2008Q2	1,51	4,04	2,44	11,02	9,16	81,13	157,00	0,71
2008Q3	-0,61	5,10	1,74	9,62	10,18	77,95	149,00	0,73
2008Q4	-3,67	-2,75	2,50	-11,14	12,64	70,62	135,20	0,78
2009Q1	-2,26	-2,14	1,51	-10,06	16,12	66,23	115,80	0,90
2009Q2	1,81	-2,18	0,96	9,55	13,62	69,11	132,70	0,80
2009Q3	0,75	2,43	1,19	14,36	13,43	70,08	137,00	0,77
2009Q4	-0,35	3,52	0,58	-4,15	13,07	69,95	147,60	0,80

* Portföy Yatırımları, Doğrudan Yatırımlar, Diğer Yatırımlar ve Para Arzı GSYİH ile oranlanmış serilerdir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Akdiş, Muhammet. **Global Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Beta. 2000
- Aktan Coşkun. **Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat**, Takav Matbaası, Ankara 1994
- Altuğ, Nuray. **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001
- Arslan, Nurdan. **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1997
- Bastı, Eyüp. **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2006
- Batmaz Nihat. Tunca H. **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye (1923 – 2003)**, İstanbul: Beta, 2004
- Berksoy, Taner. Saltoğlu, Burak. **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 1998
- Dale R. Weigel, Neil F. Gregory, Dileep M. Wagle, **Foreign direct investment International Finance Corporation**, Lessons of Experience Series No. 5. Washington, 1997
- Das, Dilip K. **Financial Globalization and the Emerging Market Economies**, Routledge, London, 2004
- Daseking, Christina Atish Gosh vd. **Lessons From The Crises in Argentina**, Washington D.C: International Monetary Fund Occational Paper, 2004
- DPT, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara: Mayıs 2000
- Eğilmez, Mahfi. **Küresel Finans Krizi**, İstanbul: Remzi Kitabevi, 4. Basım, Şubat 2009.
- Engin, Yılmaz. **Türkiye'de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler**, İzmir: Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004
- Karacan, Ali İhsan. **Bankacılık ve Kriz**, Creative Yayıncılık, İstanbul 1997
- Karluk, Rıdvan. **Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm**, İstanbul: Beta Yayınları, 2005
- Karluk, Rıdvan. **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1995

- Moosa, Imad. **Foreign Direct Investment**, Newyork: Palgrave, 2002
- Neuhaus, Marco. **The Impact of FDI on Economic Growth**, Physica Verlag, Newyork, 2006,
- OECD, **New Horizons for Foreign Direct Investment**, Paris: 2001
- Orhan, Osman. Z. **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1995
- Orhan Osman. Z. Erdoğan, Seyfeddin. **İktisat Politikası**, İstanbul: Avcı Ofset, 2003
- Özatay, Fatih. **Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Doğan Kitap, 2. Baskı, 2010
- Özel, Saruhan. **Global Dengesizliklerin Dengesi, Ne Kadar Sürdürülebilir? Nasıl Sonuçlanır?** İstanbul: Alfa, 2. Basım, 1998
- Özel Saruhan. **Global Finansal Krizler**, İstanbul: Deniz Kültür Yayınları, İstanbul, 2005.
- Pailwar, Veena Keshav. **Economic Environment Of Business**, New Delhi: PHI, 2010
- Parasız İlker. **Para Banka**, İstanbul: Ezgi Kitabevi, 1998
- Savaş, Vural. **Politik İktisat**, İstanbul: Beta, Ekim 2000
- Seyidoğlu, Halil. Yıldız. Rıfat (Ed.), **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, İstanbul: Arıkan, 2006
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası Finans**, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat**, 9. Baskı. İstanbul: Güzem Yayınları, 1993
- Shalendra D. Sharma, **The Asian financial crisis, Crisis, Reform and Recovery**, Manchester University Press, Manchester, 2003,
- Sornarajah, M. **The International Law on Foreign Investment**, Cambridge, Second Edition, 2004
- Stiglitz, J. E. **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, çev. Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, İstanbul, Plan B Yayıncılık, 1. Basım, Ekim 2002

SÜRELİ YAYINLAR

- 2920 sayılı Sivil Havacılık Kanunu, Kabul Tarihi: 14/10/1983 Yayımlandığı Resmi Gazete Tarihi: 19/10/1983, Yayımlandığı Resmi Gazete Sayısı: 18196
- Acharya Viral V. ve Diğerleri, Prologue: A Bird's-Eye View: The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1716/papers/prol.pdf> (10.06.2008)
- Akdiş, Muhammet. “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye’de Finansal Krizler-Beklentiler” Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, <http://makdis.pamukkale.edu.tr> (30.04.2008)
- Akdiş, Muhammet. Cari Açık Kriz Habercisi mi? Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/currentdeficit.htm> (24.07.2007)
- Akdiş, Muhammet. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi, Denizli–2004, Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, <http://makdis.pamukkale.edu.tr> (18.11.2006)
- Akın Gulsun, Aysan Ahmet Faruk, Yıldırım Leven, Transformation of the Turkish Financial sector in The Aftermath of the 2001 Crisis. MPRA Paper No. 17803, October 2009, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/17803/> (09.08.2010)
- Aklan Necla. A. “Kur Çıpası, Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Etkin Bir Para Politikası Aracımıdır?”, Öneri Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi, Sayı 22, Yıl 11, Cilt 6, Haziran 2004
- Aklin, E. “Büyüme- İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
- Aktan, Coşkun. “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, Yeni Türkiye Dergisi, 2002/1
- Alberto Alesina, Guido Tabellini, External Debt, Capital Flight and Political Risk, Working Paper No.2610, National Bureau of Economic Research, June 1988, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310460# (26.04.2008)
- Alfaro, Laura. Kalemli-Ozcan, Sebnem. Volosovych, Vadym. “Capital Flows in a Globalized World, The Role of Policies and Institutions”, Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies, National Bureau of Economic Research, Chicago and London, The University of Chicago Press, 2007
- Altuğ, Sumru. Türkiye’de Büyüme, Yapısal Dönüşüm ve Dış Ekonomik Gelişmeler, Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları, Yıl: 1, Sayı: 1, 2006, http://www.uedtp.org.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/dergi/2006_Sonbahar/Sumru%20Altug.pdf ,(24.06.2008)

- Amonlirdviman, Kevin. Getmansky, Mila. Kumar, Rishi. Lo, Andrew W. The Dynamics of Global Financial Crises, February 7, 2004, <http://web.mit.edu/mgetman/www/Files/paper.pdf>
- Andreas Johnson, “The Effects Of Fdi Inflows On Host Country Economic Growth”, January 2006, CESIS, Electronic Working Paper Series, Paper No. 58, <http://www.etsg.org/ETSG2005/papers/johnson.pdf>
- Apoteker Thierry and Barth´el´emy Sylvain, Predicting Financial Crises in Emerging Markets using a Composite Non-Parametric Data Mining Model, <http://www.sylbarth.com/pdf/ffm2005.pdf>
- Arıman, A. Türkiye'ye Daha Fazla Yabancı Sermaye Çekebilmek İçin İzlenmesi Gerekli Politikalar, Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkdahafaz.doc>, (03.05.2007)
- Ari Kokko, “FDI And The Structure Of Home Country Production”, Foreign Direct Investment, Research Issues, Routledge, London&Newyork, 2002,
- Ariyoshi, Akira. Habermeier, Karl. Laurens, Bernard. Otker-Robe, Inci. Canales-Kriljenko, Jorge Iván. Kirilenko, Andrei. Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization IMF Occasional Paper 190, May 17, 2000, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm> (10.03.2008).
- Arslan Razmi, The Effects of Export-Oriented, FDI-Friendly Policies on the Balance of Payments in a Developing Economy: A General Equilibrium Investigation, University Of Massachusetts Amherst, Working Paper, September 2006
- Ashoka Mody, Antu Panini Murshid, Groving Up With Capital Flows, IMF, April 2002, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0275.pdf>
- Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma m. 121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121’inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol m. 4.
- Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma m. 121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121’inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol m. 3
- Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma m.121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121’inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol m. 2; Aşırı Kamu Açığı Prosedürüne İlişkin Protokol
- Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşma, m. 121(1); Avrupa Topluluğunu Kuran Antlaşmanın 121’inci Maddesinde Öngörülen Yakınlaşma Kriterlerine İlişkin Protokol, m. 1

- Aysan Ahmet Faruk, Ceyhan Şanlı Pınar, Globalization of Turkey's Banking Sector: Determinants of Foreign Bank Penetration in Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 15 (2008), <http://www.eurojournals.com/irjfe%2015%20ahmet.pdf> (25.08.2010)
- Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Aricecia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, Andrew Tweedie Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues, February 1999, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17/index.htm>
- Barysc, Katinka. New Europe And The Economic Crisis, *Centre for European Reform Briefing Note*, http://www.cer.org.uk/pdf/bnote_new_europe_feb09.pdf, (15.11.2009)
- Bates Jenny, "International Capital Flows, Foreign Investment, and Trade", Progressive Policy Institute, April 1999, http://www.ppionline.org/ppi_ci.cfm?knlAreaID=108&subsecID=900009&contentID=1423
- BDDK, Bankacilik Sektörü Yeniden Yapilandirma Programı 15 Mayıs 2001, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf s.13-24 (09.08.2010)
- Berg, Andrew. Pattilio, Catherina. Are Currency Crises Predictable? A Test , *IMF Staff Papers*, C. 46, No: 2, June 1999, s.1-48, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/pubs/ft/wp/wp9779pdf>
- Boratav, K. "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", *İnadına Bağımsızlık Demokrasi Sosyalizm*, Ekim 2001, Sayı 13, (12.11.2007) <http://www.inadina.com/inadeski/sayi13/boratav.dvm.htm>
- Boratav, K. "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", http://bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01
- Bordo, M. D. Growing up To Financial Stability, Working Paper 12993, National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, Ma 02138 March 2007, <http://www.nber.org/papers/w12993> (18.03.2008)
- Bordo, M. D. Meissner Christopher M, Michael Bordo, Christopher Meissner, "Financial Crises, 1880-1913: The Role Of Foreign Currency Debt", NBER, 2005, Working Paper no: 11173, <http://www.nber.org/papers/w11173> (01.03.2008)
- Braunstein, Elissa "Foreign Direct Investment, Development And Gender Equity: A Review Of Research And Policy", United Nations Research Institute For Social Development, 2006, Occational Paper 12, [http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/\(httpAuxPages\)/5159E5733338C836C12571390033F5E2/\\$file/OP12-web.pdf](http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/(httpAuxPages)/5159E5733338C836C12571390033F5E2/$file/OP12-web.pdf) (17.10.2007)

- Bruno, Michael. World Shocks, Macroeconomic Response, And The Productivity Puzzle, Nber Working Paper Series, July 1982
<http://www.nber.org/papers/w0942.pdf> (10.01.2008)
- Bruggemann, A. / Linne, T. (2000), “Are the Control and Eastern European Transition Countries Still Vulnerable to a Financial Crises ? : Result from Signal Approach”, Bank of Finland Institute for Economies in Transition Discussion Paper, Helsinki, <http://www.bof.fi/NR/ronlyres/E2DC763F-92B2-41A2-BC8D-B11BF61E43C4/0/dp0502.pdf>
- Bussiere Matthieu, Mulder Christian, Political Instability And Economic Vulnerability, April 1999, Imf Working Paper No. Wp/99/46,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=727423
- Celasun, Merih. 2001 Krizi, Öncesi Ve Sonrası : Makroekonomik Ve Mali Bir Değerlendirme, <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>
- Chang Roberto, Andres Valesco, “Financial Fragility and The Exchange Rate Regime”, National Bureau of Economic Research, Working paper 6469, March 1998,
http://www.nber.org/papers/w6469.pdf?new_window=1 (24.04.2008)
- Chang, Roberto. Velasco, Andres. “Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model”, New York University Faculty Of Arts And Science Department Of Economics, June 1998,
<http://ksghome.harvard.edu/~AVelasco/Files/Research/RR98-21.pdf>
 (07.04.2008)
- Chiodo Abigail J. Owyang, Michael T. A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998,
<http://research.stlouisfed.org/publications/review/02/11/ChiodoOwyang.pdf>
- Cho, Joong-Wan. “Foreign Direct Investment: Determinants, Trends In Flows And Promotion Policies”, Investment Promotion And Enterprise Development Bulletin For Asia And The Pacific,
http://www.unescap.org/tid/publication/chap5_indpub2259.pdf
- Commission Of The European Communities, “Turkey 2006 Progress Report”, Commission Staff Working Document, Brussels, 2006,
http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2006/nov/tr_sec_1390_en.pdf (10.06.2008)
- Commission Of The European Communities, Regular Report, 1999,
http://ec.europa.eu/enlargement/archives/pdf/key_documents/1999/turkey_en.pdf (05.06.2008)
- Commission Staff Working Document, Turkey 2009 Progress Report, Brussels, 14.10.2009, http://www.ihb.gov.tr/english/turkey_progress_report_2009.pdf

- Corsetti, Giancarlo. Pesenti, Paolo. Roubini, Nourel. "Paper Tigers? A Model Of The Asian Crises", Working Paper 6783, Nber Working Series, <http://www.nber.org/papers/w6783>
- Cömert, F. İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye, Hazine Dergisi Ocak 2000, Sayı.13
- Çalık, Ümit. 1990 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Krizlerin Kriz Modellerine Göre Analizi, *CESRAN*, http://www.cesran.org/index.php?option=com_content&view=article&id=414%3A1990-sonras-doenemde-tuerkiye-ekonomisinde-yaanan-krizlerin-kriz-modellerine-goere-analizi&Itemid=201&lang=en ((30.07.2008)
- Çarıkcı, Emin. 22 Kasım 2000 Likidite Krizi ve OECD Raporu, Küresel Kriz Makale, <http://www.ekodialog.com/Makaleler/22-kasim-2000-likidite-krizi.html>
- Çiçek, Macide, "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz". *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl 2005, Sayı. 233.
- Delice, G. (2003), "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Perspektif", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2003, Sayı:20
- Delloitte, Küresel Ekonomiye Bakış 2007, Kriz Yakınımızda mı Yoksa İşler Bizim Düşündüğümüzden Daha mı İyi? <http://www.deloitte.com/dtt/research/0,1015,cid%253D139462,00.html>
- Demir F. Volatility of short term capital flows and socio-political instability in developing countries: A review, MPRA, Paper No. 6835, posted 22. January 2008, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6835/2/MPRA_paper_6835.pdf (28.04.2008)
- Demir, Y. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi, Mufad Dergisi, (Nisan 2007), Sayı 34,
- Devlet Planlama Teşkilatı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu Ankara Mayıs 2000, www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3140/oik532.pdf (17.06.2007)
- Dilekli, S. Kadriye Yeşilkaya, Maastricht Kriterleri, Avrupa Birliği ile İlişkiler Genel Müdürlüğü, Aralık 2002, www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/2976/kriter.pdf (11.06.2008)
- Doctor M. Paula Luiz F. "Foreign interests and financial crises in Brazil", Centre for Brazilian Studies University of Oxford, Working Paper Number CBS-78-07, http://www.brazil.ox.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0003/9336/Doctor-de20Paula78.pdf (25.05.2008)
- Doğrudan Yabancı Yatırım Raporu, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 25 Kasım 2005

Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, Kabul Tarihi: 5.6.2003, Kanun No: 4875, 17 Haziran 2003 Tarihli Resmi Gazete, Sayı: 25141

Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, Kanun No: 4875 Kabul Tarihi: 5 Haziran 2003 Resmi Gazete : 17 Haziran 2003, Madde 2
<http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/Mevzuat/Do%c4%9frudan%20Yabanc%c4%b1%20Sermaye%20Yat%c4%b1r%c4%b1mlar%c4%b1%20Mevzuat%c4%b1/Do%c4%9frudan%20Yabanc%c4%b1%20Yat%c4%b1r%c4%b1mlar%20Kanunu.pdf>

Dorsey Thomas, “A Capital Story”, Finance & Development, June 2008, Volume 45, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/dorsey.pdf>

DPT, “Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine, Muhtemel Etkileri”,
<http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf> (03.06.2008)

DPT, Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı (2001-2003), Avrupa Birliği Müktesebatı, 388L0361/OJL 178 08.07.88 s.5/88/361/EEC, AB
<http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/ulusalpr/3-5.pdf> (16.04.2007)

DTM, “Türkiye AB İlişkileri, Türkiye AB İlişkilerinin Kronolojisi”,
<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/AB/ABKurumsalDb/Kronoloji.doc>
(08.06.2008)

DTM, İstatistikleri ,
<http://www.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?action=detayrk&yayinID=1116&icrikID=1225&dil=TR>

Dünya Bankası, Global Development Finance, Charting a Global Recovery, I. Review, Analysis and Outlook 2009,
http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2009/Resources/gdf_fm_ixvi_web.pdf

Easterly, William. “IMF and Worldbank Structural Adjustment Programs and Poverty”, Managing Currency Crises in Emerging Markets, The University of Chicago Pres, Chicago,2003

Edwards, Chris R. Mitchell, Daniel J. Global Tax Revolution: The Rise of Tax Competition and The Battle to Defend It, Washington DC: Cato Institute, 2008

Edwards, Sebastian “Globalisation, Growth and Crises: The View from Latin America”, *The Australian Economic Review*, vol. 41, no. 2,
<http://www.nber.org/papers/w14034> (13.05.2008)

Eğilmez, Mahfi. Kasım 2000 Krizi Üzerine 2006, http://ekonomi.blogcu.com/kasim-2000-krizi-uzerine-mahfi-egilmez_271602.html

Eichengreen Barry J. Mussa, Michael. Dell'Araccia, Giovanni. Capital Account liberalization, International Monetary Fund, Washington DC, 1998

- Eichengreen, B. “Andrew Rose and Charles Wyplosz, Contagious Currency Crises”, Revised: 17 March, 1997, <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/congtn.pdf> (10.04.2008)
- Eichengreen, Barry. Capital Flows and Crises, MIT Press, (4/2004)
- Erçel,Gazi. 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur Ve Para Politikası Uygulaması, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>,
- Erdikler, Şaban. Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2004/7.pdf> (23.06.2008)
- Erdoğan, Seyfeddin. Cengiz Vedat, 1990’lı Yıllarda Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borçları ve Bazı Dış Borç Azaltma Teknikleri, Ekonomik Yaklaşım, Cilt:14, Sayı:44,46, 107-19, 2003, <http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/ciltler/14/44-46/6.pdf> (11.08.2010)
- Eroğlu, Nadir. İktisat Politikalarında Israrla Neden Fiyat İstikrari Amacı? Gündem, Sayı 1, http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_1_Sayi_514.pdf (03.07.2010)
- Esquivel Gerardo, Larrain Felipe B. Currency Crises: Is Central America Different? CID Working Paper No. 26, September 1999
- Esquivel Gerardo, Larrain Felipe B. 1998. “Explaining Currency Crises”, Harvard Institute of Development Discussion Papers, No:666
- Eur Lex, Council Directive 88/361/EEC of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty, Official Journal L 178, 08/07/1988 P. 0005 – 0018, <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0361:EN:HTML>
- European Comission, Economic Crisis In Europe: Causes, Consequences And Responses, European Economy 7|2009, European Commission Directorate-General For Economic And Financial Affairs, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf (24.08.2010)
- Fischer Stanley Fischer, The Importance of Financial Markets in Economic Growth, August 21 2003, <http://www.iie.com/fischer/pdf/fischer081103.pdf>
- Frankel, J.F., Rose, K.A., 1996. “Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators”, National Bureau of Economic Research Working Papers, No.5437
- Franklin Allen, Douglas Gale, Understanding Financial Crises, Oxford University Press, 2007

- Frenkel, R. Globalization And Financial Crises In Latin America, Cepal Review 80 August 2003
- Führer, Helmut. The Story Of Official Development Assistance, A History Of The Development Assistance Committee And The Development Co-Operation Directorate In Dates, Names And Figures, Organization For Economic Co-Operation And Development Paris 1996,
<http://www.oecd.org/dataoecd/3/39/1896816.pdf>
- Gerlach, S. Smets F."Contagious Speculative Attacks," Bank for International Settlements, Working Paper 22 1994, <http://www.bis.org/publ/work22.pdf> (15.04.2008)
- Ghosh, Jayati The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries, Economic and Social Affairs, DESA Working Paper No. 4 ST/ESA/2005/DWP/4, October 2005,
http://www.un.org/esa/desa/papers/2005/wp4_2005.pdf
- Gil-Diaz F. "The Origin Of Mexico's 1994 Financial Crisis", The Cato Journal, Volume 17, No.3, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-14.html> (19.05.2008)
- Goldberg, Linda. "Financial FDI and Host Countries: New and Old Lessons", March 6, 2003, <http://www.bis.org/publ/cgfs22fedny1.pdf>
- Gökçe Deniz, Kriz Gereklimiydi? 1992'den 2001'e Ekonomik Kriz, Görüş, Sayı 14, 2001
- Gruben William C. Sherry Kiser, "Brazil: The First Financial Crisis of 1999", Beyond The Border, Federal Reserve Bank of Dallas, Southwest Economy March/April 1999, <http://www.dallasfed.org/research/swe/1999/swe9902c.pdf>
- Gruben, William C. Welch, John H. Banking And Currency Crisis Recovery: Brazil's Turnaround Of 1999, Federal Reserve Bank Of Dallas,
<http://www.dallasfed.org/research/efr/2001/efr0104b.pdf>
- Guillermo A. Calvo, Enrique G. Mendoza, Rational Herd Behavior and Globalization of Securities Markets, March 1998, (Cevirimici) <http://ssrn.com/abstract=114723>
- Güloğlu, Bülent. Vektör Otoregresif Modellerin Etki Tepki Fonksiyonlarının Güven Aralıklarının Güvenirliliği,
<http://www.ekonometridernegi.org/bildiriler/o15s1.pdf s.3> (18.08.2010)
- Gür, T. Tosuner, A. "Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri", Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 20(1), 2002.
- Hampel, Bill. Schenk, Mike. Rick, Steve. "The U.S. Mortgage Crisis, Causes, Effects and Outlook Including Suggested Credit Union Responses", Credit Union National Association, January 31, 2008,
http://advice.cuna.org/download/credit_crisis_exec_08.pdf

- Hanson, James A. "Postcrisis Challenges And Risks In East Asia and Latin America: Where Do They Go From Here?" Financial Crises: Lessons From The Past, The Brookings Institution, Washington, D.C. 2005
- Helleiner, G.K. (1997), "Cappital Account Regimes and The Developing Countries", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol.VIII, UNCTAD.
- IMF, Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization, IMF Occasional Paper 190, 2000 part 1, chapter 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op190/index.htm> (09.03.2008)
- IMF, Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability, World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook Financial Crises: Causes And Indicators May 1998, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/index.htm>
- IMF, Financing and Moral Hazard, Finance and Development, June 2001, Volume 38 number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/lan.htm> (13.05.2008)
- IMF, Global Financial Stability Report, Navigating the Financial Challenges Ahead, World Economic and Financial Surveys, October 2009 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/chap1.pdf> (01.12.2009)
- IMF, The Asian Crisis: Causes and Cures, Finance and Development, June 1998, Volume 35, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm>
- IMF, The IMF and Argentina, 1991-2001 Evaluation Report, 2004, <http://www.ieo-imf.org/eval/complete/pdf/07292004/report.pdf> (08.06.2008)
- IMF. The IMF and Recent Capital Account Crises, Indonesia, Korea, Brazil, 2003
- Ito, T. Capital Flows in Asia, NBER Working Paper 7134, May, 1999, <http://nber15.nber.org/papers/w7134.pdf> (30.05.2008)
- İçke, Mehmet Akif. Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinin, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Odaklı Finans Sistemi Ayrımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi, <http://bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2004/2.pdf> , (11.06.2008)
- İnandım, Şeyda. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Kasım 2005 <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf> (18.02.2008).

- İnsel, Aysu. Sungur, Nesrin. Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III–1999: IV, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2003/8 <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf>
- J. Onno de Beaufort Wijnholds, “The Argentine Drama: A View from the IMF Board”, The Crisis That Was Not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalisation, *FONDAD*, January 2003 <http://www.fondad.org/uploaded/Argentina/Fondad-Argentina-Chapter7.pdf> (03.06.2008)
- Jahangir Aziz, Francesco Caramazza, Ranil Salgado, Currency Crises: In Search of Common Elements, IMF, Working Paper WP/00/67, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0067.pdf> (17.06.2009)
- Johnston, R. Barry. Ryan, Chris. “The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implication.” *International Monetary Fund Working Paper*, WP/94/78. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/doctext.cfm?docno=WPIEA0781994> (23.08.2010)
- Kalish, Ira. “Küresel Ekonomiye Bakış 2007, Kriz Yakınıımızda mı Yoksa İşler Bizim Düşündüğümüzden Daha mı İyi?” Deloitte Services LP, http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/K%C3%BCresel_Ekonomi.pdf (05.06.2008)
- Kalter, Eliot. Ribas, Armando. The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of Government Expenditure and Relative Prices, IMF Working Paper No. 99/160, 1999, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880687
- Kaminsky G. L. Reinhart C. “Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now”, *The American Economic Review*, May 1998, Vol.88 No.2, <http://www.jstor.org/pss/116964> (17.05.2008)
- Kaminsky, Graciela L. “Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress, July 2000”, http://www.gwu.edu/~clai/working_papers/Kaminsky_Graciela_07-00.pdf
- Kaminsky, Graciela L. Reinhart, Carmen M. Bank Lending and Contagion, Evidence From the Asian Crisis, September 21, 1999, <http://home.gwu.edu/~graciela/HOME-PAGE/RESEARCH-WORK/WORKING-PAPERS/banks-japan.PDF>
- Kaminsky, Graciela Laura. Reinhart, Carmen. Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now, *The American Economic Review*, 1998 American Economic Association, Vol.88 No.2, p.447, <http://www.jstor.org/view/00028282/ap000002/00a00840/0>

- Kaminsky, Graciela. Carmen M. Reinhart, Lizondo, Soul. Leading Indicator of Currency Crises, IMF, WP/97/79, 1997,
www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9779.pdf. (20.03.2008)
- Kaminsky, R. Leading Indicator of Currency Crises, IMF Staff Papers, No: 1, January 1998, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9779.pdf.
- Kandiller, Rıza Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi,
www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../ekonomi1.doc
- Kara Heitz, International Constraints and Domestic Politics: What Explains Capital Account Liberalization in Developing Countries? Annual Meeting of the Midwest Political Science Association, Chicago, IL, April 15-18, 1995,
http://www.allacademic.com/meta/p_mla_apa_research_citation/0/8/4/4/3/pages84435/p84435-1.php
- Karlık, Rıdvan. “ Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı” Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, Ankara: T.C. Merkez Bankası, 2001,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>
- Karoçer, Zeynep. Alptekin, Volkan. Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği, *Yönetim ve Ekonomi* Yıl:2006 Cilt:13 Sayı:2
- Kazgan, G. Türkiye’de Ekonomik Krizler: (1929-2001)Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme, 25-26-27 Eylül,DEGEV-Türkiye İş Bankası,
<http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/Turkiye.doc>
- Keyder, Nur. The Story of a Stabilization Effort: Turkey (2000-2002), ERC Working Papers in Economics 03/05 March 2003,
http://www.erc.metu.edu.tr/menu/sayfa.php?icerik=03_5&lang=eng&nav=yes
- Kibritçioğlu, A. Aykut Kibritçioğlu,. “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, *Yeni Türkiye Dergisi*, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41 (Eylül-Ekim 2001)
<http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0401/0401008.pdf> (15.03.2008)
- Kindleberger, Charles P. Aliber, Robert Z. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, Fifth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, 1996
- Knapp, John. “The Theory of International Capital Movements and its Verifications”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 10, No. 2 (Summer, 1943),
<http://www.jstor.org/stable/2967428>
- Komisar, Lucy. “Interview with Joseph Stiglitz, The Progressive”, June 2000 ,
<http://www.progressive.org/0901/intv0600.html>

- Koyuncu, M. “Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri”, “ERC Working Papers in Economics”, 04/13, October 2004, <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series04/0413.pdf> (25.02.2008)
- Krueger, Anne. “The Evolution of Emerging Market Capital Flows: Why We Need to Look Again at Sovereign Debt Restructuring”, 2002, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/012102.htm>
- Kruger, M. Osakwe, N.P., Page, J., 1998. “Fundamentals, Contagion, and Currency Crises: An Empirical Analysis”, Bank of Canada Working Papers, No:10
- Krugman, P. Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises, International Tax and Public Finance, January 1999, <http://web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf> (27.03.2008)
- Krugman, P. A Model of Balance of Payments Crises Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, No.3.(Aug.,1979) http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2006/G6904/Papers/Krugman_79.pdf (25.03.2008)
- Kumar, N. Pradhan, Jaya P. “Foreign Direct Investment, Externalities and Economic Growth in Developing Countries: Some Empirical Explorations and Implications for WTO Negotiations on Investment”, Research and Information System for the Non-Aligned and Other Developing Countries,RIS-DP 27/2002, http://www.ris.org.in/dp27_pap.pdf (23.10.2007)
- Kumcu, E. “Dünya ekonomileri hız kesiyor”, Hürriyet Gazetesi, 14 Nisan 2008 <http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=8692953&yazarid=7> (07.06.2008)
- Lee, Byung-Hwa. “FDI from developing countries: a vector for trade and development”, OECD, 2002
- Levine, R. “International Financial Liberalization and Economic Growth”, Review of International Economics, 2001, 9(4), http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/2001_RIE_Integration%20&%20Growth.pdf (23.02.2008).
- Liard-Muriente Carlos F. “Capital Controls: Theory and Practice”, Journal of Business and Public Affairs, 2007, Volume 1, Issue 1, <http://www.scientificjournals.org/journals2007/articles/1011.htm> (03.03.2008)
- Main , Jeremy. A Latin Debt Plan That Might Work, April 24, 1989, http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1989/04/24/71889/index.htm
- Mirdala, R. “Macroeconomic Aspects of financial Liberalization”, Panoeconomicus, 2006, 4,

- <http://www.sev.org.yu/casopis/cetvrtbroj/macroeconomic%20aspects%20of%20financial%20liberalization.pdf> (27.02.2008)
- Mishkin F. “Understanding Financial Crisis. A Developing Country Perspective”, Nber Working Paper, No.5600. May 1996,
<http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2005/Papers/mishkin.pdf>
- Niyet Mektubu, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Sayı : B.02.1.HM.0.DEİ.02.00/500, Ankara, 9 Aralık 1999
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/imf/mektup.html>
- Obstfeldt, Maurice. The Logic of Currency Crises, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 4640, February 1994
<http://www.nber.org/papers/w4640.pdf> (05.04.2008)
- OECD, Aid Targets Slipping Out Of Reach?
<http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/41724314.pdf>
- Oğuz Şebnem, Reconsidering Globalization As The Internationalization Of Capital: Implications For Understanding State Restructuring, <http://www.cpsa-acsp.ca/papers-2005/Oguz.pdf>
- Onaner, M. Türkiye’de Yabancı Sermaye Mevzuatı ve Yatırımları, Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye, T.C.M.B.
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabserm.doc> (09.06.2008)
- Öni Ziya. “Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, Ekim 2002,
<http://portal.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalsinirPDF.pdf> (22.05.2008)
- Örnek, İbrahim. Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 63-2,
<http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/934/11648.pdf>, (06.03.2009)
- Padma Mallampally and Karl P. Sauvart, “Foreign Direct Investment in Developing Countries”, March 1999, Volume 36, Number 1, Finance & Development,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/mallampa.htm>
- Paolo Pesenti and Cédric Tille, The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction, FRBNY Economic Policy Review / September 2000,
<http://www.newyorkfed.org/research/epr/00v06n3/0009pese.pdf>, (22.03.2008).
- Parry, Thomas G. Internalisation as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Critique, Review of World Economics, Volume 121, Number 3 / September, 1985
<http://www.springerlink.com/content/m7q41k725049k844/fulltext.pdf?page=1>

- Pattanaik, Sitikantha. The Global Financial Stability Architecture Fails Again: sub-prime crisis lessons for policymakers, Asian-Pacific Economic Literature, Asian-Pacific Economic Literature, Vol. 23, No. 1, May 2009
- Paul, K. Balance Sheets, The Transfer Problem, And Financial Crises, January 1999, <http://web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf>
- Petrol Yasası, Kanun No: 6326, Kabul tarihi : 07.03.1954, Yayım tarihi : 16.03.1954 , Birinci Kısım, 5. Bölüm, Madde 12
- Piontkivska, Iryna. International Official Aid: Flows and Impact, The Blazer Foundation, April 2004, http://www.sigmableyzer.com/files/International_Official_Aid.pdf
- Pinto, Brian. Gurvich, Evsey. Ulatov, Sergei. Lessons from the Russian Crisis of 1998 and Recovery, Managing Volatility and Crises, February 2004, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/documents/mv/pgchapter10.pdf>
- Prakash Loungani and Assaf Razin, “How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?” Finance&Development, June 2001, Volume 38, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/loungani.htm>
- Quintin, Erwan. López . Joaquín, José. “Mexico’s Financial Vulnerability: Then and Now” Economic Letter—Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, Vol. 1, No. 6, June 2006, Federal Reserve Bank of Dallas, <http://www.dallasfed.org/research/eclett/2006/el0606.html#top>
- Radyo ve Televizyon Kuruluşu ve Yayıncılığı hakkındaki 3984 sayılı Kanun, Kabul Tarihi: 13/4/1994, Yayımlandığı tarih: 20/4/1994 Sayı : 21911, Beşinci Bölüm, Madde 29
- Radelet S. Sachs J. The Onset of the East Asian Financial Crisis”, Harvard Institute for International Development, March 30, 1998. <http://papers.nber.org/papers/w6680.pdf> (02.05.2008)
- Ramon, M. “What explains capital flows?” 2000, Federal Reserve Bank of San Francisco, <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html>
- Razin, A. International Capital Flows: Sustainability, Sudden Reversals, and Market Failures, http://www.nber.org/reporter/spring98/razin_spring98.html
- Resmi Gazete Tarihi: 24 Ağustos 1995 Resmi Gazete Numarası: 22384,
- Riad A. Ajami, Karel Cool, G. Jason Goddard, International Business: Theory And Practice, M.E Sharpe, Newyork, 2. Baskı, 2006
- Rob Vos, Aid Flows and The International Transfer Problem in A Structuralist North – South Model, The Economic Journal, Vol. 103, No. 417 (Mar., 1993) <http://www.jstor.org/pss/2234789>

- Roberto Chang and Andrés Velasco, “The Asian Liquidity Crisis”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 98-11, July 1998,
<http://www.fratlanta.org/fratlanta/filelegacydocs/wp9811.pdf>
- Roberto Frenkel “Globalization and Financial Crises In Latin America”, Cepal Review 80, August 2003,
http://www.policyinnovations.org/ideas/policy_library/data/01290/res/id=sa-File1/
- Rugman, Alan M. Internalization as a general theory of foreign direct investment: A reappraisal of the literature, Review of World Economics Volume 116, Number 2 / June, 1980, <http://www.springerlink.com/content/7027277w52410205/>
- Seyidoğlu, H. Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri, Doğus Üniversitesi Dergisi, 4 (2) 2003
- Smarzynska Beata K. Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages, World Bank Policy Research Working Paper 2923, October 2002,
<http://rru.worldbank.org/Documents/PapersLinks/1109.pdf>
- Soederberg S. Taylor Marcus, The New Latin American Debt Crisis and Its Implications for Managing Financial and Social Risk, FOCAL,
http://www.focal.ca/pdf/debt_crisis.pdf (15.05.2008),
- Söhnke M. Bartram. Dufey, Gunter. “International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework”, Financial Markets, Institution & Instruments, V. 10 No. 3 August 2001, New York,
<http://www.scribd.com/doc/8072664/international-portfolio-investment-theory-evidence-and-institutional-framework>
- Suttle, Philip. Krauss, Catalina. Mazzacurati, Julien. Capital Flows to Emerging Market Economies, *The Institute of International Finance*, October 3, 2009,
<http://www.iif.com/press/press+13.php>
- Sweta C. Saxena and Kar-yiu Wong, Very Preliminary Comments Most Welcome Currency Crises and Capital Controls: A Selective Survey, CiteSeerx, January 2, 1999, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.42.9460>
- T.C. Merkez Bankası Tanım ve İlkelerle Türkiye Uygulaması, Ödemeler Dengesi İstatistikleri, İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü,
www.tcmb.gov.tr
- T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007,
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir_TamMetin5.pdf
(06.06.2008)
- T.C.M.B. Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

- T.C.M.B. Enflasyon Raporu, 2008 II, <http://www.tcmb.gov.tr>
- T.C.M.B. Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2006, www.tcmb.gov.tr
- T.C.M.B. Ödemeler Dengesi İstatistikleri, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/>
- T.C.M.B. Ödemeler Dengesi İstatistikleri, Tanım ve Türkiye Uygulaması, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> , (25.06.2007)
- T.C.M.B. Ödemeler Dengesi Raporu, 2007, www.tcmb.gov.tr
- Tanör, Reha. **Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası**, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, 2003
- TCMB. Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009, www.tcmb.gov.tr
- TCMB. Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, www.tcmb.gov.tr
- TCMB. Yıllık Rapor, 2006, www.tcmb.gov.tr
- Toprak. Metin. Demir, Osman. Türk Bankacılık Sektörü: Sorunlar, Krizler Ve Arayışlar, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/111.pdf>
- Tornell A. Frank Westermann, Lorenza Martinez, “The Positive Link between Financial Liberalization Growth and Crises”, National Bureau of Economic Research, February 2004, <http://www.nber.org/papers/w10293.pdf> (17.04.2008)
- Tornell, Aaron. “Liberalization, Growth And Financial Crises, Lessons From Mexico And The Developing World”, Ucla And Nber, November 4, 2003, <http://www.econ.ucla.edu/people/papers/Tornell/Tornell276.pdf>
- Truman, Edwin M. The IMF and the Global Crisis: Role and Reform, Peterson Institute for International Economics, 2009, <http://www.iie.com/publications/papers/truman0109.pdf>
- Türk Dil Kurumu, Güncel Türkçe Sözlük, <http://www.tdk.org.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF05A79F75456518CA>
- Türker, K.Y. Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müdürlüğü Yayın No: DPT: 2487
- Türkiye 2006 İlerleme Raporu (Com(2006) 649 Nihai), Avrupa Komisyonu Brüksel, 8 Kasım 2006 Sec (2006) 1390, http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2006/nov/tr_sec_1390_en.pdf

- Türkiye AB İlişkileri, Türkiye AB İlişkilerinin Kronolojisi,
<http://www.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?action=detay&yayinID=220&icerikID=302&dil=TR>
- Türkiye'nin Katılım Yönünde İlerlemesi'ne İlişkin Komisyon 1999 Düzenli Raporu
- United Nations, "International Private Capital Flows", World Economic and Social Survey 2005, New York, 2005,
<http://www.un.org/esa/policy/wess/wess2005files/chap3.pdf>
- United Nations, World Investment Report 1998: Trends and Determinants Overview,
http://www.unctad.org/en/docs/wir1998overview_en.pdf
- United States General Accounting Office, Mexico's Financial Crisis, Origins, Awareness, Initial Efforts to Recover, February 1996,
<http://www.gao.gov/archive/1996/gg96056.pdf>
- Uygur E. Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türkiye Ekonomi Kurumu, 22 Mart, 2001,
<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf> (10.05.2008)
- Va'Squez, Ian. Cato Handbook For Congress, Policy Recommendations For The 108th Congress, Cato Institute, Washington, D.C.
<http://www.cato.org/pubs/handbook/hb108/hb108-64.pdf>
- Velde, Dirk Willem te "The Global Financial Crisis And Developing Countries: Taking Stock, Taking Action", *Overseas Development Institute*, September 2009,
www.odi.org.uk (09.11.2009)
- Vernon, R. "International Investment And International Trade In The Product Life Cycle", *Quarterly Journal Of Economics*, 1966, Vol 80, No 2,
<http://www.jstor.org/stable/1880689?seq=2> (22.11.2007)
- Vieira Da Cunha, Brazil In The Global Crisis: Still A Rising Economic Superpower? The Brookings Institution, Washington, D.C.
http://www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0713_brazil/20090713_brazil.pdf
- Viral V. Acharya, Thomas Philippon "Prologue: A Bird's-Eye View The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies", *Restoring Financial Stability*, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, February 18, 2009
- W.M Corden. "The Theory of International Trade", *Transnational Cooperations and International Trade and Payments*, United Nations Library on Transnational Corporations, Routedege, Volume 8, 1993,
<http://unctc.unctad.org/data/libvol8b.pdf>
- Walter, A. Financial Liberalization and Prudential Regulation in East Asia: Still Perverse, 2002, http://www.us-asean.org/finance/Fin_Liberalization.pdf

- White, W. R. What Have We Learned From Recent Financial Crises And Policy Responses? Bank For International Settlements Working Papers, No. 84 – January 2000, <http://www.bis.org/publ/work84.pdf?noframes=1> (02.05.2008)
- Willem te Velde, Dirk. “The global financial crisis and developing countries: taking stock, taking action”, Overseas Development Institute, September 2009, www.odi.org.uk
- Williamson, J. Griffith-Jones, Stephany. Gottschalk, Ricardo. Should Capital Controls Have a Place in the Future International Monetary System? May 2, 2003 http://www.stephanygj.net/documents/Should_Capital_Controls_have_a_Place_in_the_Future_International_Monetary_System.pdf
- Winters, L. Alan International Economics, London: Routledge, 1991
- World Bank, Financial Flows to Developing Countries: Recent Trends and Prospects, Global Development Finance, 2007, http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2007/Resources/3763069-1179948748801/GDF07_Chap2.pdf
- World Bank, Private Capital Flows to Developing Countries, The Road To Financial Integration, 1997, http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469382&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000178830_98101912165098
- World Ekonomik Outlook, 2007, Economic Prospects And Policy Issues, <http://www.internationalmonetaryfund.com/external/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/c1.pdf>
- World Investment Report 2005 “Transnational Corporations and the Internationalization of R&D”, UNCTAD
- Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı Resmi Gazete Tarihi: 23 Temmuz 1995 Resmi Gazete Numarası: 22352 Karar Sayısı: 95/6990, Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı Hakkında Tebliğ (Sayı:2)
- Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, Kanun No:6224,Tarih: 18.1.1954
- Yamin, M. Nixon, F.I. Transnational corporations and the control of restrictive business practices: theoretical issues and- empirical evidence, International Review of Applied Economics,1988, s.3-6, http://www.personal.mbs.ac.uk/myamin/pubs/1988-IRAE-Yamin-Nixsson-TNC_Control.pdf
- Yaşar Akgün, Avrupa Para Birliğine Doğru, Süreç, 1995
- Yay Turan. Yay Gürkan. G. Yılmaz, Ensar. **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2001

- Yeldan, Erinç. Türkiye Ekonomisi'nde Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi, Mart 2004, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Seluloz-Is2004_DisBorc_Yeldan.pdf (10.08.2010)
- Yeldan Erinç. 2001 Krizi Sonrasında Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken, Haziran 2006
- Yeldan, Erinç. “Yükselen Piyasa Ekonomisi Olarak Türkiye”, 2005, Bilkent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldane/Yeldan14_2Mar05.pdf
- Yeldan, Erinç. Behind The 2000/2001 Turkish Crisis: Stability, Credibility, And Governance, For Whom? http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Chennai_Yeldan2002.pdf
- Yellen, Janet L. “The Asian Financial Crisis Ten Years Later: Assessing the Past and Looking to the Future”, February 6, 2007, <http://www.frbsf.org/news/speeches/2007/0206.pdf>
- Yılmaz Akyüz Korkut Boratav, The Making Of The Turkish Financial Crisis, <http://www.econturk.org/Turkisheconomy/boratav.pdf>
- Yiğidim, A. Avrupa Birliği Türkiye İçin Çıpa Olabilir Mi? Makro Bir Değerlendirme, İktisat İşletme Finans Mart 2006; 21(238)
- Zdeněk Tůma Prague, Challenges of Free Capital Movement and the Role of International Standards (Focusing on Money Laundering Prevention), 15 September 2003, Czech National Bank (CNB), http://www.cnb.cz/en/public/media_service/conferences/speeches/tuma_moneylaunder_15_09_03.html (06.03.2)
- Zhaohui Chen, Mohsin S Khan Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective, IMF Working Paper, 1997, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9713.pdf>