

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

122783

FİNANSAL GLOBALLEŞME VE EKONOMİK KRİZLER,
1990 SONRASI TÜRKİYE ÖRNEĞİ

122783

Rüstem YANAR

Danışman: Prof. Dr. Ömer ABUŞOĞLU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

GAZİANTEP
Temmuz, 2002

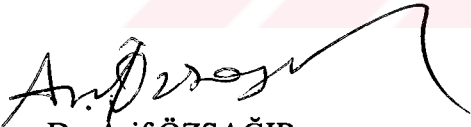
T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

JÜRİ TUTANAĞI

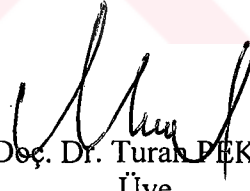
İktisat Anabilim Dalında Yüksek Lisans öğrencisi Rüstem YANAR'ın "Finansal Globalleşme ve Ekonomik Krizler, 1990 Sonrası Türkiye Örneği" konulu tezin savunması yapılmış ve jürimiz tarafından oybirliği ile başarılı bulunarak YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir. 26/07/2002



Prof. Dr. Ömer ABUŞOĞLU
Jüri Başkanı



Yrd. Doç. Dr. Arif ÖZSAĞIR
Üye



Yrd. Doç. Dr. Turan PEKMEZCİ
Üye



ÖZET

FİNANSAL GLOBALLEŞME VE EKONOMİK KRİZLER, 1990 SONRASI TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YANAR, Rüstem

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ömer ABUŞOĞLU

Temmuz, 2002, 191 sayfa

Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde, 1990 sonrası yaşanan krizlerin sermaye hareketleri ile ilişkisi ve Türkiye örneği ele alınmıştır. 1980'li yıllarda globalleşme eğiliminin hız kazanmasıyla birlikte, mali piyasalarını gerekli ekonomik ve kurumsal altyapıyı hazırlamadan liberalleştiren gelişmekte olan ülkeler, 1990'lı yıllardan itibaren önemli ölçüde kısa vadeli yabancı sermaye (hot money) girişine sahne olmuşlardır. Hareketliliği yüksek olan kısa vadeli sermaye, ekonomide suni şişkinlikler (bubble) oluşturarak, tüketim harcamalarını ve prodüktif olmayan yatırımları arttırmış; sabit döviz kurunun uygulanması nedeni ile ulusal paralar değer kazanarak, cari işlem açıkları artmaya başlamıştır. Kısa vadeli yabancı sermayenin, ekonomik, siyasi ve sosyal olaylara aşırı duyarlılığı ve spekülatif ataklar nedeni ile kısa sürede ülkeyi terk etmesi, son on yılda yaşanan ekonomik krizlerin temel nedeni oluşturmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Finansal Liberalleşme, Türkiye Ekonomisi, Ekonomik Kriz, Gelişmekte Olan Ülkeler.

Bilim Dalı Sayısal Kodu: 1140

ABSTRACT

**FINANCIAL GLOBALISATION AND ECONOMIC CRISES,
TURKEY SAMPLE AFTER 1990**

YANAR, Rüstem

M.A. Thesis, Department of Economics

Supervisor: Prof. Dr. Ömer ABUŞOĞLU

July, 2000, 191 pages

The aim of this study is to define interrelationship between capital flows and Financial Crises after 1990, in developing countries and analyse on Turkish economy. In 1980's, with spread of globalization, the developing countries which liberated capital markets without establishing basic substructure, received extremely short-term capital flows after 1990's. High volatility short term capital by creating bubbles in economy, increases consumptions and non-productive investments. Due to fixed exchange rate which overvalues national money, increases current account deficit. Short term capitals have been run away as reaction to the speculative attacks or economic or politic effects. That is the main reason for economic crises in last decade.

Keywords: Short Term Capital Flows, Financial Liberalisation, Turkish Economy, Economic Crises, Developing Countries.

Science Code: 1140

İÇİNDEKİLER

TABLOLAR.....	V
ŞEKİLLER.....	VI
Giriş.....	I

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYENİN GLOBALLEŞMESİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1.1. Globalleşme Kavramı ve Boyutları	4
1.1.1. Globalleşmeyi Hızlandıran Faktörler	7
1.1.1.1. Sosyalist Bloğun Dağılması	7
1.1.1.2. Üretim Sisteminin Yaygınlaşması.....	7
1.1.1.3. Uluslararası Kuruluşlar ve Bölgeselleşme Etkisi	8
1.1.2. Globalleşmenin Boyutları	9
1.1.2.1. Siyasal Boyutuyla Globalleşme	10
1.1.2.2. Sosyo-Kültürel Boyut.....	11
1.1.2.3. Ekonomik Globalleşme	12
1.2. Sermayenin Globalleşmesi.....	13
1.2.1. Sermayenin Globalleşmesinin Temel Dinamikleri.....	15
1.2.1.1. Reel Sektörde ve Dünya Ticaretinde Gelişmeler	15
1.2.1.2. Teknolojik Gelişmeler.....	18
1.2.1.3. Bretton Wood Sisteminin Yıkılması	20
1.2.1.4. Finansal Serbestleşme	22
1.2.1.4.1. McKinnon ve Shaw Hipotezi (Finansal Baskılama Kuramı)	26
1.2.1.4.2. Finansal Baskılama Kuramına Eleştiriler.....	27
1.2.1.5. Menkul Kıymetleştirme	28
1.2.2. Sermaye Hareketleri.....	30
1.2.2.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	32
1.2.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	35
1.2.2.3. Sermaye Hareketlerinin Etkileri.....	37
1.2.2.3.1. Yabancı Yatırımların Ekonomi Üzerinde Yaratacağı Olumlu Etkiler.....	39
1.2.2.3.2. Yabancı Yatırımların Ekonomi Üzerinde Yaratacağı Olumsuz Etkilerler	40
1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri	42
1.3.1. Yatırımlar	42
1.3.2. Rekabet Gücü.....	43

1.3.3. Ekonominin Genel Dengesi	44
1.3.4. Ödemeler Dengesi	45
1.3.5. Parasal Büyüklükler	46
1.5.6. Döviz Kurları ve Enflasyon Üzerindeki Etkileri	47
1.5.7. Kamu Politikalarının Yürütme Etkinliği	47
1.5.8. Fiyat Dalgalanmaları ve Krizler	48

İKİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLER VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

2.1. Ekonomik Kriz Kavramı ve Kriz Türleri	50
2.1.1. Ekonomik Kriz Kavramı	50
2.1.2. Ekonomik Kriz Türleri	54
2.1.2.1. Mali Krizler (Dış Borç Krizi)	54
2.1.2.2. Döviz Kuru (Para) Krizleri	54
2.1.2.3. Bankacılık Krizleri	55
2.1.2.4. Sistemik Finansal Kriz	55
2.2. Son Yıllarda Yaşanan Krizleri Açıklamaya Yönelik Teoriler	57
2.2.1. Kanonik Kriz Modeli (Spekülatif Atak Modeli)	58
2.2.2. Daha Gelişmiş Modeller	60
2.2.2.1. Kendi Kendini Besleyen Krizler	61
2.2.2.2. Sürü Psikolojisi	63
2.2.2.3. Bulaşıcı Kriz Modelleri	63
2.2.2.4. Dışsal Etkenler Modeli	64
2.3. 1990 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Krizler	64
2.3.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Krizlerin Nedenleri	65
2.3.2. Krizlerin Gelişim Süreci	67
2.3.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Krizlerin Göstergeleri	72
2.3.4. 1994 Meksika Krizi	73
2.3.5. 1997 Güney Doğu Asya Krizi	83
2.3.6. 1998 Rusya Krizi	91
2.3.7. 1998 Brezilya Krizi	94
2.3.8. 2001 Arjantin Krizi	96
2.4. Krizler ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	98

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1980 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE MALİ SERBESTLEŞME VE KRİZLER

3.1. 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi.....	111
3.1.1. 24 Ocak Kararları ve Yapısal Dönüşüm.....	111
3.1.2. Sermaye Piyasalarının Gelişimi	117
3.1.3. Yabancı Sermaye Hareketleri.....	118
3.1.4. Yabancı Sermaye ile İlgili Yasal Düzenlemeler	121
3.2. Mali Serbestleşme ve Dışa Açık Ekonomide Kriz Süreci	122
3.2.1. Mali Serbestleşme ve Bankacılık Sektörü	128
3.2.2. Mali Serbestleşmenin Reel Sektördeki Yansımaları	130
3.2.2.1. TL'nin Aşırı Değerlenmesi ve Dış Ticaret Açığı	130
3.2.2.2. Faiz Oranının Yükselmesi.....	132
3.2.2.3. Tüketim Talebinde Artış	134
3.3. 1994 Krizi.....	138
3.3.1. Kriz Öncesi Ekonomik Durum.....	138
3.3.2. 1994 Krizi	140
3.3.3. Krize Yol Açan Temel Faktörler.....	142
3.3.4. 5 Nisan Kararları.....	145
3.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri	147
3.4.1. 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı	148
3.4.1.1. Temel Amaçları.....	148
3.4.1.2. Uygulanan Politikalar.....	149
3.4.1.2.1. Maliye Politikası	150
3.4.1.2.2. Para Politikası ve Kur Politikası.....	150
3.4.1.2.3. Yapısal Düzenlemeler	153
3.4.2. Programın Eksik Yönleri.....	153
3.4.2.1. Döviz Kuru Çapası	154
3.4.2.2. Para Arzı	156
3.4.3. İstikrar Programının Uygulanması	157
3.4.4. Kasım 2000- Şubat 2001 Krizlerine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler	163
3.4.4.1. TL'nin Aşırı Değer Kazanması	163
3.4.4.2. Cari İşlemler Dengesi.....	164
3.4.4.3. Mali Sektör.....	166
3.4.5. Kasım 2000 Krizi	168
3.4.6. Şubat 2001 Krizi	171
3.4.7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Krizler.....	172

Sonuç.....	177
KAYNAKÇA.....	182



TABLolar

Tablo 1. 1961-1970 Döneminde Gelişmiş Ekonomilerde Bazı Ekonomik Göstergeler (Ortalama)	17
Tablo 2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Krizlerin Gelişim Süreci	71
Tablo 3. 1987 Meksika İstikrar Programı	76
Tablo 4. Meksika'da Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Sonuçları	80
Tablo 5. Güneydoğu Asya Ülkelerinde Döviz Kurları ve Borsa Endekslerindeki Değişimler	84
Tablo 6. Kriz Ülkelerinde 1990-1999 Arası Reel GSYİH(%)	85
Tablo 7. Kriz Ülkelerinde Enflasyon	86
Tablo 8. Kriz Yaşayan Güneydoğu Asya Ülkelerinde Kamu Açıkları	86
Tablo 9. Cari İşlem Dengesi/GSYİH	87
Tablo 10. Rusya GSYİH ve Enflasyon Oranları	92
Tablo 11. Cari İşlem Dengesinin Reel GSYİH'ya Oranı	93
Tablo 12. Brezilya Temel Makro Ekonomik Göstergeler	95
Tablo 13. Arjantin ekonomisine Ait Makro Ekonomik Göstergeler	96
Tablo 14. Kriz Yaşayan Gelişmekte Olan Ülkelerde Kriz Öncesi Makro Ekonomik Yapı	103
Tablo 15. Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi'nde Temel Olgular	110
Tablo 16. 1980-1989 Dış Ekonomik İlişkiler	116
Tablo 17. Bölgelere Göre Dünyada Direkt Yabancı Yatırımlar 1990-2000 (Milyar Dolar)	119
Tablo 18. İhraç Edilen Mali Varlıkların GSMH'ya Oranı	126
Tablo 19. Toplam Mali Varlıkların Toplam İçinde Yüzde Payları	126
Tablo 20. Parasal Göstergelerin GSMH İçindeki Payları	129
Tablo 21. Döviz Kurlarında Meydana Gelen Reel Değerlenme ve İthalat ve İhracat Oranları	131
Tablo 22. Faiz Oranları	133
Tablo 23. Türkiye ekonomisinde Finansal Serbestleşme Sonrası Makro Ekonomik Dinamikler ve Kriz Süreci	137
Tablo 24. 1989-1994 Temel Makro Ekonomik Göstergeler	139
Tablo 25. 1994-1999 Yıllarına Ait Ekonomik Göstergeler	148
Tablo 26. Program Öncesi ve Programın Uygulama Sürecinde Faiz ve Enflasyon Oranları	158
Tablo 27. Toplam Talepte Meydana Gelen Değişme	159
Tablo 28. Dış Ticaret Dengesi (Milyon Dolar)	160
Tablo 29. İthalatın Mal Gruplarına Göre Dağılımı (Milyon Dolar)	161
Tablo 30. Kriz Öncesi ve Kriz Dönemine Ait Temel Ekonomik Göstergeler	162
Tablo 31. Kriz Öncesi ve Kriz Döneminde Cari İşlem Dengesi(Milyon Dolar)	165
Tablo 32. Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonu(Milyon Dolar)	167
Tablo 33. Merkez Bankası Döviz Rezervleri (Brüt-Milyon Dolar)	176

SEKİLLER

Grafik 1. Meksika'da Kriz Öncesi ve Sonrasında GSYİH(Yüzde Değişim)	75
Grafik 2. Meksika'da İhracat ve İthalatın GSYİH'ya Oranı (Yüzde Değişim).....	78
Grafik 3. 1975-1996 yılları arası Meksika'da Net Yabancı Sermaye (Milyar Dolar).....	79
Grafik 4. Kriz Yaşayan Asya Ülkelerine Yönelik Sermaye Hareketleri	90
Grafik 5. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Akımları ve Türleri	100
Grafik 6. 1990 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri	101
Grafik 7. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Özel Sermaye Akımlarının Bölgesel Dağılımı	104
Grafik 10. 24 Ocak Kararları Sonucunda GSMH Değişim Oranları	115
Grafik 11. 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisine Yönelen Yabancı Sermaye'nin Yapısı ve Miktarı (Milyon Dolar).....	124
Grafik 12. KKBG/ GSMH	127
Grafik 13. Ticaret Konu Olan Yatırımların Toplam Yatırımlara Oranı	132
Grafik 14. GSMH. Tüketim, Yatırım ve Dış Açık Değişim Oranları	140
Grafik 15. Özel Sanayi Kuruluşlarında Katma Değerin Bölüşümü	142
Grafik 16. Kamu Sanayi Kuruluşlarında Katma Değerin Bölüşümü	143
Grafik 17. Temmuz 2001-Aralık 2002 Arasında Uygulanacak Kur Bandı.....	152
Grafik 18. Faiz ve Enflasyon Oranları	157
Grafik 19. Aşırı Değerli Döviz Kuru	164
Grafik 20. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Öncesinde ve Sonrasında Sermaye Hareketleri.....	173
Grafik 21. 2000 Yılı Ocak-Ekim Arasında Türkiye'ye Gelen Yabancı Sermaye Türlerine Göre Oranları	174

Giriş

İkinci Dünya Savaşı sonrasında, ekonomik ilişkilerin artması ve teknolojik gelişmeler sonucunda üretim sisteminde meydana gelen dönüşüm üretimi dünya ölçeğinde yaygınlaştırırken; 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin yıkılması ile birlikte sermaye hareketlerinin önündeki engeller kalkarak sermayenin globalleşmesi hız kazanmıştır. Gelişmiş ülkelerde sermayenin marjinal getirisinin azalması ve petrol fiyatlarında meydana gelen aşırı yükselme nedeni ile Petrol İhraç Eden Ülkeler (OPEC)'de oluşan fon fazlası, getirisinin yüksek olduğu fona ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu dönemde yeni finansal araçların gelişmesi sermayenin hareketini kolaylaştırmıştır.

1980'li yılların başından itibaren dünyada liberal ekonomi politikalarının yaygınlık kazanmaya başlaması ve uluslararası kuruluşların etkisi ile gelişmekte olan ülkelerde bu tür politikalar benimsemeye başlamışlardır. Bu alandaki en önemli değişim ise mali piyasaların serbestleştirilmesidir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkeler "finansal liberalizasyon" politikaları çerçevesinde mali piyasalarını uluslararası sermayenin her türüne açılmışlardır.

Teorik olarak Neo-klasik iktisadi anlayışa dayanan finansal liberalleşme, iç piyasada kısıtlamanın kaldırılması ile faiz oranlarının yükselmesinin tasarrufları teşvik edeceği; aynı zamanda dış finansal serbestleşme ile yabancı sermaye girişinin yatırım ve büyüme için yeni kaynaklar yaratılabileceğini öngörmektedir. Sermayenin önündeki engeller kaldırıldığında, kaynaklar sermaye kıtlığı çeken ve bu nedenle de faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelere yönelecek; bu ülkelere sermaye girişleri, yatırımın getiri oranları eşitleninceye kadar sürecektir. Bu yaklaşıma göre, finansal serbestleşmenin kaynak tahsisini ve gelir dağılımını düzeltici etkiler yaratması beklenmektedir. Kaynak tahsisi sürecinde devletin her türlü müdahalesinin kalkması ve bu işin piyasa mekanizması tarafından gerçekleştirilmesinin etkinliği artıracaktır düşünülmektedir.

Mali piyasalarda serbestleşmeyle birlikte uluslararası sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamaların kaldırılması ve teknoloji alanındaki gelişmelere paralel olarak, para transferlerinde saniyelerle ifade edilebilen sürelerde gerçekleşmesi neticesinde, piyasalarda işlem hacimleri trilyon doları aşmıştır. Bu derece yüksek hacimli ve hareketli sermaye, doğal olarak özellikle finansal piyasalarda yeterince derinliğin sağlanamadığı gelişmekte olan ülkelerde spekülasyon saldırılar dahil, sermaye kaçışlarını gündeme getirebilmekte ve bu ülkeleri ekonomik krizlerle karşı karşıya getirmektedir.

Bu yeni ekonomik düzene dahil olup, bunun olanaklarından yararlanma yolunu seçen gelişmekte olan ülkeler beklemedikleri ve öngörmedikleri sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte, ülkelerin kendi ulusal para politikası, faiz haddi ve kur üzerindeki etkinlikleri zayıflamış ve uluslararası şartlardan bağımsız iktisat politikaları oluşturmaları imkansız hale gelmiştir. Sermaye girişleri, yerli paranın değer kazanmasına neden olarak dış ticarete açık sektörleri olumsuz etkilemektedir. Bunun yanında sermaye girişlerinde sürekliliğin sağlanabilmesi için reel faiz oranının yüksek tutulması gereği, yurt içi yatırımların olumsuz yönde etkilenmesi söz konusudur. Buna rağmen, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynak yapısı nedeniyle kalıcılığının düşük olması zaman zaman önemli ölçüde sermaye çıkışlarına neden olmaktadır.

Bu çalışmada, 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki ilişki ele alınmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin kriz öncesi dönemde mali piyasalarını serbestleştirerek yoğun kısa vadeli sermaye girişine sahne olmaları ve bu sermayenin aniden ekonomiyi terk etmesi krizlerin meydana gelmesinde temel etken olmuştur.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde globalleşmenin genel bir tanımı ve temel dinamikleri ele alınmıştır. Sonra sermayenin küreselleşmesi, nedenleri ve sermaye hareketleri ele alınmış ve kısa vadeli sermaye

hareketlerinin makro ekonomik dengeler üzerindeki etkileri ayrıntılı bir şekilde irdelenmiştir.

İkinci bölümde, önce, ekonomik kriz kavramı olarak ele alınmıştır. Burada, kriz türleri, 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin ortak özellikleri, bu krizleri açıklamaya yönelik teoriler ve krizlerin gelişim süreci ortaya konulmuştur. Sonra gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler ele alınmıştır. Bu başlık altında 1994 Meksika krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya ve Brezilya ve son olarak da 2001 Arjantin Krizi incelenmiştir. Daha sonra ise, gelişmekte olan ülkelerde mali serbestleşme ile artan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin krize olan etkileri ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde ise, Türkiye’de 1980 sonrası ekonomik liberalleşme politikalarının bir uzantısı olan mali serbestleşmenin ekonomik sonuçları ayrıntılı bir şekilde ele alındıktan sonra, bu sürecin 1990 sonrası yaşanan krizlere olan etkileri üzerinde durulmaktadır. Bu bağlamda öncelikle 1994 krizi ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki irdelenmiştir. Daha sonra ise Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin nedenleri, gelişim süreci ve kısa vadeli yabancı sermaye ilişkisi incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYENİN GLOBALLEŞMESİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1.1. Globalleşme Kavramı ve Boyutları

Günümüzde yaşanan ekonomik, sosyal ve siyasal değişimleri ifade etmede çok sık başvurduğumuz kavramlardan biri olan “globalleşme”, farklı bakış açıları ile değişik şekillerde tanımlanabilir. İlk olarak 1960’larda ortaya atılan bu kavram, 1980’lerde sıkça kullanılmaya başlanmış, 1990’lara gelindiğinde anahtar bir sözcük haline gelmiştir (Bozkurt, 2000: 18). En genel tanımıyla globalleşme “ülkeler arası ekonomik, politik, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayanan kutuplaşmaların çözülmesi, farklı toplumsal kültür inanç ve beklentilerin daha iyi tanımlanması, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması” olarak tanımlanabilir (DPT, 1995: 1). Dünyanın tek bir sistem içerisinde bütünleşmesini ifade eden globalleşme, sosyal, kültürel, ekonomik ve siyasal boyutlar içermekle birlikte, esas itibariyle iktisadi bir süreç olup; üretimin, ticaret, sermaye hareketleri ve teknolojinin uluslararası bir özellik kazanması ve dünya ekonomisiyle serbest ticaret ve uygun işbölümü yoluyla bütünleşmeyi ifade etmektedir (Eser, 1995: 5).

Globalleşme, klasik iktisatçıların uluslararası ticarete ilişkin varsayım ve öngörülerıyla, yine bu çizgiyi takip eden neo-klasik ya da neo-liberal iktisatçıların varsayım ve kuramlarının oluşturduğu teorik zemin üzerinde yükselmektedir. Bu anlamda, kapitalizmin dünya ölçeğinde yayılma dinamikleri açısından, iddia edildiği gibi yeni bir süreç ve oluşum anlamına gelmemektedir (Türkay, 1998: 35).

Globalleşmenin yeni bir olgu olmadığı, ortaya çıkışının Sanayi Devrimine kadar götürülebileceği; Birinci Dünya Savaşı öncesinde de gelişmiş

ekonomilerde emeğin ve sermayenin dolaşımının serbest olduğu konusunda yaygın bir görüş birliği* olmakla birlikte, günümüzde yaşanan hızlı ve yoğun globalleşme. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yaygınlık kazanmıştır. Çok uluslu şirketler, ulusüstü kuruluşlar ve çeşitli anlaşmalarla ülkelerarası sosyal ve ekonomik sınırların ortadan kaldırılması veya azaltılması; buna bağlı olarak ekonomik ve sosyal ilişkilerin güçlendirilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu dönemde ABD kökenli şirketlerin Avrupa'da yatırım yapmaya başlamalarıyla, haberleşme ve ulaştırma alanında yaşanan gelişmeler bu sürecin gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır.

İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen yıllarda hakim olan ekonomik sistem, üretimde merkezileşme ve yoğun üretim tarzını benimsenirken, hakim iktisadi anlayış, 'refah devleti' ilkesi doğrultusunda kamu harcamaları arttırılmış ve devlet ekonomik etkinliği sağlayan bir araç olarak kabul edilmiştir. Kamu harcamaları aracılığıyla bir yandan yurt içi talebi canlı tutulup, tüketim eğiliminin sürekliliğini sağlanırken; diğer yandan da tasarruf eğilimini sermaye birikimini besleyecek düzeyde yüksek tutmaya çalışılmıştır.

Bu ekonomik konjonktürde, Batı ülkelerinde, İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen çeyrek yüzyıllık sürede, uzun soluklu bir refah dönemi, yüksek bir büyüme hızı ve istihdam artışı yaşanmıştır. Dünya ticaret hacmi hızla genişlemiş, sermaye hareketleri yüksek boyutlara ulaşmış, buna karşılık, iç fiyat artışları ılımlı olmuştur (Kazgan, 1988: 19).

1960'ların sonlarına doğru "büyük ekonomik patlama", ekonomilerde uluslararası düzeyde yaşanan bir yapısal krizle birlikte sona ermiştir. Bu yapısal kriz, ekonomik büyümenin yavaşlaması, gittikçe derinleşen ve şiddeti artan ekonomik durgunluk ve resesyon dönemleri, 1970'ler boyunca gerileyen üretkenlik kar oranları

* Bu konuda ayrıntılı bilgi için bakınız

-Kazgan,Gülten Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen, 1997, Altın Yay. İst..

-Hirst Paul- Thompson Grahame, Küreselleşme Sorgulanıyor, 2000 Dost Kitabevi, Ankara.

-Rodrik Dani, Küreselleşme Sınırı Aştı mı? 1997 Kızılelma yay.1997

ve yatırım eğilimi, enflasyon ve işsizlikteki artış şeklinde kendini göstermiştir (Yıldızoğlu, 1996: 38).

Bu ekonomik krizle birlikte, Keynesyen iktisadi politikalar terk edilmiştir. Bunun yerine kamu harcamalarının azaltıldığı, devletin ekonomik sisteme müdahale yetkisinin kısıtlandığı, liberal iktisadi düşünce temelli yeni ekonomi politikaları benimsenmeye başlanmıştır.

Bu gelişmeler sonucunda üretim sisteminde de ciddi değişiklikler yaşanmıştır. Batı'da, talep yönlü politikalarla desteklenen, standart malların kitlesel ve seri üretimini gerçekleştiren 'Fordist Üretim Sistemi'; talebin doyması, tüketici tercihlerinde ve ürün niteliğinde değişimler, pazarların daralması, verimlilik artışının yavaşlaması gibi nedenlerle kar oranlarını düşürerek sermayenin yeterince değerlenmesine engel olduğundan sona ermiştir. Sanayi kapitalizminin uzun dönemli ve istikrarlı bir büyümeyi tekrar sağlaması için üretim biçiminde köklü bir değişikliğe gidilmiştir. Post-Fordizm olarak adlandırılan ve üretimin küreselleşmesi sürecinde bir dönüm noktası olan yeni üretim sistemi, bir yandan bu daralan pazarlara ve şiddetlenen rekabete uyum sağlama, diğer yandan emek verimliliğindeki yavaşlama ve sermayenin değerlenmesi sürecini kesintiye uğratan kısıtları aşabilme çabasının sonucudur (Eser, 1995: 7).

Sermaye piyasalarında ise bu kriz, sermaye hareketlerinin serbest dolaşımını sınırlayan Bretton Woods Sisteminin yıkılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi; teknolojik gelişmelerle bağlantılı olarak risk oranlarını azaltan yeni araçların geliştirilmesi, gelişmiş ülkelerde kar marjı azalan sermayenin daha yüksek karlar elde edebileceği ülkelere yönelmeleri sonucunu doğurmuştur.

1980'li yıllara gelindiğinde gelişmiş ülkelerde uygulamaya konulan liberal iktisadi politikaların gelişmekte olan ülkelere de yaygınlık kazanmaya başlaması ile birlikte üretim ve sermaye'nin hareketliliği artmış ve globalleşme ivme kazanmıştır.

1.1.1.Globalleşmeyi Hızlandıran Faktörler

Bu dönemde globalleşmeyi hızlandıran başlıca üç faktörden söz edilebilir. Bunlar Sosyalist Blok'un dağılması, üretim sisteminin yaygınlaşması, uluslararası kuruluşların etkisi olarak sıralanabilir.

1.1.1.1. Sosyalist Bloğun Dağılması

1990'lı yıllarda Sovyetler Birliği'nin çöküşü ve Sosyalist Bloğun dağılması ile birlikte İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra hakim olan iki kutuplu dünya sistemi yerini tek kutuplu dünya sistemine bırakmıştır. Sosyalist ekonomiye galip gelen piyasa ekonomisi önündeki en büyük engelin kalkması ile birlikte dünya çapında hızla yayılmış; "tarihin sonu"nun* yaşandığına ve piyasa ekonomisinin tek ve vazgeçilmez sistem olduğuna kendini inandırmış ve bu sisteminin dünya ölçeğinde yayılması için bütün güçlerini seferber etmiştir.

1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerle birlikte eski sosyalist bloğu ülkeleri de serbest piyasa ekonomisini benimsemiş ve ekonomilerini hızla liberalize etmişlerdir.

1.1.1.2. Üretim Sisteminin Yaygınlaşması

Üretim sisteminde yaşanan değişikliklerle yoğunlaşmış ve merkezi üretim sistemi yerini (Fordist sistem), yaygınlaşmış ve esnek üretim sistemine bırakması ile üretimin farklı aşamalarının farklı ülkelerde yapılabilmesine olanak sağlamıştır. Yüksek üretim hacimli işletmelerden oluşan yoğunlaşmış şirketlerin yerini, dünyanın dört bir yanına yayılan yüksek değerli şirketler almaktadır (Reich, 1998: 59).

* Tarihin sonu tezi 1989 yılında Fukuyama tarafından ortaya atılmış, liberal demokrasi ve serbest pazar insanlığın ulaşabileceği en iyi sistem olduğunu savunmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bakınız. Tarihin Sonu ve Son İnsan, Gün Yayınları, İstanbul, 1999.

Global ekonomik sistem, işletmelerin kendilerini yeni rekabet koşullarına son derece hızlı bir biçimde uyarlamalarını gerektirmektedir. Yoğun üretim için tasarlanmış merkezi büyük işletmeler, yerlerini, dünya ölçeğinde yayılmış geniş bir şebekeye bırakmak üzere parçalanmaktadır (Nair, 2000: 67).

Reich, globalleşme ile birlikte üretim sisteminde meydana gelen değişmeyi şu şekilde ifade eder (1998: 61): “Eski yüksek hacimli üretim ekonomisinde, çoğu mamul belirgin bir milliyete sahiptiler. Kaç tane uluslararası sınır geçerlerse geçsinler, bu mamullerin menşei asla şüphe götürmezdi. Ölçek ekonomileri merkezi bir yerleşimi gerekli kıldığından, bu mamuller için harcanan çabanın büyük bir bölümü bir tek yere gerçekleşmekteydi. Ancak büyük ölçekli üretime bağlı olmayan, yeni üretim sisteminde çok az ürünün milliyeti olacaktır. Ürün miktarı birçok değişik yerde üretilebilecek, farklı müşteri isteklerine uyacak tarzlarda bir araya getirilebilecektir”.

1.1.1.3. Uluslararası Kuruluşlar ve Bölgeselleşme Etkisi

Globalleşmeye ivme kazandıran diğer önemli bir faktör uluslararası kuruluşlar ve bölgesel entegrasyonlardır. Uluslararası kuruluşlar ekonomik, politik, askeri, sosyal, kültürel nitelikli olabilirler. İkinci dünya savaşından sonra sayıları artan uluslararası kuruluşlar, ilke olarak ülkelerin ve toplumların yakınlaşmasını, ekonomik ve sosyal anlamda ülkelerin gelişmesine katkıda bulunmayı amaçlamışlardır. Özellikle uluslararası mali ve ekonomik kuruluşlar ve bölgesel bütünleşmeler globalleşme sürecini hızlandırmıştır.

Bretton Woods Toplantısı sonrası kurulan IMF, uluslar arası para ve ödeme sorunlarıyla ilgilenen bir kurum olması yanında, üye ülkelere kısa ve orta vadeli krediler vermektedir (Aktürk-Güran, 1992: 23). IMF özellikle üye ülkelere açmış olduğu kredileri şartlara bağlaması ülkelerin ekonomik yapılarını liberalize etmelerinde etkili olmuş ve bu durum globalleşmeyi hızlandırmıştır.

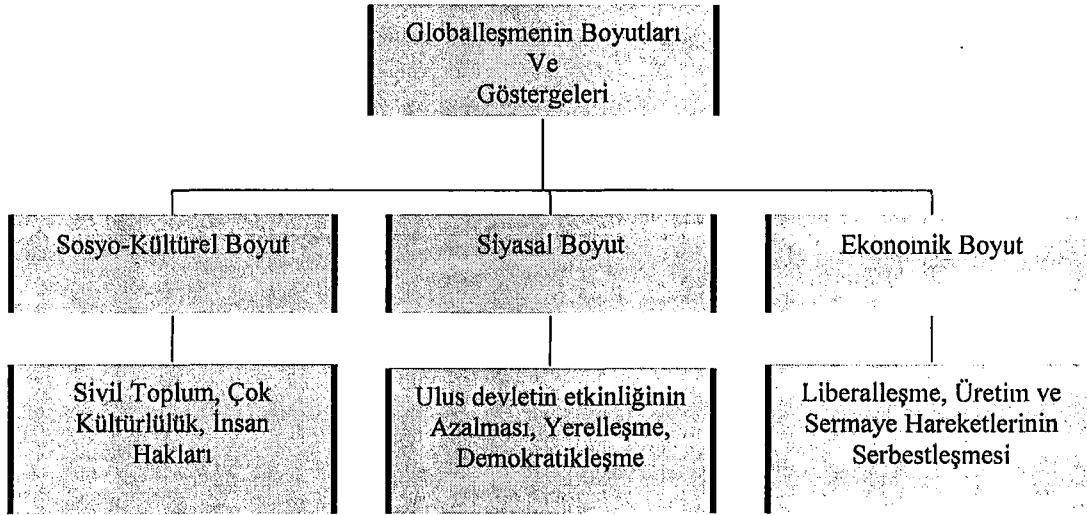
Dünya Bankası kuruluş amacı olarak İkinci Dünya Savaşı'nda yıkılan Avrupa ekonomilerinin yeniden imarı için bu ülkelere yönelik sermaye hareketlerini hızlandırmayı benimserken, daha sonraki dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki kalkınma projelerine kendi öz kaynaklarından veya borçlanarak sağladığı fonlara kredi vermek, yatırımları teşvik etme misyonunu üstlenmiştir.

1947 yılında Gümrük Tarifeleri ve Ticareti Genel Anlaşması (GATT) ile başlayan dünya ticaretini serbestleştirme ve serbest ticaretin önündeki engellerin azaltılması amacıyla başlayan girişimler 1995 yılında Dünya Ticaret Örgütü'nün (DTÖ) kurulması ile kurumsallaşmıştır. Dünya Ticaret Örgütü geniş anlamıyla dünya ticaretini serbestleştirme amacına ulaşabilmek için üye ülkelerin ortak çıkar ve karşılıklı olma ilkeleri doğrultusunda hareket ederek, dış ticarete her türlü engeli ve ayırıcılığı kaldırmaları öngörülür. Ticareti daraltan her türlü engelin kaldırılması süreci, ithalat ve ihracata uygulanan tüm vergi dışı engeli önce tarifeye dönüştürmek, sonra da bu tarifeleri kaldırmak şeklinde gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir (Seyidoğlu, 2001: 191).

Bölgesel kuruluşlar aynı coğrafi bölgedeki ülkelerin kurdukları birlikler ve entegrasyonlardır. Avrupa Birliği (AB), Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC), Latin Amerika Serbest Ticaret Birliği (LAFTA), Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi (NAFTA) bu birliklere örnek olarak verilebilir. Ekonomik bütünleşmeye dayanan bu birliklerin amacı, serbest ticaret aracılığı ile ülkeler arasında ekonomik rekabeti özendirerek kaynak dağılımında bölgesel anlamda etkinliğin sağlanmasıdır (Alpar-Ongun, 1987: 189). Bölgesel birlikler bir anlamda küreselleşmeyi sınırlandıran bir gelişme olarak görülse de, bölgelerarası ilişkiler arttıkça, küreselleşme için doğal bir ortam yaratılmış olacaktır (Karluk, 1995: 2).

1.1.2. Globalleşmenin Boyutları

Globalleşme genel olarak sosyo-kültürel, siyasal ve ekonomik olmak üzere üç boyutta ele alınabilir.



1.1.2.1. Siyasal Boyutuyla Globalleşme

Siyasal açıdan globalleşmenin en önemli göstergesi, ulus devletin egemenlik alanının daralmasıdır. Ulus-devlet anlayışına bağlı geleneksel egemenlik anlayışı gitgide geçerliliğini yitirmektedir. Bugün, artık devletleri bu anlamda bir egemenlikle tanımlamaya imkan yoktur. Bütün devletler kurallarını kendilerinin koymadıkları uluslararası taahhütler üstlenmek durumunda kalmaktadır. Aynı şekilde uluslararası ortak “insan hakları hukuku” da devletlerin kendi takdirlerine göre kural koyma ve uygulama yetkilerini büyük ölçüde sınırlandırmaktadır. Yirmi birinci yüzyılın başında, en güçlü devletler bile karşılıklı bağımlılığın gerçekleriyle baş etmek durumundadırlar (DPT, 2000: 54).

Ulus devletin egemenlik alanının sınırlandırılmasında iki boyut devreye girmiştir: birincisi, ulus devletin ekonomi üzerindeki yetkileri giderek uluslararası kurumlara devretmek durumu ile karşı karşıya kalmışlardır. Bunun bir ayağını uluslararası, neredeyse küresel çapta üyesi olan kuruluşlar çerçevesinde alınan kararlar oluşturmaktadır. Dünya Bankası, IMF, OECD, DTÖ, aldıkları kararlarla ve

uygulamalarla ulusal egemenliği sınırlandırmışladır. Ülkeler kendi yapısal durumlarına göre geliştirdikleri ekonomik ve sosyal programları uygulamak yerine, neredeyse standart hale gelen bu kuruluşların belirledikleri programları uygulamaktadırlar (Kazgan, 2000 : 34).

Ulus devlet erkinin aşınmasında ikinci boyutu yerel yönetimlerin giderek güçlendirilmesi, merkezi devletin olanaklarının, yetkilerinin ve sorumluluklarının kendi içindeki alt birimlere devredilmesi oluşturur. Yani yerel yönetimlerin mali, idari ve örgütsel anlamda özerkleşmesi, merkezi devlete bağımlılığının azaltılması amaçlanmaktadır.

Ayrıca globalleşme ile birlikte insan hakları ve güvenlik sorunları, ülkelerin kendi iç meseleleri olmaktan çıkmış ve uluslararası bir nitelik kazanmıştır. Özellikle devletlerin bu konudaki tutumları uluslararası kuruluşlarca denetim altında tutulmakta ve ülkeler globalleşmişlikleri ölçüsünde, bu konudaki ortak kurallara uymak zorundadırlar.

Globalleşmenin siyasi boyutunda öne çıkan ikinci önemli kavram, demokrasidir. Globalleşme sürecinde ülkeler nasıl ki ekonomik açıdan serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmak ve yaygınlaştırmak zorunda iseler, siyasal açıdan da demokratikleşmek kaçınılmaz bir sonuçtur. Ülkeler içsel anlamda bunu talep etmeseler de, global baskılar demokratikleşmeye zorunlu hale getirmektedir.

1.1.2.2. Sosyo-Kültürel Boyut

Sosyo-kültürel boyutuyla globalleşme, global bir sivil toplum oluşturma, etnik ayrımların ve farklılıkların ön plana çıkartılması olarak ifade edilebilir. Giddens'ın bu süreci dünya çapındaki sosyal ilişkilerin yoğunlaşması şeklinde tanımlamaktadır (1994: 62).

Kültürel açıdan, batılı değerlerin dünya ölçeğinde yayılmasını ifade eden globalleşme, değişik bir anlayışla yerel değerlerin ve 'alt kültürlerin kendilerini ifade etmesi ve yaşam alanları inşa etmelerini ve hakim kültürün doğasını değiştirmeden ona farklı renkler ekleme çabası olarak görülebilir (Kılıçbay, 1993: 17).

1.1.2.3. Ekonomik Globalleşme

Ekonomik açıdan globalleşme, üretim ve sermayenin önündeki engellerin kaldırılarak dünya ölçeğinde serbest dolaşımına izin verilmesi ve ülkelerarası mal ve hizmet ticaretinin yaygınlaştırılması olarak ifade edilebilir. Ekonomik globalleşme özellikle iki alanda etkili olmuştur. Birincisi, ödemeler bilançosunun dış ticaret ve diğer cari işlem kalemleri ile sermaye hareketleri kalemlerinin serbestleştirilmesi konularını kapsarken, diğeri ise, ülkedeki finans sektörünü oluşturan finansal piyasalar, finansal kurumlar ve finansal araçlara yönelik yasal serbestleştirmeyi ve çeşitlendirmeyi içermektedir (Uludağ-Erişcan, 1999: 413).

Ekonomik globalleşme genel olarak, ulusal ekonomik sınırların kaldırılarak, ekonominin dünya ile bütünleşmesi olarak da ifade edilebilir. Ekonomik globalleşme öncesi, mal ve hizmetler ile üretim faktörü ve teknoloji ülkeler arası ithalat ihracat yolu ile değişimine dayanan, ulus devletlerin iktisat politikalarının uygulandığı üretim ve finans sistemi hakimken; Globalleşme ile birlikte ulus devletlerin yerini global üretim ve çok uluslu şirketler almıştır. Sermayenin globalleşmesi ile birlikte, sermaye uluslararası piyasada serbest hareket etme imkanına kavuşmuştur.

Ekonomik globalleşmenin teorik altyapısı neo-klasik iktisat anlayışına dayanır. Ekonomik globalleşmenin temel teorisini ise liberalizmden mülhem 'pazar' kavramı oluşturur. Bu düşünce biçimine göre pazar, zenginliklerin en iyi dağıtım mekanizmasını oluşturur. Globalleşme, pazarın içinde barındırdığı evrensel eğilimini şimdiye dek gemlemiş olan coğrafi, kültürel ve siyasi tüm engellerin ortadan kaldırılması anlamına gelmektedir (Nair, 2000: 56).

Ekonomik globalleşme ‘üretim globalleşmesi’ ve ‘mali piyasaların/sermayenin globalleşmesi’ olmak üzere iki temel boyutta ele alınabilir.

Üretimin globalleşmesi, İkinci Dünya Savaşı sonrası yaygınlık kazanmaya başlayan çok uluslu şirketler aracılığı ile, ülke içinde üretim yapan firmaların, üretim faktörlerinin ucuzluğu, altyapı ve pazar imkanları nedeniyle diğer ülkelere sabit yatırımlar yapması, şubeler açması veya ülkede bulunan firmalarla ortaklık, satın alma yolu ile üretimin dünya ölçeğinde yaygınlaşmasıdır.

Üretimin globalleşmesinin diğer nedenleri arasında, “yarı-çevre”/gelişmekte olan ülkelerde özelleştirmelerin artması ve şirket birleşmeleri ve satın almaları, Post-Fordist üretim sisteminin uygulanması ile birlikte üretimin esnekleşmesi sıralanabilir.

Mali piyasaların/sermayenin globalleşmesi, Bretton Woods sisteminin yıkılması ile sermayenin önündeki engellerin kalkması ve dünya ölçeğinde serbest hareket edebilme özelliği olarak tanımlanabilir. Bu konu takip eden bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.2. Sermayenin Globalleşmesi

Sermayenin/mali piyasaların globalleşmesi, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması ve uluslararası sermaye akımlarının yoğunlaşması ve finansal piyasaların entegrasyonu olarak tanımlanabilir (Ongun, 1993: 35)

Mali piyasaların globalleşmesi, çoğu zaman birbirinin yerine kullanılan iki alt kavramı içinde barındırır. Bu iki kavram finansal globalleşmenin düzeyi ve etkilerini açıklayabilecek anahtar kavramlardır. Bunlardan ilki olan “mali piyasaların uluslararasılaşması”, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunun sonucunda gerek fon arz ve talebinin, gerekse mali piyasa katılımcılarının, herhangi bir coğrafi sınır olmadan, kendileri için uygun olan mekanlarda işlem yapmasını

ifade ederken; ikincisi olan “mali piyasaların entegrasyonu”, değişik ülkelerde piyasalarda yer alan finansal araçların getiri oranları/fon maliyetleri arasındaki farkların ortadan kalkmasını (tek fiyat kanunu) açıklamaktadır. Mali piyasaların uluslararasılaşması gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda gerçekleşmiş olmakla birlikte, mali piyasaların entegrasyonu sadece gelişmiş ülke piyasalarında sağlanmıştırdır (Alp, 2000: 78). Bu durum bize gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerle ilgili ipuçları verir. Gelişmekte olan ülkeler finansal piyasalarını serbestleştirmekle birlikte, finansal entegrasyonu tam olarak sağlayamadıklarından sık sık krizlerle karşı karşıya kalmaktadırlar.

Mali piyasaların globalleşme ile ilgili diğer önemli iki kavram “Mali piyasaların yakınlaşması” ve “mali piyasaların derinleşmesidir”.

Mali piyasaların yakınlaşması, ülkelerin mali araçlar ve sermayenin rahat hareketini sağlayacak yasal ve kurumsal engellerin kaldırılmasıyla uluslararası piyasalarla ilişkilerinin artması neticesinde, fiyat ve faiz oranlarında farklılıkların ortadan kalkmasını ifade eder.

Finansal derinleşme, piyasalarda işlem hacminin ve mali araçlardaki çeşitlenmenin artırılmasıdır. Bu anlamda finansal derinleşme ile ilgili ilk konu likiditenin yükseltilmesidir. Finansal piyasalardaki işlemler esnasında imzalanan sözleşmelere dair en önemli unsur bunların likiditeleridir. İkincisi, riskin birleştirilmesi, transferi ve paylaşımı mekanizmasının kurulması ve güçlendirilmesidir. Riske konu olan unsurlar, faiz oranları, döviz kurları, borcun ödenmemesiyle ilgilidir. Finansal piyasalar bu riskleri provizyona tabi tutarak fiyatlandırmaktadır. Bu konudaki herhangi bir ilerleme, kaynak dağılımı bakımından etkinlik kazancı doğuracaktır. Bu aşamada piyasa dinamikleri önemli hale gelir ve finansal ve finans dışı firmalar arasında finansal varlıklara dayalı bir rekabet başlar. Derinleşme finansal kurumlar arasında yeniliklere dayalı rekabet artışını içerecektir (Taş, 2001: 27).

Mali piyasaların globalleşmesi, özellikle Bretton Woods sisteminin yıkılması ile gelişmiş ülkelerde gündeme gelmiş ve 1980'li yıllarda Amerika'da Reagan döneminde uygulanmaya konan, İngiltere'de ise Thatcher hükümeti tarafından uygulanmaya başlanan neo-liberal politikalarla yaygınlık kazanarak gelişmekte olan ülkelerde de uygulanmıştır.

İkinci Dünya savaşı sonrası oluşturulan Bretton Woods sisteminin 1970'li yılların başında çökmesiyle birlikte ülke paraları dalgalanmaya bırakılmış ve uluslararası piyasada riskler artmıştır. Bu dönemde 'liberalizasyon' ve 'deregülasyon' hareketlerinin yaygınlık kazanması ile birlikte mali piyasalar çok dalgalı bir hal almıştır. Birçok ülkede rekabetçi yapıya sahip finansal kurumlar ve piyasa katılımcılarının karşılaştıkları riskleri yönetebilmek için yeni finansal araçlar (future, option, swap vb.) geliştirilmiştir (Alp, 2000: 17).

Sermaye hareketleri üzerine getirilmiş sınırlamaların kaldırılması, teknoloji ve ulaşım sektörlerinde yaşanan gelişmeler uluslararası mali piyasaları yirmi dört saat işlem yapılabilen tek pazar haline getirmiştir.

1.2.1. Sermayenin Globalleşmesinin Temel Dinamikleri

Finansal globalleşmenin altında yatan temel beş ayrı etkenden söz etmek mümkündür. Bunları reel sektörde ve dünya ticaretinde gelişmeler, Bretton Woods Sistemi'nin yıkılması, finansal liberalizasyon, teknolojik gelişmeler, menkul kıymetleştirme (securitasion) olarak sıralayabiliriz (Ongun, 1993: 35-Sayılgan, 1998: 9).

1.2.1.1. Reel Sektörde ve Dünya Ticaretinde Gelişmeler

İkinci Dünya Savaşı sonrasında sanayi ve ticaret merkezlerinin yeniden canlanmaya başlaması, uluslararası ticaret ve doğrudan yatırımlardaki artış sermayenin globalleşmesini teşvik etmiştir. Amerikan sermayesinin Batı Avrupa'da

yatırım yapması ile başlayan Çok Uluslu Şirketler daha sonra gelişmekte olan ülkelerde de yaygınlık kazanmaya başlamıştır (Ongun, 1993: 36).

Üretimin uluslararasılaşması, çok uluslu şirketlerin doğrudan yatırımlarının önem kazanması ve dünya ticaretinin hızla genişleme sürecine girmesiyle bağlantılıdır. Günümüzde çok uluslu şirketlerin yüzde 80'e yakın bir kısmı ABD, Japonya, İngiltere ve Almanya orijinlidir (Sayılğan, 1998: 10). Doğrudan yatırımlar, 1970'li yıllarda durgunluğa tepki olarak artış göstermiş ve 1980'li yıllardan sonra bu girişimler zirveye ulaşmıştır (Hirst-Thompson, 2000: 82).

Bunun yanında ülkeler sınır ötesi ticaret üzerindeki sınırlamaları kaldırarak, ticaret ve sanayilerini geliştirmenin yollarını aramışlardır. Bu uygulamanın sonucunda sınır ötesi ticaret üretimden daha hızlı artmış, buna bağlı olarak uluslararası finansal işlemlerin hacmi büyümüştür. Bu dönemde bankacılık sektöründe yıllık büyüme hızının yüzde 20'lere ulaşması bunun en önemli göstergesidir (Alp, 2000: 87).

İkinci Dünya savaşı sonrası dönemde bir yandan dış ticaret artmış, bir yandan da devletlerin toplumsal hayata müdahale alanları genişlemiştir. Savaş öncesi kamu harcamaları GSYİH'nın yüzde 20'si civarındayken, 1990'lı yılların ortalarında bu oran yüzde 47 dolayındadır (bu oran ABD için yüzde 9'dan yüzde 34'e, İsveç için yüzde 10'dan yüzde 69'a, Hollanda için yüzde 19'dan yüzde 54'e çıkmıştır). Kamu harcamalarındaki artıştaki en önemli etken, sosyal harcamalarda ve gelir transferlerindeki artışlar olmuştur (Toprak, 2001: 23).

Bu dönemde daha önce hiç görülmemiş uzunlukta istikrarlı bir dönem yaşanmıştır. Gelişmiş ekonomilerde, yüksek büyüme hızı, düşük işsizlik ve enflasyon oranları, depresyonların, işsizlik ve konjonktür dalgalanmalarının Keynesyen politikalar sayesinde sona erdiğini düşündürecek kadar iyimser bir hava yaratmıştır (Kazgan, 2000, 92).

Kapitalizmin 1950'lerde sonra tarihinde az rastlanan bir gelişme süreci yaşamasının nedenlerini şöyle sıralayabiliriz (Gerek, 1999: 43):

- Dünya ölçeğinde ekonomik büyüme oranlarındaki hızlı yükselme,
- Gelişmiş ülkelerinde kapasite kullanım oranlarının yükselmesi,
- Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yatırımların artması,
- Uluslar arası işbölümünde uyumlu işbirliğinin gerçekleşmesi,
- Ortalama enflasyon oranlarının çok düşük olması,
- ABD'nin dünya ekonomisi içinde belirleyici bir konum kazanarak uluslararası para sisteminde istikrarın sağlanması.

Bu dönemde gelişmiş ekonomilerde yaşanan istikrar aşağıdaki tablodaki verilerden izlenebilir.

Tablo 1. 1961-1970 Döneminde Gelişmiş Ekonomilerde Bazı Ekonomik Göstergeler (Ortalama)

	GSYİH'daki artış(%)	İŞSİZLİK(%)	ENFLASYON(%)
ABD	3.8	4.2	3
AT-12	4.8	2.3	4.4
JAPONYA	10.5	1.2	5.4

Kaynak: Kazgan, 2000 s.99

Savaş sonrası dönemde uluslararası ticaret hızla artarken, ülkelerin dış ticaret işlemlerindeki dengesizlikler de (bazı ülkeler dış açık verirken, bazı ülkelerin dış fazla vermesi) artmış, mali piyasalarda sermayenin yeniden dolaşımını sağlamak için yeni finansal mekanizmaları gündeme getirmiştir. Mali piyasaların bu işlevleri

sonucunda günümüzde, Japonya ve diğer Pasifik ülkelerinin ticaret fazlaları ABD'deki ticaret açıklarının kapatılmasında ve özel sektörün kredi ihtiyaçlarının karşılanmasında önemli rol oynamışlardır. ABD finans kurumlarının uluslararası fon hareketlerine aracılık yapmak amacıyla, önemli finansal merkezlerde faaliyet gösterme eğilimini diğer gelişmiş ülkelerin mali kurumları da takip etmiştir. Yabancı mali kurumlar, bu sayede hem kendi ülkelerindeki müşterilerinin hem de kendilerinin sahip olduğu fonlara cazip yatırım imkanları aramaktadırlar (Alp, 2000: 89).

İkinci Dünya Savaşı sonrası gerek uluslararası ekonomik kuruluşlar ve müzakereler yolu ile, gerekse nüfusunun artışı, ulaşım ve iletişimi kolaylaştıran teknolojik gelişmeler sonucunda ticari ilişkiler yoğunlaşmıştır. Ayrıca soğuk savaşın sona ermesiyle planlı ekonomi sistemine tabi birçok ülkenin serbest piyasa ekonomisine yönelmesi de uluslararası ticareti arttıran önemli unsurlardandır (DPT, 2001).

Serbest ticaret normlarını bütün dünyada egemen kılmayı amaçlayan ve GATT müzakerelerine taraf ülkelerin onayıyla 1995'te yürürlüğe giren Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) Kuruluş Anlaşması ve eki anlaşmalar (Uruguay Turu Raundu Nihai Senedi) küreselleşmenin kurumsallaşması yönünde atılan önemli adımlardır. Dünya mal ve hizmet ticaretinde artış yaşanmasının sebepleri arasında GATT/DTÖ, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların çalışmaları ile gümrük duvarlarının indirilmesi ve korumacılık politikalarından vazgeçilmesi ve serbest dış ticaret politikasının benimsenmesidir (DPT, 2001).

Bunun yanında uzmanlaşma ve karşılaştırmalı üstünlükler modeline göre üretim yapılması ülkelerarası ticareti hızlandıran bir diğer etkidir.

1.2.1.2. Teknolojik Gelişmeler

Globalleşmeye yol açan ikinci önemli etken teknolojik gelişmelerdir. Yeni bilimsel keşifler ve bu keşiflerin üretimde uygulanması olarak tanımlanabilecek

“yaratıcı yenilikler”(innovation) verimliliğin artmasına yol açmaktadır. Teknolojik gelişme, her çağda değişimin temel dinamiği olduğu ifade edilebilir (Şaylan, 1995: 97).

Telekomünikasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler bir yandan finansal işlemleri hızlandırırken bir yandan da klasik işlem sistemlerinde mevcut olan bürokrasiyi devre dışı bırakmakta, işlemlerle ilgili bilgi ve belgelerin depolanmasını ve izlenmesini mümkün kılmakta sonuçta işlem güvenliği artarken işlem maliyetleri de azalmaktadır. Bu alanda son yirmi yıl içinde meydana gelen değişimler sonucu bilgi iletimi ve işleme maliyetinde yüzde 98 bir azalma meydana gelmiştir (Alp, 2000: 105). Maliyetlerde meydana gelen bu düşme sonucunda uluslararası finansal hareketleri motive etmiştir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi globalleşmeyi, globalleşme de liberalleşmeyi hızlandırmıştır. Bu süreç içerisinde teknolojik gelişmelerin rolü çok değişik araçları ortaya çıkararak işlem maliyetlerini azaltması ve bilgi edinmeyi kolaylaştırmak biçiminde olmuştur. Zaten, teknolojik gelişmeler globalleşme sürecinde, sermaye birikiminin hızlanmasından sonra ikinci bileşeni olarak adlandırılmaktadır. Yani, bir yandan, uluslararası yatırım ve ticaretin artması sermaye birikimi ile ilgili değerlendirilirken, diğer yandan da bilgisayar kullanımının yaygınlaşması, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanması ve maliyetinin azalması teknoloji faktörü ile ilişkilendirilmektedir (Akdiş, 2000: 27).

Teknoloji, küreselleşme sürecinde yeterli koşul değildir; ancak olmazsa olmaz koşuldur. Günümüzde olağanüstü bir hızla ucuzlayarak yaygınlık kazanan enformasyon teknolojileri, uluslararasıdaki değişim/etkileşim sürecinde, küresel dönüşüm sürecini hızlandırmaktadır. Nitekim 1945 yılından beri, okyanus ötesi nakliye bedelleri yüzde 50; hava taşımacılığı maliyetleri yüzde 80; ve transatlantik telefon bedelleri yüzde 99 oranında gerilemiştir. 1999 Birleşmiş Milletler, İnsani Kalkınma Raporu’na göre, 1990 değerleriyle, New York’tan Londra’ya üç dakikalık

telefon görüşmesi bedeli, 1930 yılında 245 dolar iken, bu oran 1998 yılında 35 sent'e inmiştir (Bozkurt, 2000: 27).

Sermayenin Globalleşmesi Takas Sistemindeki (clearing system) gelişmelerle de destek bulmuştur. Çünkü, takas sisteminde gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde mali kurumlar arasındaki para ve menkul kıymet değiş-tokuşlarını mümkün kılıp güvence altına almıştır. Telekomünikasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler takas sisteminin daha güvenli ve daha hızlı işlemlerini sağlayarak piyasaları birbirlerine yaklaştırarak işlem hacminin artmasına zemin hazırlamıştır (Alp, 2000: 107)

1.2.1.3. Bretton Woods Sistemi'nin Yıkılması

Sermayenin globalleşmesinde dönüm noktası Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasıdır. 1929 krizinden en güçlü ekonomi olarak çıkan ABD İkinci Dünya Savaşı sona ermeden, yakalamış olduğu bu büyüme trendini devam ettirmek amacıyla, dünya ticaretini serbestleştirecek ve savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını kolaylaştıracak uluslararası mali sistemin oluşturulması girişimleri sonucu Bretton Woods Sistemi kurulmuştur (Seyidoğlu, 2001: 536).

Sabit kur ve sermaye kontrolüne dayanan bu sistem, kur dalgalanmalarını engelleyerek, ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin istikrarını sağlamıştır. Aynı zamanda sermaye hareketlerine getirdiği sınırlamalarla kısa vadeli spekülasyon sermayenin dolaşımını engellemek, finans piyasalarındaki dalgalanmaları kontrol altında tutmak, esas olarak da bu dalgalanmaların uluslararası krizlere yol açmasına engel olmayı amaçlamıştır (Somçağ, 2001: 154).

Bu dönemde, uluslararası mali piyasalar, sermaye ve döviz kontrolleri sayesinde, uluslararası rekabette önemli ölçüde arındırılmıştır. Sermaye ve döviz kontrolleri ile güdülen amaçlar da, esas itibarıyla, kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerinde yapabileceği istikrarsızlıkları önlemektir. Bretton Woods

sisteminin yürürlükte olduğu dönemde, uluslararası sermaye hareketlerinde kamusal işlemlerin ağırlığı mevcuttu. Bu dönemdeki işlemler, sermaye piyasalarında değil, bankalar ve ülkeler arasında ikili kredi anlaşmaları şeklinde gerçekleşmekteydi. Kamusal işlemlerin yanında sınırlı da olsa gerçekleşen özel sektör işlemleri de yine bankalar kanalıyla yapılmaktaydı. Söz konusu dönemde sermaye piyasalarının entegrasyonunu engelleyen en önemli neden, bu piyasalarda yerel kurumlar ve özellikle kamu finansmanına tanınmış olan ve uluslararası rekabeti bozan ayrıcalıklardı (Alp, 2000: 79-80).

Bretton Woods sisteminin işleyişi boyunca, genel olarak mali piyasaların ve özellikle sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve bu piyasalarda bilgi üretiminin ve kullanımının etkin olmaması, diğer bir deyişle, işlemlerin serbest piyasa mekanizması çerçevesinde gerçekleşmesinden ziyade çoğunlukla kontrollü olarak yapıyor olması döviz ve uluslararası ödemelerde krizlerin ortaya çıkmasını sınırlandırmıştır. Bununla beraber, Bretton Woods'un ülkeler arası ödemeler sistemine bir düzen getirmiş olması, uluslararası ticaretin artmasına ve sermayenin globalleşmesine zemin hazırlamıştır. Ancak, 1970'li yılların başına kadar ülkelerarası sermaye hareketleri kontrollerinin ve mali kurumlarla ilgili sınırlamaların olması, globalleşmenin ivmesini sınırlı tutmuştur (Alp, 2000: 80).

1970'li yıllarda ABD'nin dış açıklarının, dolara olan güvensizliği arttırmasıyla birlikte dünya pazarlarında altın ve hammaddeler üzerinde büyük spekülasyonla başlayan sarsıntı, Bretton Woods sisteminin sonunu hazırlamıştır (Kazgan, 2000: 93).

1971'de ABD'nin Bretton Woods sisteminden tek taraflı olarak ayrılması, dünya ekonomisi içerisinde doların akışının denetlenemez hale gelmesi sonucunda yeni bir dönem başlamıştır. Bu dönemden itibaren sabit kur sisteminden vazgeçip döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması belirsizliği arttırmıştır. Bu dönemde, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra üretimde istikrarlı büyüme gösteren dünya ekonomik faaliyetlerinde durgunluk ortaya çıkmıştır (Nair, 2000: 63).

Bu dönemde petrol fiyatlarındaki aşırı artış petrol ihracatçısı ülkelere (OPEC) büyük bir gelir transferine yol açınca, petrol ithal eden ülkelerde durgunluk artmıştır (Kazgan, 2000: 93).

Uzun dönemli ekonomi büyümenin sonuna doğru ortaya çıkan karlılık ve büyüme hızındaki düşüşün yarattığı makro ekonomik etkiler (özellikle ABD ekonomisinin görece üstünlüğünün zayıflaması) sistemin temel taşı olan dolara endeksli sabit kur sisteminin sonunu hazırlamıştır. Bu durumda uluslararası ticaret yapan şirketlerin kur riskine karşı vadeli işlemlerle korunması gündeme gelmiştir. Doğal olarak bu ülkeler arasındaki para transferlerinin mal ve hizmet akışına bağlı olmaktan çıkarılmasını, yani sermaye kontrollerinin kaldırılmasını gerektirmiştir (Somçağ, 2001: 156).

Bretton Woods sistemi, uzun dönemli istikrarlı büyüme uğruna sermayenin kısa vadeli spekülasyon kazançlarından vazgeçmesini gerektiriyordu. Sermayenin bu fedakarlığı yapabilmesi için istikrarlı büyüme dönemlerindeki kar oranlarını belli bir seviyede tutulmasını gerektiriyordu. Gelişmiş ülkelerde artan durgunlukla birlikte getirisi azalan sermaye kendisini riskli olsa uluslararası portföy yatırımlarına yöneltti (Somçağ, 2001: 155).

1.2.1.4. Finansal Serbestleşme

Sermayenin globalleşmesine zemin hazırlayan ve teorik alt yapısını oluşturan en önemli kavram olan finansal serbestleşme; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir (Durusoy, 2001).

Serbestleşme ile sürekli olarak birlikte kullanılan deregülasyon kavramı da son yıllarda yaşanan süreci ifade etmekte kullanılmaktadır. Serbestleşme hareketleri öncelikle sanayileşmiş ülkelerde başlamış olmakla birlikte, 1980 sonrası birçok gelişmekte olan ülke de bu sürece katılmıştır.

Serbestleşme ve deregülasyon adı altında atılan adımlar genel başlıklar olarak aşağıdaki şekilde sıralanabilirler (Alp, 2000: 94):

- Döviz kurlarının serbest piyasa mekanizması tarafından belirlenmesi,
- Faiz oranları ve krediler üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve fon arz ve talebinin serbest piyasa mekanizması tarafından yerine getirilmesi,
- Uluslararası sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların kaldırılması,
- Mali piyasaların alt sektörleri(bankacılık, sermaye piyasaları ve sigortacılık) arasındaki sınırların önemli ölçüde gevşetilmesi ve ortadan kaldırılması,
- İkinci el piyasalarda(borsalarda) yapılan işlemlerle ilgili olarak, aracı kurumların müşterilerine tahakkuk ettirecekleri komisyonların serbest bırakılması,
- Çeşitli ülkelere ait mali kurumların gerek şube açarak, gerekse mali kurum satın alarak diğer ülkelerin piyasalarına girişin kolaylaştırılması ve mali piyasalarda kurumsal bazda rekabetin artması,
- Piyasaların giderek düzenlemelerden arındırılması ve piyasa kontrollerinden ziyade, piyasada faaliyet gösteren mali kurumların sermaye

yapılarını güçlendirici düzenlemelere ağırlık verilmesi ve böylece piyasaların giderek serbest piyasa mekanizmasına terk edilmesi.

Mali piyasalar globalleştikçe, hükümetler mali piyasalara çeşitli kısıtlamalar getiren düzenlemeleri ya tamamen ya da bu kısıtlamaları gevşeterek liberalizasyona yönelmekte ve sonuçta bu eğilimler mevcut trendi daha da hızlandırmaktadır.

Mali piyasalarla ilgili liberalizasyona ve deregülasyon gidilmesinin birçok nedeni olmakla birlikte, daha çok aşağıdaki durumlar hedeflenmektedir (Davis, 1995: 27):

- Mali piyasalarda rekabetin artırılması ve böylece sermayenin ve finansal hizmetlerin maliyetlerin düşürülmesi,
- Yatırımcı kesimlere fon sağlama imkanlarının yanı sıra tasarrufçu kesimlerinde yatırım alternatiflerinin artırılması,
- Mali piyasalarda fiyatların ve sermaye dağılımının daha etkin hale getirilmesi,
- Sınırların kaldırılması konusunda ulusal ve uluslararası düzeyde katılımcılardan gelen baskılar,
- Mali piyasaların ulusal ve uluslar arası düzeyde daha rekabetçi hale gelmesinin sağlanması,
- Yeni koşullara ve yeni finansal yeniliklere açık olması,
- Gerektiğinde kamunun daha rahat fon yaratabileceği gelişmiş sermaye piyasasına sahip olması,

- Uluslararası sistemde yer alıp, yatırımlar için gerekli sermayenin sağlanması.

Mali piyasaların serbestleşmesi sonucu sermaye piyasalarında etkinliğin artması ve maliyetlerin azalması ülke ekonomilerinde çeşitli olumlu etkiler yanında, ciddi bunalımlara da yol açmaktadır. Liberalizasyonun olumsuz sonuçlarını şu şekilde sıralayabiliriz (Alp, 2000: 96-97):

- Piyasalardaki (reel ve finansal sektör) fiyat dalgalanmalarını arttırması,

- Sistemik risklerin yükselmesi,

- Bir bütün olarak iktisat politikalarının etkinliğinin azalması ve ekonomilerin yönetilebilir olmaktan çıkması,

- Geçiş döneminde, reel sektörün yeni sisteme ayak uydurması finansal sisteme göre daha fazla zaman alacağından, enflasyon ve ödemeler dengesi problemlerinin söz konusu olması.

Finansal liberalleşmenin kuramsal dayanağı, Neo-klasik yaklaşımdır. Bu yaklaşım, yatırımlara finanse edecek düzeyde tasarrufun olmadığı ülkelere yabancı tasarrufların girişiyle yatırım ve büyüme için yeni kaynakların yaratılabileceğini öngörür. Sermayenin önündeki engeller kaldırıldığında, kaynaklar sermaye kıt, dolayısıyla faydalarının yüksek olduğu ülkelere yönelecektir. Bu ülkelere sermaye girişleri, farklı piyasalarda yatırımların getiri oranları eşitlenmesine kadar sürecektir. Neo-klasik bakış açısına göre, finansal serbestleşmenin kaynak tahsisini ve gelir dağılımını düzeltici etkiler yaratması beklenir. Kaynak tahsisi sürecinde, her türlü devlet müdahalesinin kalkması ve bu işin piyasa mekanizması tarafından gerçekleştirilmesinin etkinliği arttıracağı düşünülür. Finansal piyasalar, fon arz ve talebi arasında gerekli koordinasyonu sağlayarak, doğru yatırım kararları verebilmek

için gereken bilgileri toplar ve böylece ellerinde fon fazlası olanlar doğru yatırım projesini seçebilirler. Böylelikle kaynakların etkin dağılımı sağlanmış olur (Çaşkurlu, 2001: 164).

Finansal liberalizasyon konusunda özellikle 1970'lerden sonra başlayan teorik tartışmalar bu konuda farklı görüşlerin ve ekollerin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Bu yaklaşımlardan en fazla söz edilen finansal liberalizasyonu savunan ve Neo-klasik özellikteki McKinnon ve Shaw'ın görüşleridir. Bu kuramı eleştiren yaklaşımlar ise; Neo-Keynesyen ve Yeni Yapısalcı yaklaşımlardır. McKinnon ve Shaw ortaya koyduğu görüşleri ve bu görüşlere yapılan eleştirilerin dayanak noktalarını belirginleştirmek, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde yol açtığı krizlerin nedenlerini anlamada yol gösterici olacaktır.

1.2.1.4.1. McKinnon ve Shaw Hipotezi (Finansal Baskılama Kuramı)

Neo-klasik Teorinin Stanford ekolüne mensup McKinnon ve Shaw, 1973'te ortaya attıkları görüşlerle, özellikle tasarruf açığı olan gelişmekte olan ülkelerde, faiz oranlarının serbest kalması sonucu tasarruf düzeyi yükselecek, sermaye birikimi hızlanacak, yatırımlar miktar ve etkinlik açısından arzu edilir bir düzeye gelecek ve büyümenin finansmanı kolaylaşacaktır. Bu yaklaşım görüşlerini ülkelerde piyasaların serbest işleyişi önündeki engellerin kaldırılması ve faiz oranları üzerindeki baskılamanın (repression) kalkması etkinliğin sağlanacağını ifade eden Baskılama Yaklaşımı ile açıklamaktadır. Bu durumda, zaten kaynak ihtiyacı had safhada olan ülkelerde en iyi yolun finansal liberalizasyon yoluyla kaynak tahsisi en etkin kılmak olduğunu ifade etmektedirler. Böylece ülkelerin finansal alanda kalkınmaları ile ekonomik büyümeleri sağlanmış olacaktır (Taş, 2001: 1).

Finansal Baskı kuramına göre; gelişmekte olan ülkelerde devlet finansal piyasalara müdahale ederek bu piyasaları baskı altında tutmakta; faizlerin suni olarak düşük seviyelerde gerçekleşmesini sağlamak ve kredi tahsisatına doğrudan müdahale etmektedir. Bu sürecin bir sonucu olarak, toplam tasarruf hacmi

gerekenden daha az oluşmakta; krediler de etkin olmayan bir tarzda tahsis edilmektedir. Çünkü tasarruf yetersizliği nedeniyle oluşan kredi talebi fazlalığı rant arayışını güçlendirmektedir. Bu da kredi tahsisatında yolsuzluğa ve verimsizliğe neden olmaktadır (Emek, 2000: 60).

Ekonominin etkin işleyebilmesi için devlet finansal piyasalara müdahale etmemeli; mevduat ve kredi faizleri piyasa koşullarında oluşturulmalıdır. Diğer bir deyişle faiz hadleri mevduat ve kredi pazarlarındaki arz ve talebi dengeleyen rekabetçi bir fiyat şeklinde olmalıdır. Baskı altında düşük tutulan faizler nedeniyle, önceden verimli olmayan yatırımlara (altın, gayrimenkul gibi) giden tasarrufların finansal sisteme girmesiyle, toplam yurt-içi kaynak hacmi artacaktır (Emek, 2000: 64).

1.2.1.4.2. Finansal Baskılama Kuramına Eleştiriler

Finansal Baskılama Yaklaşımına eleştiriler getiren Neo-Keynesçi görüş, yatırım ve tasarrufları gelir düzeyi ile bağdaştırır. Faiz oranlarındaki artış ile birlikte yatırım maliyetlerinin artacağına ve büyüme hızının yavaşlayacağına dikkat çekmektedir. Yapısalcı Görüş ise Neo-Klasik Yaklaşımın, serbestleşme sonucu finansal piyasaların gelişmesi, yeni finansal enstrümanların oluşması ve finansal aracılık işlemlerinin artacağı yönündeki varsayımını eleştirmektedir. Çünkü, bu aşırı mekanik ve soyut bir varsayımdır, nasıl olacağı açıklanmamıştır. İkincisi, bu gelişmelerin olabilmesi için gelişmekte olan ülkelerdeki politik ve kültürel koşullar dikkate alınmamaktadır. Son olarak, finansal serbestlik taraftarlarının, bankacılık sektörü dışında kalan finansal sektörün (informel sektör) verimli olmadığı varsayımı da doğru değildir. Çünkü gözlemler, bu piyasaların resmi piyasalara göre, kısıtlama ve düzenlemelerden bağımsız çalışması maliyet avantajı sağladığını işaret etmektedir. Bu ve benzer eleştiriler sonucunda finansal serbestleşme yanlıları, görüşlerinde bazı değişiklikler yaparak, finansal liberalizasyonun kademeli bir biçimde gerçekleştirilmesini önermişlerdir (Taş, 2001: 2).

1980 sonrası dönemde finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkileri olduğunu savunan Neo-Klasik görüşün yaygınlık kazanması ile birçok gelişmekte olan ülkede gerek iç ve gerekse dış finansal serbestleşme yönünde ciddi adımlar atmışlar ve finansal piyasalarını serbestleştirmişlerdir. Bu süreç sermayenin globalleşmesini hızlandırmıştır.

1.2.1.5. Menkul Kıymetleştirme

Sermayenin globalleşmesinin arkasında yatan en önemli etkenlerden bir diğeri de menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan, sermaye piyasasında farklı özelliklere sahip mali araçların ortaya çıkmasıdır.

Mali piyasalarda yaşanan liberalizasyon sonucunda piyasaların ulusal ve uluslararası düzeyde daha fazla katılımcıya kucak açması, bu piyasalardaki rekabeti arttırmış ve böyle bir ortamda mali kurumlar gerek tasarruf sahiplerinin gerekse yatırımcıların beklentilerini en üst düzeyde karşılayabilmek için birçok mali araç dizayn etmişlerdir. Aynı dönemde bilişim teknolojilerindeki olağanüstü gelişmelerin yaşanması, gerek mali araçların dizaynı ve gerekse bu araçların pazarlanmasında oldukça iyi bir altyapı oluşturmuştur (Alp, 2000: 90).

Uluslararası finansal aktivitelerin artması esas itibariyle savaş sonrası dönemdeki ticaretin artmasından kaynaklanırken, finansal yenilikler, direkt ticaret ve yatırımlarla ilgili olmamakla birlikte, bu finansal aktivitelerin artmasına önemli katkıda bulunmuştur. Özel uluslararası finansal akımların gelişmesi, uluslararası döviz piyasaları ve özel doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla doğrudan bağlantılı olan eurocurrency, eurobond ve uluslararası hisse senedi piyasalarının ortaya çıkmasına yol açmıştır. Bu piyasalar, fon arz ve talebinde bulunan değişik ülkelere ait firma, banka, kamu kurumu ve bireysel yatırımcıların bir araya geldiği piyasalardır. Eurocurrency piyasasında döviz cinsinden bankalara yatan paraların döviz kredisi olması söz konusu iken, eurobond piyasalarında, bir ülke parası cinsinden çıkartılan tahvillerin, dış ülkelerde pazarlanması söz konusudur.

Uluslararası hisse senedi piyasasında ise, hisse senedinin çıkarıldıkları ülke dışında işlem görmesi söz konusudur (Sayılgan, 1998: 7).

1970'li yılların ortalarından bugüne kadar, global fonlara hücum etmeyi cazip kılan faktörler ortaya çıkmıştır. Sabit döviz kuru sisteminin çökmesi, farklı ve yüksek ekonomik büyüme ve enflasyon oranlarının ortaya çıkması, finansal piyasaları daha hareketli, finansal kararları daha karmaşık ve fakat daha karlı getirmiştir. Bu araçlardan bazıları değişken oranlı menkul kıymetler, NIF (Note Issuance Facilities), future, option ve swap gibi türev menkul kıymetlerdir (Alp, 2000: 90).

Değişken oranlı menkul kıymetler, mali piyasalar açısından yeni bir dönemi ifade eden Bretton Woods sonrasının ilk finansal yeniliklerinden olup, 1970'li yılların başından itibaren kullanılmaya başlanmış ve gerek fon arz eden gerekse fon talep eden kesimler açısından sağlamış olduğu avantajlar nedeniyle klasik banka kredilerinin yerini almıştır (Alp, 2000: 91).

Sermayenin globalleşmesini teşvik eden diğer bir finansal yenilik de, 1981 yılından itibaren kullanılmaya başlanan 'Note Issuance Facilities'dir (NIF). Bu finansal araç aynı zamanda Euronot piyasasının gelişimini mümkün kılmıştır. Son yıllarda mali piyasalarda kullanılmaya başlanan finansal yeniliklerin birçoğu, hisse senedi benzeri getiriler ve haklar sağlayan borç senetleridir. Bu tür menkul kıymetlerin ihracında da son yıllarda önemli artışlar gözlenmektedir. Türev menkul kıymetlerin çok önemli bir finansal yenilik olarak ortaya çıkması ve bu menkul kıymetler piyasasının gelişimi yine 1980'li yıllardan sonra ortaya çıkan bir gelişmedir. 'Future', 'option' ve 'swap' gibi türev menkul kıymetler, risklerden korunma aracı olarak kullanılabildiklerinden, diğer para ve sermaye piyasası araçlarının da kullanımını teşvik etmiştir (Alp, 2000: 93).

Sabit döviz kuru sisteminin çökmesiyle oluşan yeni riskleri yönetebilmek ve ortaya çıkan fırsatlardan yararlanabilmek için geliştirilen yeni finansal araçların,

gerek borç verenler gerekse borç alanlar tarafından kullanılması, sermayenin küreselleşmesine katkıda bulunmuştur. Örneğin, döviz kuru ve faiz oranı riskini minimize etmek için kullanılan bir finansal teknik olan 'swap', hukuki düzenlemeler ya da yüksek maliyetler nedeniyle piyasaya girişleri zor olan tarafların piyasaya girişlerini kolaylaştırmıştır (Alp, 2000: 93).

1.2.2. Sermaye Hareketleri

Mali piyasalarda 1970'li yıllarda başlayan küreselleşme öncelikle gelişmiş ülkelerde piyasaların bütünleşmesini sağlamış ve 1980 sonrası gelişmekte olan birçok ülke de bu yolu takip etmiştir. Bu dönemde liberal politikaların yaygınlık kazanması ve uluslararası kuruluşların da etkisiyle birçok gelişmekte olan ülke dışa açık ekonomi politikalarını uygulamaya koymuştur.

Sermayenin önündeki yasal ve kurumsal engellerin kaldırılması ve teknolojik gelişmelerle birlikte sermaye hareketlerinde büyük bir canlanma yaşanmıştır. Mali piyasaların küreselleşmesinin en önemli göstergesi ülkeler arası sermaye hareketleridir.

Sermaye hareketleri farklı biçimlerde sınıflandırılabilirler. Uluslararası ödemeler dengesi istatistikleri uluslararası sermaye hareketlerini dört ayrı kategoride ele almaktadır (Chuhan, 1996: 4):

- **Doğrudan Yatırımlar:** Özkaynak şeklinde genellikle uzun vadeli sermaye ve elde edilen kazançların yeniden yatırımı,
- **Portföy Yatırımları:** Kamu sektörü tahvilleri, diğer tahviller ve hisse senetleri,
- **Diğer Uzun Vadeli Sermaye:** Krediler, banka Mevduatları, diğer alacak ve borçlar,

➤ **Kısa Vadeli Sermaye:** Krediler, kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, diğer alacak ve borçlar.

Diğer bir sınıflandırmada da sermaye hareketleri üç ayrı başlık altında incelenmiştir (Seyidoğlu, 2001: 479).

➤ **Ticari Amaçlı Özel Mali Akımlar:** Bu tür sermaye akımlarının en belirgin özelliği; uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmasıdır. Bu tür akımlar dış yardım niteliğinde olmadıklarından resmi sermaye transferlerinden ayrılırlar. Ayrıca yabancı sermaye tarafından doğrudan üretime dönük yatırım biçiminde olmamaları nedeni ile de dolaysız yabancı sermaye yatırımlarından ayrılırlar. Uluslararası bankaların verdiği ticari krediler ve menkul kıymet işlemleri bu başlık altında incelenebilir.

➤ **Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları:** Bir firmanın üretime yönelik olarak bir başka ülkede üretim tesisi kurması, satın alması veya birleşmesi şeklinde gerçekleşen yatırımlardır.

➤ **Kalkınma Amaçlı Resmi Sermaye Akımları:** Ülkeler arasında kalkınma veya yardım amaçlı gerçekleşen akımlardır. Resmi fon akımları hibe veya kredi biçiminde olabilir. Krediler belirli bir vadesi olan ve faiz ile birlikte geri ödenmesi gereken fonlardır. Hibeler ise bağış niteliğindedir (Seyidoğlu, 2001: 696).

Bilimsel olarak daha farklı sınıflandırılabilen mali sermaye akımlarını çalışmamızda analizi kolaylaştırmak için vadeleri açısından sınırlandırmak daha faydalı olacaktır. Vadeleri bakımından sermaye akımlarını, “uzun vadeli sermaye akımları” ve “kısa vadeli sermaye akımları” olarak iki başlık altında ele alabiliriz.

1.2.2.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri bir yılı aşan banka kredileri ve uzun vadeli kalkınma kredileri ve doğrudan yatırımlardan oluşur. Bu tür sermaye uzun vadeye yayıldığından, gelişmekte olan ülkeler açısından kalkınmanın finansmanında çok önemli bir yere sahiptir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin önemli bir bölümünü oluşturan ve aynı zamanda ilgili ülkelere teknoloji ve yönetim tekniklerinin transferini de sağlayan yabancı doğrudan yatırımlar, özel sektör yatırımlarından oluşmakta olup, yatırım yapılan ülkelerin hem ulusal piyasalarda etkinliğin ve rekabetin artmasına katkıda bulunmakta hem de ilgili ülkelerin uluslararası rekabet gücünü artırıp bunların diğer ülke piyasalarına girişlerini mümkün kılmaktadır (Alp, 2000: 179).

Gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırımları açıklamaya yönelik çeşitli hipotezler geliştirilmiştir. Bunlardan en önemlileri şu şekilde sıralanabilir (Seyidoğlu, 2001: 666):

➤ **Hammadde kaynakları:** Firmaların üretim maliyetlerini azaltmak amacıyla ürettikleri mamullerin hammaddesinin bulunduğu ülkelere yatırımlarını kaydırmasıdır. Bu sayede hem taşıma ve gümrük maliyetinden kurtularak karlılığın artırılması söz konusudur.

➤ **Faaliyetlerin Bütünleştirilmesi:** İlk aşamadan nihai ürün aşamasına kadar tüm faaliyetleri (dikey bütünleşme) veya aynı aşamadaki üretim faaliyetlerinin tek bir yönetim altında toplamının yararlı olduğu durumlarda (yatay bütünleşme) üretimde bütünleşmeye gidilir. Bu gibi durumlarda, Kindleberger'in işaret ettiği gibi, girdi sağlamanın güvence altına alınması veya belirli aşamaları farklı ülkelerde gerçekleştirilmenin maliyet avantajı yaratması gibi nedenler dolayısıyla üretim farklı ülkelerde yaygınlaştırılmıştır.

➤ **Aktarılmayan Bilgiler:** Firmalar üretimle ilgili sahip oldukları teknik bilgileri daima, patent veya lisans anlaşmaları biçiminde diğerlerine satabilirler. Fakat firmanın geliştirdiği üretim süreci veya ürün patenti kendi elinde bulundurmasını gerektiren bazı durumlar olabilir.

➤ **Ürünün Yaşam Dönemi Hipotezi:** Firmalar iç ekonomideki gelişmenin sınırına ulaşmalarıyla, bu piyasada daha fazla kar olanakları kalmaz. Kar artışını sürdürebilmesi için, daha az girilmiş bulunan rekabetin daha sınırlı olduğu yabancı piyasada üretim yapması gerekebilir.

➤ **İthalatçı Ülkenin Koyduğu Tarife ve Kotalardan Kaçınma:** Malları bir ülkenin piyasasında yoğun olarak talep edilen firmalar ithalatta konulan kota ve tariflerden kaçmak amacıyla, ithalatçı ülkeye doğrudan yatırım yapabilir.

➤ **Yurtiçi Kısıtlamalardan Kurtulma:** Bankalara ve bazı imalat sanayi alt sektörlerine ulusal piyasada kısıtlamalar konması uluslararası alana yayılmalarında önemli bir etkidir. ABD’de ve diğer sanayileşmiş ülkelerde bankacılık yasalarının getirmiş olduğu düzenlemeler, bunlardan kurtulmak üzere bankaları yurt dışında şubeler açmaya yöneltmiştir. Bunun gibi, ülkedeki çevre koruma standartlarının getirdiği sınırlamalardan kurtulmak isteyen imalat sanayi firmaları, üretim için çevre standartlarının düşük olduğu ülkeleri seçmişlerdir.

➤ **Ucuz Emek Faktörünün Kullanımı:** Emek ve doğal kaynak maliyetleri, ülkeler arasında değişmeler göstermesi, doğal kaynakların ve emeğin bol ve göreceli daha düşük maliyetli olan ülkelere yatırım yapılmasına yol açmıştır.

➤ **Monopol Avantajından Yararlanma:** Sınai örgütlenme teorisine göre, rakiplerin sahip olmadıkları üretim bilgi ve becerilerini elinde bulunduran firmalar iç piyasaya açılma bakımından daha avantajlıdır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri ülkelerin içinde buldukları ekonomik durumda etkili olabilir. Özellikle ekonomide istikrarın sağlandığı, yasal ve kurumsal düzenlemenin tam anlamıyla oturduğu, döviz kurunun ve enflasyonun istikrarlı seyretmesi doğrudan yatırımların yapılmasında belirleyici faktörlerdir.

Yabancı sermayenin ülkeye girişinde, yabancı sermayeye olan tutum ve yaklaşımlarda etkili olmaktadır. Yabancı yatırımlara karşı olan tavır 1960 ve 70'lerde özellikle çok uluslu şirketler, ulusal bağımsızlığa ve ekonomik kalkınmaya tehdit olarak görülmekteydi. 1980'lerde bu konudaki eğilimler tamamen değişmiş ve hatta yabancı yatırımların ülke ekonomisi için çok önemli bir kaynak olduğuna inanılarak bu pastadan daha fazla pay alma yarışı başlamıştır (Alp, 2000: 206).

Genel anlamda yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmasının altındaki etken ağırlıklı olarak, emek-yoğun mallarda ücretlerin daha düşük ve sosyal güvenliğin daha az geliştiği ülkelere yatırım yapılarak maliyetlerin azaltılmasıdır. Bunun yanında gelişmiş ülkelerde çevre bilincinin artması ile birlikte doğayı kirleten sanayi sektörlerinin, yasal engellerin daha az olduğu gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırımların artmasının diğer önemli bir nedenidir (Kazgan, 2000: 169).

Hangi sebeple olursa olsun doğrudan yatırımlar gelişmekte olan ekonomiler için gelir arttırıcı ve işsizliği azaltıcı bir unsurdur. Çünkü doğrudan yabancı yatırımlar, yöneldikleri ülkeye sermaye ve teknoloji ile uluslararası pazarlama ve yönetim teknikleri ve deneyimi taşımaktadırlar. Yabancı direkt yatırımlar, yukarıda sıralanan faydalarının yanında, dış borç yükü fazla olan gelişmekte olan ülkeler için, finansal rehabilitasyon ve ekonomik kalkınmanın hızlandırılması rolünü de oynamaktadır.

1.2.2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Doğrudan yatırımlar yanında, gelişmekte olan ülkelere yönelik ikinci en önemli uluslararası fon türü portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları 1990'lı yıllarda önemli düzeyde artış göstermiştir. Özellikle, ABD ve Japonya kaynaklı olan bu fonlar, gerek ulusal kalkınmaya ve gerekse yurt içi sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkıda bulunmakla birlikte, ülkelerin ekonomik dengeleri açısından bazı riskler de yaratabilmektedir. Bu riskler genellikle enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinin kötüleşmesi ve özellikle son yıllarda yaşanan şekliyle menkul kıymet borsalarının aşırı değerlenmesi şeklinde olabilmektedir (Alp, 2000: 180).

Kısa vadeli yatırımlar, esas itibariyle, finansman bonusu gibi kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır. Portföy yatırımları ise, gerek uzun gerekse kısa vadeli menkul kıymetlerin yanı sıra; kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları, kısa vadeli yatırımlara göre daha uzun vadeleri ifade etmekle beraber, içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması halinde, kısa vadeli yatırımlar gibi ülkeyi her an terk edebilmekte ve dolayısıyla ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere akan uluslararası fonların hacminde özellikle 1980'li yıllardan sonra önemli artışlar olmakla beraber, bu artışların bölgeler arasındaki dağılımı oldukça farklı düzeylerde olmuş ve esas itibariyle, siyasi ve ekonomik istikrar gösteren ülkeler daha fazla pay almışlardır. Portföy yatırımcılarının yatırım kararlarını belirleyen faktörleri şöyle sıralayabiliriz (UNCTAD, 1998:9):

- Piyasanın büyüme potansiyeli, piyasanın çekicilik düzeyini belirler,

- Yabancı yatırımcılar için (makro ekonomik istikrar gibi) elverişli bir ortamın bulunması gerekir. Özellikle, yatırımlardan elde edecekleri kazançları kendi ülkelerine tekrar döndürülebilmelerini sağlayacak serbestlik olmalıdır,
- Finansal bilgilerin ve bunların açıklamasına yönelik standartların yeterli, ulaşılabilir ve güvenilir olması gerekir,
- Politik istikrar ve iyi bir uyumazlıkların halli sistemi,
- Menkul kıymetler piyasasının kapsamlı bir şekilde düzenlenmesi gerekir,
- İstikrarlı kur sisteminin olması, yatırımcıların kur riskinden korunmasını, likit bir menkul kıymet piyasasının olması ise, gerektiğinde piyasadandan kolayca çekilebilmesini sağlar.

İkinci Dünya Savaşı sonrası çok uluslu şirketlerin doğrudan yatırımlarının artması ve uluslararası ticaret hacminin genişlemesi ile bağlantılı olarak artış gösteren sermaye hareketlerinin yapısı 1970'li yıllara gelindiğinde değişmeye başlamıştır. Başlangıçta sermaye hareketleri doğrudan yatırımlar veya uzun vadeli banka kredileri şeklinde ve çoğunlukla resmi kanallar vasıtasıyla gerçekleşmekteydi. Bretton Woods sisteminin yıkılması ile sermayenin önündeki yasal engellerin kaldırılması, teknolojik gelişmeler ve mali piyasalardaki araçların çeşitlenmesi ile kısa vadeli sermaye akımları artmıştır. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında yaşanan bu yakınlaşma ve bütünleşme, 1980 sonrası gelişmekte olan ülkelere de liberal politikaların benimsenmeye başlanması ile bu ülkelere kısa vadeli sermaye hareketlerinde büyük bir artış yaşanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler, gerek ülke içi tasarrufların yetersizliği sebebiyle yatırımları finanse edebilmek; gerekse üye oldukları kuruluşların dayatmaları

sonucunda mali piyasalarını liberalize ederek sermayeyi ülkelerine çekmeye çalışmışlardır. Bu çabalar sonucunda ülkeler kalkınma için can simidi olarak düşündükleri yabancı sermayeyi, uzun vadeli ve doğrudan yatırımlar şeklinden çok, kısa vadeli ve portföy yatırımları biçimiyle ülkeye çekmeyi başaramışlardır.

Vadelerin kısa olması ve her an nakde dönüştürülebilmeleri kısa vadeli kaynakların her an ülkeyi terk edebilecekleri anlama gelmektedir. Bu fonlar, çoğunlukla yatırım yapılan ülkenin parasına dönüştürülmüş olması, çıkış anında bu fonların yeniden dolar, mark ve yen gibi uluslararası geçerliliği olan dövizlere dönüştürülmesini gündeme getirecektir. Özellikle, yatırım yapılan ülkede herhangi siyasi ya da ekonomik olumsuzluğun ortaya çıkmış olması durumunda, ilgili ülke kısa vadeli fonların kaçışına maruz kalacak ve faiz oranlarını arttırsa bile bu fonların kaçışını dengeleyecek yeni fonları cezbedemeyecektir. Bu durumda, döviz kurlarını muhafaza edebilmek, ilgili ülkenin merkez bankasının yeterli döviz rezervine sahip olup olmamasına bağlı olacaktır. Yeterli rezerve sahip olunmaması halinde, dövize talep nedeniyle ilgili ülkenin parası değer kaybedecek ve olayın büyüklüğüne göre bu sorun mali piyasalara ve reel ekonomiye yansiyacaktır.

1990'lı yıllar gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının patladığı yıllar olmuştur. Dünya bankasının dünya borçlanma tablosuna göre gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları 1985 yılında 2,6 milyar dolardan 1994 yılı sonunda 67,1 milyar dolara ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarında bu denli bir artış yaşanmakla birlikte, bu artışların büyük bir kısmının belirli birkaç ülkeye yönelik olduğunu unutmamak gerekir. Bu ülkeler, Güneydoğu Asya ve özellikle 1991 yılı itibariyle Brezilya, Arjantin ve Meksika gibi Latin Amerika Ülkeleridir (Alp, 2000: 198).

1.2.2.3. Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, sermayeye getirinin yüksek olduğu alana yönelme imkanı tanıdığından, kaynak dağılımının uluslararası anlamda

daha etkin hale getirilmesine katkıda bulunmaktadır. Bunun aksine, sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalar da kaynak dağılımının etkinliğini yitirmesine ve sonuçta genel gelişme düzeyinin rasyonellikten uzaklaşmasına neden olmaktadır.

Yabancı sermaye geliştirmekte olan ülkelerin kalkınmasında ve büyümesinde çok önemli bir yere sahip olmakla birlikte, etkin yönetilmemeleri halinde ülke ekonomik dengelerini bozucu etkiler yaratmaktadır. Yabancı sermayenin ülke ekonomisine yapacağı etkide vade yapıları belirleyici olmaktadır. Uzun vadeli ve doğrudan yatırım şeklinde gerçekleşen sermaye girişleri, ülke ekonomisinde yatırımları finanse etmede, üretim ve istihdamı arttırmada önemli bir rol üstlenir. Bu tür sermayenin hareket kabiliyeti daha düşük olduğundan ülkede ani şoklar ve istikrar bozucu çıkışlara neden olmazlar. Aynı zamanda ülkeye yeni teknoloji ve yönetim tekniklerinin getirilmesi bakımından ekonomide dinamizmin artmasına yardımcı olurlar. Bunun yanında, kar transferlerinin fazla olması ve sektörde monopol oluşturma yolu ile doğrudan yatırımlar; ülkeden döviz çıkışının artması ve sektörel gelişimi engellemesi açısından ekonomiyi olumsuz yönden etkiler.

Kısa vadeli sermaye hareketleri ise, geliştirmekte olan ülke ekonomileri için ciddi bir risk oluşturmaktadır. Bu tür sermayenin ülkeye girişi ile mali piyasalarda fiyat yapısı bozulmakta, fiyatlar bir gösterge olmaktan çıkmakta, sermayenin ve döviz kıtlığını yansıtamaz bir konuma gelmektedir. Bu durum, döviz piyasalarında milli paranın aşırı değerlenmesine, faizlerin düşmesiyle sermayenin nispi kıtlığında azalma ekonomiyi yansıtılamamaktadır. Ayrıca sermayenin bollaşması ve ekonomiyeye satın alma gücü ilavesiyle, kısa sürede ülke ekonomisinde iyimser bir hava yaratmaktadır. Fakat sermayenin hareketlilik hızının yüksek olması ve ülke içindeki ve dışındaki ekonomik ve siyasi gelişmelere çok duyarlı hale gelmesi nedeniyle risk unsuru büyümektedir.

Gerek uzun vadeli ve doğrudan yatırımların gerekse kısa vadeli yatırımların olumlu ve olumsuz yönlerini şu şekilde sıralayabiliriz:

1.2.2.3.1. Yabancı Yatırımların Ekonomi Üzerinde Yaratacağı Olumlu Etkiler

Yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerindeki olumlu etkileri şu şekilde sıralayabiliriz (Alp 2000; 219):

➤ **Yatırımlar İçin İlave Kaynak Yaratması:** Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmaları için en çok ihtiyaç olan faktörlerden birinin sermaye olduğu dikkate alınırsa yabancı sermayelerin bu ülkelerin ekonomik gelişmeleri üzerindeki etkileri ortaya çıkar.

➤ **Ülkeye Teknoloji ve Bilgi Birikimi Getirmesi:** Özellikle doğrudan yatırımlar, ilgili ülkeye daha gelişmiş bir teknoloji, birikimli bir yönetim ekibi, gelişmiş üretim ve pazarlama teknikleri getirmektedir.

➤ **Ulusal İstihdam ve Gelir Seviyesindeki Artış:** Doğrudan yatırımlar yöneldiği ülkeler için daha fazla işgücü istihdamı ve daha yüksek gelir seviyesi demektir.

➤ **Gerek Firmaların Gerekse Bireylerin Finansman Talebinin Karşılanmasına Katkı:** Özellikle kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde ilgili ülkelerin mali piyasalarına akan fonlar çeşitli kesimlerin finansman talebinin karşılanmasına ve finansman maliyetinin düşmesine katkıda bulunmaktadır.

➤ **Mali Piyasaların Gelişmesi, Piyasaların Derinliğinin Artması ve Kullanılan Finansal Aracıların ve Finansal Tekniklerin Çeşitlenmesi:** Gerek kısa vadeli gerekse uzun vadeli yabancı finansal yatırımlar, gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalarının genişlemesi ve derinlik kazanmasına önemli katkılar sağlamaktadır. Esas itibariyle gelişmekte olan ülkeler gerekli tasarruf düzeyi ve bunun sonucunda mali piyasalarda ülkenin kalkınması için

gerekli kaynaklara sahip olmadıklarından yabancı yatırımlar bu konuda önemli rol oynamaktadır.

1.2.2.3.2. Yabancı Yatırımların Ekonomi Üzerinde Yaratacağı Olumsuz Etkilerler

➤ **Döviz Kurlarında Yaşanan Aşırı Değerlenmeler:** Gerek kısa vadeli, gerekse uzun vadeli sermaye ülkeye girerken, ülke parasına çevrilmesi döviz arzını arttırarak ülke parasına olan talebi arttırır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi anlamına gelen bu durum ülke ekonomisi üzerinde dış ticaret dengesinden başlayarak, birçok önemli etki yaratır.

➤ **Uluslararası Piyasalarda Yaşanan İstikrarsızlıklara Daha Fazla Duyarlı Hale Gelmek:** Ülkeler yabancı sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırdıkça, gerek ulusal piyasa katılımcıları diğer ülke piyasalarında işlemler yapmaya başlamakta; gerekse yabancı piyasa katılımcıları ulusal piyasalarda işlemler yapmaya başlamaktadır. Uluslararası mali piyasalarda yaşanan entegrasyon sonucunda bir ülkede meydana gelen istikrarsızlık veya herhangi bir olumsuz gelişmeden diğer ülkeler de etkilenmektedir. Özellikle sürü psikolojisi ile hareket eden kısa vadeli sermaye bu tür olumsuzluklara çok fazla duyarlı olması nedeniyle bir ülkede başlayan küçük bir tıkanıklık, kısa sürede diğer ülkelerde de etkisini göstermektedir (Alp, 2000: 223).

➤ **Ulusal Ekonomi Politikalarının Etkinliğinin Azalması:** Ticaret ve finansman ile ilgili uluslararası liberalizasyonlar ve sınır ötesi hareketlerin serbestleşmesiyle ülkelerin bağımsız bir ekonomi politikası takip etme olanağı sınırlanmaktadır. Bu nedenle, hazırlanan politikaların da uluslar arası sistemde yer alan diğer ülkelerle paralellik arz etmesi gerekir. Özellikle kalkınmasını yabancı sermaye ile finanse eden ülkeler, bu sermayeyi ülkelerinde tutmak ve daha fazla yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek amacıyla, hazırlanan politikalarda daha esnek davranmak durumundadırlar.

➤ **Mali Piyasalarda Aşırı Fiyat Artışları ve Dalgalanmalar:**

Gelişmekte olan mali piyasaların yeterince gelişmemiş ve derinlik kazanmamış olmaları göz önüne alındığında, uluslararası fonların bu ülkelere yönelmesi ile bu piyasalarda menkul kıymetlerin aşırı değerlenmesi söz konusu olacaktır. Genellikle kısa vadeli sermayeden oluşan bu fonların piyasadan çıkmaya başlamaları ise menkul kıymet fiyatlarının birden düşmeleri ile sonuçlanmaktadır.

➤ **Genel Fiyat Düzeyinde Yükselmeler:** Özellikle doğrudan

yatırımlarda yabancı sermayenin ülkeye girişi ile mal ve hizmet talebini artırması fiyatlar üzerinde yukarıya doğru bir baskı oluşturmaktadır.

➤ **Piyasalarda Rekabeti Bozucu Etkisi:** Gelişmekte olan

ülkelere doğrudan yatırım şeklinde giren yabancı sermaye ülkeye teknoloji ve bilgi girişi sağlar. Bunun yanında ülke içinde bu sektörün yabancı sermaye ile rekabet edecek düzeyde bulunmaması ve yabancı sermayenin sahip olduğu üstünlükler, piyasada serbest rekabeti engelleyerek, tekeli bir nitelik kazanması yol açar. Bu durum özellikle küçük ve orta ölçekte üretim yapan firmaları olumsuz yönde etkiler.

Yukarıda sıralanan maddelerde görüldüğü gibi yabancı sermayeden olumlu etkilerinin büyük çoğunluğu uzun vadeli doğrudan yatırımlardan sağlanırken; olumsuzluklar ise büyük ölçüde kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımlarından kaynaklanmaktadır.

1980 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerine serbestlik getirilmesiyle bu ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye, ilk aşamada bu ülke ekonomilerinde olumlu sonuçlar doğurmuştur. Gelişmekte olan ekonomiler, özellikle; 1980 sonrası dönemde hızlı büyüme ve makro ekonomik göstergelerde olumlu gelişmeler yaşamışlardır. Fakat yabancı sermayeyle gelişmelerini finanse eden bu ekonomiler, gelen yabancı sermayenin kısa vadeli oluşu ve getiri oranında

azalma veya riskin artması ile hızlı bir şekilde geri çekilmesi karşısında zor durumda kalmışlardır. 1994’de Meksika ve Türkiye, 1997’de Güneydoğu Asya, 1998’de Rusya ve en son 2001 yılında Türkiye, kısa vadeli sermaye hareketleri nedeniyle ciddi krizlerle karşı karşıya kalmışlardır.

Kısa vadeli sermayenin makro ekonomik dengeleri nasıl etkilediğinin açıklanması bu ülkelerin karşı karşıya kaldıkları krizlerin sebeplerinin anlaşılmasının kolaylaştırıcaktır.

1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri

Yukarıdaki başlıkta genel olarak yabancı sermayenin ülke ekonomisi üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Burada ise özellikle kısa vadeli yabancı sermayenin etkileri ayrıntılı biçimde incelenecektir. Bu tür sermaye hareketleri 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizlerin en önemli nedenlerinden biridir. Bu sebeple bu etkilerin ortaya konulması krizlerin açıklanmasında kolaylık sağlayacaktır.

1.3.1. Yatırımlar

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye çekebilmesi için sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırılması (Dış finansal liberalizasyon) yanında, iç piyasada da faiz önündeki engellerin kaldırılması (iç finansal liberalizasyon) ve faiz oranlarının serbest piyasada belirlenmesinin önünün açılması gerekmektedir. Bunun yanında sermaye girişinin hızlanması için iki etken ön plana çıkmaktadır. Yüksek faiz oranları ve sabit kur sistemi. Yüksek faiz oranları sermayenin reel getirisini artırırken, sabit kur sistemi yabancı sermayenin karlılığını güvence altına alarak hatta büyütürük ülkeye girişini hızlandırır.

1982 Borç krizinin ardından, kamu açıklarını iç borçlanma ile karşılayan gelişmekte olan ülkelerde, reel faizler gelişmiş ülkelerdekinden çok daha yüksekti.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte, bu ülkeler yabancılara daha iyi bir faiz arbitrajı sunarak çok miktarda fon çekebilmişlerdir. Faiz oranlarının yüksekliği reel yatırımları caydırırken, finansal yatırımları (plasmanları) özendirici bir rol oynar. Kısacası, yüksek faizler özel kesimin elindeki yatırılabılır fonları reel yatırımlar yerine spekülâtif faaliyetlere yönelmesine yol açar ve reel büyüme yerine “rant ekonomisi” olur. Böylece gelir yaratıcı üretken faaliyetler yerine, gelir yaratmadan sadece geliri paylaşan bir durum oluşur. Öte yandan, yükselen faizler kamunun borç yükünü daha da arttırmakta, kamu yüksek faizleri ödemek için yeniden borçlanmak zorunda kalmakta, borç stoku giderek büyümekte ve bu durum kamu tasarruflarının erimesine yol açmaktadır. Bu süreçte daha da yükselen faizler, kamu açıklarını arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde bütçenin büyük bir kısmı faiz ödemelerine ayrılır olmuştur. 1990 yılında Brezilya bütçesinin yüzde 77.5’i, 1995 yılında Türkiye bütçesinin yüzde 34’ü, 2000’de yüzde 48’i faiz ödemelerine ayrılmıştır (Çaşkurlu, 2001: 169).

Kısacası, yüksek faizler reel yatırıma gidebilecek özel sektöre ve kamuya ait tasarrufları düşürmekte, buna karşılık spekülasyonu özendirmekte ve devletin “faiz oranları” aracını kullanarak, yatırım kararlarını kalkınma hedefleri doğrultusunda yönlendirebilme gücünü elinden almaktadır.

1.3.2. Rekabet Gücü

Kısa vadeli sermaye girişlerinin diğer önemli bir etkisi, döviz bolluğu yaratarak, milli paranın reel olarak değerinin suni bir şekilde aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu durum, ithal mallarının iç piyasada görece olarak daha ucuz, ihraç mallarının ise görece olarak daha pahalı hale gelmesine yol açar. Bu durum sonucunda ihracatın azalıp ithalatın artması sonucunu doğurur ve dış ticaret açığı artar. Ayrıca giren dövizlerin yerli paraya çevrilmesi para arzını arttırarak iç talebi canlandırır. Bu hareketler kısa dönemli olduğundan yatırımlardan çok tüketimi arttırırlar (Yentürk, 2000: 29).

Yabancı sermaye girişlerinin yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açması, ithalatı cazip kılmasının yanı sıra, ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin üretimini ihracata yönelik üretime göre daha karlı hale getirir. Bu durum, sermaye girişleri yaşayan ülkelerin sadece içinde buldukları dönemde rekabet gücünün gerilemesiyle sınırlı kalmamakta, aynı zamanda toplam yatırımlar içinde ihracata yönelik yatırımları azaltarak, gelecekte de söz konusu ülkenin rekabet gücünün zayıflamasına neden olmaktadır (Çaşkurlu, 2001: 170).

1.3.3. Ekonominin Genel Dengesi

Ekonominin genel dengesi yurt içi üretim-tüketim veya gelir-harcama ile yatırım tasarruflardan oluşan iç dengeyle, ithalat-ihracat veya dış alem gelir-gider ile tamamlanan dengedir. Teorik olarak yatırımlar tasarruflarla karşılanır. Genel dengenin sağlanabilmesi için, tasarrufların yatırımları karşılaması gerekir. Genel denge eğer yatırım-tasarruf açığı bulunuyorsa bunun ne ölçüde yurtdışı kaynaklardan karşılanabileceğini gösterir.

Gelişmekte olan ülkelerde tasarruflar yetersiz olduğundan kalkınmayı finanse edebilmek için dış kaynağa ve finansmana gereksinin duyarlar. Yabancı sermayenin ülkeye girişi ekonomide hem arz hem de talep yönünde genişletici etkilerde bulunur.

Ülkeye giren kısa vadeli sermaye, yatırımları ve özellikle ihracata yönelik sektörleri finanse edebilirse, üretim ve ekonomik kalkınma istikrarlı olarak hızlanır. Ancak vade yapıları çok kısa olduğunda bu tür sermayenin üretimi finanse etmekten çok tüketimi finanse ettiği gözlenir. Tüketimin artması, yurt içi piyasaya yönelmesi halinde fiyatlar üzerinde yukarıya doğru bir baskı oluşturur ve enflasyon artar. Ancak özellikle döviz kuru nedeniyle ithal malların ucuzlaması, cari işlemler denginin açık vermesine yol açar.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin ülke içi tasarrufları arttıracığını savunan Neo-Klasik teorinin aksine gelişmekte olan ülkelere yabancı sermayenin girişinin artması tasarrufları değil tüketimi arttırmıştır. Bunun nedeni; sermaye girişinin ilk dönemlerde sağlamış olduğu üretim ve refah artışının yeni bir üst gelir grubu yaratması ve bu gelir grubunun tasarruf eğiliminin düşük olmasıdır. Ayrıca sermaye arzının faizleri düşürdüğü için, fazla sermayenin kıtlık fiyatını yansıtmaz hale gelmesi ve düşük faizin tasarruf potansiyelini zayıflatmasıdır.

1.3.4. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi ya da bilançosu ülkelerin dış ülkelerle belli bir dönemde yaptıkları mal, hizmet ve sermaye akımları gibi işlemler dolayısıyla elde ettiği gelirle ödemelerin durumunu ortaya koyar. Bir ülkenin ödemeler dengesi üzerindeki denge veya dengesizlik, ülkenin ödemeler yükündeki iyileşmeleri ya da bozulmaları yansıtır, dolayısıyla da çoğu zaman ülkelerin ekonomik itibarının bir göstergesidir (Seyidoğlu, 2001: 382).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ödemeler dengesi üzerindeki etkilerini üç aşamada ele alabiliriz. Birincisi kısa vadeli sermaye girişlerinin artması ödemeler bilançosu üzerinde ilk aşamada olumlu bir etki yapar. Giren sermaye miktarınca ödemeler bilançosunun sermaye hesabına gelir kaydedilir. Ancak bu sermaye girişi, döviz kurunda değerlenmeye yol açacağından ihraç mallarının fiyatı dış piyasada göreceli olarak artacaktır. Pahalı hale gelen ihraç malları sonucunda ihracat gelirlerinde bir azalma meydana getirecektir. Bununla birlikte kısa vadeli sermaye girişinin tüketim harcamalarını arttırması ve kurdaki düşme sonucunda ithal malları talebinde bir artış yaşanacaktır.

Kısaca, kısa vadeli sermaye ülkeye girerken ödemeler bilançosunun sermaye hesabında bir artış yaratırken, cari işlemler hesabı bu durumdan olumsuz etkilenecektir. Cari işlemler dengesi üzerindeki olumsuz etkinin büyüklüğü aynı

zamanda yurt içi marjinal tüketim eğilimi ve ithal mallara olan talep, gelir esnekliği ve marjinal ithal eğilimiyle yakından ilişkilidir.

Kısa vadeli sermaye girişi ve yerli paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi sonucu, ithal girdi kullanan sektörlerde üretim maliyeti düşer. Fakat kur değerlenmesi sonucunda ihraç mallar dış piyasada yükselir ve ithal mallar ucuzlar. Bu gelişme uluslararası rekabet gücünde bir azalma demektir. Gelişmekte olan ülkelerin ihracatının büyük bir bölümünü imalat sanayi oluşturur. Bu rakam 1999 Dünya bankası verilerine göre Türkiye’de yüzde 80, Kore’de bu oran yüzde 90, Singapur’da yüzde 80, Brezilya ve Endonezya’da yüzde 60 civarındadır (Yentürk, 2000: 29). Yerli paranın değer kazanmasıyla ilk aşamada düşen maliyetler, ithal nihai malları daha ucuz hale getirerek rekabeti bozması neticesinde bir çok sektörde üretimin azalmasına neden olur. Bu durum ihracatı azaltarak, ithalatın artmasına yol açar.

Üzerinde durulması gerek diğer önemli bir husus sermaye hareketlerinin vade yapıları dolayısıyla ülkeyi kısa sürede terk etmesi halinde ortaya çıkar. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik, politik veya spekülatif amaçla ülkeyi terk etmeye başlaması ödemeler dengesinde ciddi boyutlarda dengesizliklere yol açar. Finansal derinleşmenin yeterince sağlanamadığı gelişmekte olan ülkelerde bu durum çoğunlukla ekonomik krizlere neden olmaktadır.

1.3.5. Parasal Büyüklükler

Devletin ekonomiye müdahale etme ve kaynak dağılımını düzenleme araçlarından biri olan parasal büyüklükler, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte etkinliklerini kaybetmişlerdir. Kısa vadeli sermayenin girişi para arzını arttırmaktadır. Sermaye girişindeki artışın para arzındaki büyümeyi ne kadar etkileyeceği, sermaye girişindeki nedenlere bağlıdır. Yurt içi para talebi ve dış finansman ihtiyacı sermaye akımının miktarını belirliyorsa, para arzında büyüme zararsız kalır. Yurt içi para talebi, sermaye akımları tarafından belirleniyorsa, para

arzındaki genişlemenin kontrol edilmesi güçleşir. Para arzının artması enflasyon başta olmak üzere birçok sorunu beraberinde getirmektedir.

1.5.6. Döviz Kurları ve Enflasyon Üzerindeki Etkileri

Sermaye girişleri sonucunda ülkede döviz arzının artması ülke parasının değer kazanması sonucunu doğurur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişinin sürekliliğini sağlayabilmek için reel döviz kurunun değerli tutulması yeğlenir (Önder vd., 1993: 3). Reel olarak değer kazanan ülke parası dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta, fakat yüksek reel faizler ve düşük kur ayarlamaları sermayenin girişini hızlandırdığından dış ticaret ve cari işlem açıklarını kapatmaktadır.

Sermaye hareketlerinin ülkeye girişi ile para arzının artması enflasyonist baskıların artmasına yol açmaktadır.

Döviz kurudaki değerlenme ve enflasyon ülkenin dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkiler. Özellikle enflasyonun ticaret yapılan ülkelerdeki üzerinde seyretmesi ve döviz kurundaki nominal düşüşün enflasyon değerinin altında kalması ülkenin rekabet gücünü azalmasına yol açar (Önder vd., 1993: 3)

1.5.7. Kamu Politikalarının Yürütme Etkinliği

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte makro ekonomik istikrarsızlıkların artmasının yanında, devletin iktisat ve maliye politikalarını yürütme etkinliği de sınırlandırılmıştır. Piyasaların dışa açılması ve faiz oranlarının serbest bırakılması devletin makro ekonomik istikrarı sağlama fonksiyonunu azaltmıştır.

1.5.8. Fiyat Dalgalanmaları ve Krizler

Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, özellikle yeterince gelişmemiş sermaye piyasalarında, finansal varlıkların fiyatlarının oynaklığını artırır. Bu durum, spekülâtif balonların oluşmasına ve bu balonlar patladığında, ciddi ekonomik resesyona yol açabilmektedir. Spekülâtif balonlar patladığında, finansal kurumlar likidite sıkışıklığı ve ciddi finansal kayıplarla karşı karşıya kalırlar. Böyle bir ortamda, borçlanmanın maliyeti artar ve ekonomik belirsizlik ortamı ekonominin daha da baskı altına girmesine yol açar. Ayrıca finansal varlık fiyatlarındaki değişiklikler şok dalgalanmaları hızla diğer piyasalara (döviz, hisse senedi vb. menkul kıymet piyasalarına) aktarılır. Bu duruma “bulaşma”(contagion) adı verilir. Bir ülkeye karşı güvenlerini kaybeden yatırımcılar bulaşma etkisiyle aynı coğrafi bölgede bulunan, benzer ekonomik yapıya sahip olduğu ülkelerden, makro ekonomik göstergeler iyi olsa dahi çıkmaya başlayabilirler. Bu tür sürü davranışları yatırımcıların aynı bilgi kaynaklarını kullanıyor olmalarından ve asimetrik bilgiden kaynaklanmaktadır (UNCTAD, 1998: 14).

Portföy yatırımları sürecinde, rating kuruluşlarının yatırımcılara bilgi sağlamadaki rolleri büyüktür. Pek çok yatırımcı, özellikle kurumsal yatırımcılar kağıt ihraç edenlerin, büyük uluslar arası rating kuruluşlarının birinden bir kredi notu lamalarını bekler ve yatırım kararını öyle verirler. Hatta kurumsal yatırımcılar, bazı hallerde belli bir kredi notunun altındaki menkul kıymetlere yatırım yapmaktan men edilmişlerdir. Örneğin ABD emeklilik fonlarının sadece en yüksek üç rating kategorisinden birinde yer alan ticari kağıtlara yatırım yapabilirler (S&P rating sistemine göre AAA, AA, A grubunda olan kağıtlar) (UNCTAD, 1999: 40).

İhraç edilen bir menkul kıymetin risk derecesi yükseldikçe, söz konusu kağıda ait kredi ratingi düşer, bono faizlerinin alım satım marjı giderek artar. Tayland, G.Kore ve Endonezya'nın tam bir likidite krizi baş göstermişken, kredi notlarının yatırım derecesinden spekülâtif dereceye düşürülmesi ülkelerden daha fazla sermaye çıkışına neden olmuştur. Kredi notunun, başlayan kriz üzerindeki,

istikrarı daha da bozucu etkisi, rating kuruluşlarının belirleyici rolünü gözler önüne sermiştir.

Uluslararası rezervlerine oranla kısa vadeli dış borçların oranları yüksek olan ülkelerin, finansal krizlere çok yakın olduğu söylenebilir. Şimdiye kadar, finansal krizleri tanımlarken milli paranın değer kaybına, rezervlerin azalmasına bakılmaktayken, Rodrik sermaye hareketlerinde keskin bir ters dönüşü dikkate almaktadır. Buna göre, net özel sermaye akımları, GSYİH'nın yüzde 5 veya daha fazla bir oranda azalırsa, bir krizin ortaya çıkması muhtemeldir. Ayrıca rezerv seviyesi, reel döviz kuru, kredi genişlemesi, kamuya verilen krediler ve enflasyon gibi kriterlere önem verilirken, kısa vadeli dış borçlar ihmal edilmiştir. Rezervler içinde kısa vadeli dış borç oranı, potansiyel bir likidite sorunu gösterebileceği için, sermaye akımlarının ters dönmesiyle tetiklenebilecek bir finansal krizin işaretçisi sayılabilir. Bir likidite sorunu olabileceği düşüncesi, gelişmekte olan ülke piyasalarında kolaylıkla panik havası yaratabilmektedir. Bir ülkenin ne kadar kısa vadeli dış borcu varsa finansal krizlerinde o ölçüde şiddetli olacağı söylenebilir. Örneğin, GSYİH'nın yüzde 15'i kadar kısa vadeli dış borcu olan bir ülke, bir finansal kriz durumunda, bu miktarı yabancı yatırımcılara geri ödemek zorundadır (Rodrik-Velasco, 1999: 60-75).

Kısa vadeli sermaye hareketleri faizleri yükseltip kuru düşürerek, krizleri de beraberinde getirmektedir. Bir finansal kriz çıktığında, bunun faturasını en ağır şekilde ödeyenler, en alt gelir grubunda yer alanlardır. Asya krizi işsizliği Tayland'da ikiye Güney Kore'de üçe katlamıştır ve çalışanları ücretleri düşmüştür. Kriz nedeniyle 1998'de yaşam standartları Endonezya'da yüzde 25, Güney Kore'de yüzde 22 ve Tayland'da yüzde 14 oranında gerilemiştir (Stiglitz-Bhattacharya, 1999: 123).

İKİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLER VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

2.1. Ekonomik Kriz Kavramı ve Kriz Türleri

2.1.1. Ekonomik Kriz Kavramı

Etimolojik olarak Yunanca “krisis” kelimesine dayanan kriz kavramı, bir çok alanda yaygın bir kullanıma sahiptir. Yunanca ve Latince’de “karar vermek” anlamına gelen kriz sözcüğü, günümüzdeki kullanım anlamı, “bir süreçte ani dönüşüm noktası; ekonomi ve politika alanında istikrarsız ve tehlikeli bir durumu ifade eden dönem” olarak tanımlanmaktadır (Önder, 2001: 45). Kriz sözcüğü iki temel anlam içermektedir. Birincisi, “yıkıma götüren bir dönüşüm süreci” olarak tanımlanabilir. İkinci anlamı ile kriz yeniden yapılanma yolunda fırsatlar ve geçiş sürecini ifade eder (Yılmaz, 2001: 10).

Krizler beklenmeyen bir anda ortaya çıkan ‘tesadüfi krizler’ olabileceği gibi, daha önceden kestirilebilen ‘doğal krizler’ de olabilirler (Yılmaz, 2001: 19). Piyasalarda gerçekleşen ani bir düşüş veya spekülâtif gelişmeler tesadüfi bir kriz olarak nitelendirilebilir. Ancak sistemdeki öteden beri var olagelen aksaklıklardan meydana gelen krizler doğal kriz olarak değerlendirilebilir.

Ekonomik kriz, ekonomide aniden meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişmeler, buhran, bunalım gibi kelimelerle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır (Aktan-Şen, 2001: 1225). Bu kavram, ekonomide aniden meydana gelen ve makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ve tüketicileri ciddi anlamda etkileyecek sonuçlar ortaya çıkaran gelişmeler olarak tanımlanabilir.

Ekonomik krizler, farkı şekillerde ortaya çıkabilirler. Üretimde hızlı daralma, fiyatlar genel seviyesinde ani düşme veya yükselmeler, iflaslar, işsizlik oranında ani artış, hisse senedi piyasalarında çöküş, banka iflaslar örnek olarak gösterilebilir.

19. yüzyılın başlarından günümüze kadar bir çok ekonomik kriz meydana gelmiştir. Bu dönem öncesinde de krizler yaşanmakla birlikte, bu krizler daha çok kötü tabiat koşullarından kaynaklanan üretim kayıpları şeklinde kendini göstermiştir (Aktan-Şen, 2001: 1227).

1816-1929 arası sanayileşmiş ülkelerde yaşanan krizler incelendiğinde genel hatlar, üretimde hızlı daralma, fiyatlarda düşme, çok sayıda iflas, işsizlik oranında artma, ücretlerde gerileme, toplumsal gerginlikler ve genellikle ateşleyici olarak borsanın ya da banka sisteminin çökmesi şeklinde ortaya çıkar (Rosier, 1991:20).

20. yüzyılda dünya ekonomi tarihinde görülen krizler, nitelik olarak birbirinden önemli ölçüde farklılaşma göstermektedir. Bu yüzyılın başında meydana gelen krizler, daha çok ulusal ölçekte ve ya talep yetersizliği nedeniyle işsizliğe ve durgunluğa yol açmakta ya da talep fazlası yoluyla enflasyona veya ekonomik şişkinliğe neden olmaktadır (Toprak, 2001:39).

İkinci Dünya Savaşı sonrası mal ve hizmetlerin ülkeler arası dolaşımının artması ile birlikte ekonomik krizler nitelik değiştirmeye başlamış ve uluslararası bir yapıya bürünmüştür. Ülkelerarasındaki hammadde yarı mamul madde başta olmak üzere, mal ve hizmet ticareti arttıkça, krizler bu defa enerji krizi, petrol krizi şeklinde görülmeye başlamıştır.

1980'lere gelindiğinde, ülkelerarasında bir yandan mal ve hizmet akımlarının önündeki engeller kaldırılıp, ülkeler arasında kota ve tarifelerin olmadığı tam bir serbest ticaret hedeflenirken; diğer yandan üretime yönelik sermaye

yatırımları ve finans piyasalarında para-sermaye şeklindeki sermaye akımlarının önündeki engeller de kaldırılmaya başlanmıştır (Toprak, 2001:39).

Yirminci yüzyılda yaşanan ilk büyük krizi 1929'da başlayan Büyük Buhrandır. Bu kriz sanayileşmiş ülkelerdeki bankaların mali sıkıntılar ve iflaslarla yüz yüze getirmiş ve New York borsasında ani düşüslere neden olmuştur. harcamaların düşmesi ve daraltıcı politikalarla şiddetini arttıran kriz, kısa sürede diğer ülkelerde de etkisini göstermiştir. Bu dönemde ABD'nin GSYİH yaklaşık 1/3 oranında azalmıştır (Aktan-Şen, 2001-1228).

İkinci Dünya Savaşı'nı takip eden yıllarda istikrarlı bir büyüme süreci yaşayan sanayileşmiş ülkeler 1970'li yıllarda ikinci büyük krizle karşı karşıya gelmişlerdir. Petrol İhraç eden ülkeler(OPEC)'in petrol fiyatlarını arttırması ile başlayan kriz, işsizliği ve borç yükünü arttırarak stagflasyon ve dış ticari ilişkilerin azalmasına neden olmuştur (Özgüven, 2001:58).

1980'li yıllara gelindiğinde, Bretton Woods sisteminin yıkılması ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda dış borçları artan gelişmekte olan ülkeler, çoğunluğunu banka kredileri olan borçlarını ödeme güçlüğü ile dış borç krizi yaşamışlardır.

1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların serbestleşmesi ve sermayenin hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ile birlikte yaşanan krizlerin sayısı artmıştır. Bu dönemde kriz yaşayan ülkeler, sermaye piyasasını serbestleştirmiş ve kriz öncesi dönemde yoğun sermaye girişinin yaşadığı ülkelerdir.

1990 sonrası yaşanan krizlerle daha önce yaşanan krizler arasında nedenleri, hızları, finansman araçları, etki alanları, büyüklüğü ve kapsamı açısından çeşitli farklılıklar göze çarpar. Bu farklılıkları şu şekilde sıralayabiliriz (Yay vd, 2001: 16).

Krizler arasındaki en önemli fark sebepleriyle ilgidir. 1990 öncesi yaşanan krizler daha çok reel ekonomiden kaynaklanan, mal piyasaları ve fiyatları yoluyla yayılan krizler şeklinde iken, 1990 sonrası yaşanan krizler mali piyasalarda başlayıp ekonominin bütününde yayılma eğilimi göstermektedir.

Diğer bir farklılık, krizlerin etki alanları ile ilgilidir. 1929 bunalımı global bazda yaşanan bir ekonomik kriz olmuştur. 1970'li yıllarda yaşanan 'enerji krizi' ise daha bölgesel düzeydeydi. 1990 sonrası yaşanan krizler, yayılma potansiyeli taşımakla birlikte daha bölgesel veya ulusal düzeylerde yaşanmıştır. Genellikle bir ulusal ekonomide başlayan ekonomik kriz, yoğun ekonomik ilişki içerisinde olduğu diğer ülkeleri de etkilemekte ve bölgesel bir krize dönüşebilmektedir. Bu tür krizlerin hemen hepsi gelişmekte olan ülkelere yaşanmış ve benzer aşamadaki ülkeler bu krizlerden etkilenmiştir.

Üçüncü farklılık ise, krizlerin finansman araçlarıdır. 1929 bunalımı öncesinde finansman aracı olarak daha çok devlet tahvilleri önemli iken, 1970 sonrası petrol ihraç eden ülkelerin petrol fiyatlarını arttırması sonucu oluşan fonlar, bankalar aracılığı ile gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Daha çok kamu kesimine dolar cinsinden verilen borçların aşırı artması ile birlikte ülkeler dış borç krizine girmişlerdir (Yay vd, 2001:17).

1990 sonrası ise finansman daha çok özel sektör menkul kıymet araçlarının artması ile bu alan kaymıştır. Özellikle gelişmiş ülkelere sigorta fonlarının yaygınlaşması ve kendi piyasalarında risklerinin ve getirilerinin düşük olması, buna karşılık gelişmekte olan ülkelere hem risklerin hem de getirilerin yüksek olması, fonların düşük getiri yerine tercihlerini riskli olsa da yüksek getirili ülke ve bölgelere doğru yapmaları, gelişmekte olan ülkelere akımı hızlandırmıştır. Gelişmekte olan ülkelere (özellikle Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerine) bu sermaye akımının temel nedeni faiz oranlarının yüksek olmasıdır. Bunun yanında bu piyasalardaki yapısal reformlar ve ekonominin gelişmesi sermayeyi çeken etken olarak değerlendirilebilir (Yay vd, 2001: 18). 1990 sonrası bu ülkelere yönelen sermaye

doğrudan yatırım olarak artış gösterse de kriz öncesi, portföy ve diğer kısa vadeli yabancı sermaye miktarında ciddi ölçüde artışlar yaşanmıştır. Artan bu yatırımların aniden yurt dışına çıkmaya başlamaları krizlere neden olmuş ve/veya krizlerin şiddetini arttırmıştır.

1990 sonrası yaşanan krizlerin diğer bir farkı ise, ülkelerin kendi içlerindeki krizlere gösterdikleri tepkilerdeki farklılıklardır. 1930 sonrası dönemde ülkeler yabancı piyasa ve sermaye bağımlılığını azaltmayı ve ithal ikameci dış politika ile dış yükümlülükleri azaltmayı düşünmüşlerdir. 1980 sonrası dönemde ithal ikameci politikalar yerine mali düzenlemeler ile kriz aşılmaya çalışılmıştır. 1990 sonrası dönemde ise parasal araçların daha çok kullanılmaya başlandığı gözlemlenmektedir (Yay vd, 2001: 19)

2.1.2. Ekonomik Kriz Türleri

Son yıllarda yaşanan ekonomik ya da finansal krizleri beş ayrı başlık altında ele alabiliriz:

2.1.2.1. Mali Krizler (Dış Borç Krizi)

Bir ülkenin dış borçlarını, (kamu kesimi veya özel kesim), ödeyememesi durumunu ifade eder(IMF 1998). Genellikle hükümetlerin moratoryum ilan ederek dış borçlarını askıya alması veya yeniden kredilendirmesi ile sonuçlanan bu krizlere en iyi örnek 1998 yılında Rusya’da yaşanan kriz örnek verilebilir. Rusya 17 Ağustos 1998 tarihinde özel dış borçları için doksan günlük moratoryum ilan etmiştir (Yay vd, 2001: 41).

2.1.2.2. Döviz Kuru (Para) Krizleri

Döviz kuru (para) krizi, bir ülkenin parasına yönelik spekülasyon atakları sonucu kısa süre içinde bir paranın değerinin düşmesine ya da bir ülkenin parasının

değerini döviz rezervlerinde büyük kayıplar veya faiz oranında hızlı bir yükselişle savunmak zorunda kalması durumunu ifade eder (IMF, 1998).

Piyasada spekülatif bir atağın başlaması ile birlikte, ‘bulaşma’ ve ‘sürü davranışı’ etkisi ile piyasadaki diğer katılımcılarda hızla yerli parasal aktiflerden yabancı para cinsinden aktiflere kaydırabilirler. Bu durum sabit kur sistemini benimseyen ya da döviz kurunu çapa olarak kullanan merkez bankasının döviz rezervlerinin erimesine veya devalüasyona neden olur (Parasız-Başoğlu, 2000: 142).

2.1.2.3. Bankacılık Krizleri

Genellikle bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve iflasları durumunu ifade eder. Böyle bir durumda mevduatlarının ödenmemesi korkusu ile mudilerin hesaplarını kapatmaya yönelmeleri krizin şiddetini artırır. Banka krizlerinin önüne geçebilmek için genellikle hükümetler bankalara el koyarak veya destekleyerek önlemeye çalışırlar. Bankacılık kesiminde başlayan bu panik kısa sürede ekonominin diğer alanlarına yayılabilir (IMF, 1998).

Ticari bankalar birdenbire piyasa aletlerinin(örneğin mevduat sertifikalarının) yenilenmeme olgusuyla ya da vadesiz mevduatlardan ani para çekişiyle karşılaşabilirler. Bu durum bankaların likiditesiz kalmasına ve muhtemelen borçlarını ödeme iktidarından mahrum kalmasına neden olabilir.

2.1.2.4. Sistemik Finansal Kriz

Mali piyasalarda ortaya çıkan, ve oradan ekonomik sisteme yayılan finansal sistemin çöküşünü ve dolayısıyla bu sistemin ödeme ve sermaye hareketlerine aracılık işlevini yerine getirememesine yol açan şokları ifade etmektedir (Alp, 2000: 265). Sistemik krizler bir para krizi içerebilirken, para krizleri her zaman finansal krizlere yol açmayabilirler (Demir, 1999: 65).

Sistemik finansal krizlerin temelinde likidite sorunları olmasına rağmen, farklı nedenlerden de bu tür krizler ortaya çıkabilir. Ülkenin borcunun rasyonel olmayan bir şekilde artması, mevduat sigorta sisteminin yol açtığı ahlaki tehlike, merkez bankasının likidite sağlamadaki başarısızlığı, öngörülemeyen şoklar ve banka iflasları bu tür krizlere yol açan etkenler arasında sıralanabilir (Özer, 1999: 34).

Sistemik Krizlerin temel özellikleri şöyle sıralayabiliriz (Marshall, 1998: 15-16):

- Bu tür krizler finansal piyasa orijinlidir, finansal piyasalarda ortaya çıkar veya yayılırlar
- Sistemik finansal krizler, yayılma (bulaşma) süreci içerisinde; bir ülke'de veya sektörde meydana gelen sorunlar, kısa sürede diğer sektörler veya ülkelere yayılırlar. Örneğin, Asya krizinde başlangıçta şirket iflasları Kore ve Tayland'da gözlenirken, bu durum kısa sürede diğer bölge ülkelerine yayılmıştır.
- Sistemik kriz sürecinde yatırımcılar piyasalara olan güvenlerini kaybederler ve likiditeyi keserler. Likiditenin kesilmesi firmaların durumlarındaki bir kötüleşmeden değil, yatırımcıları kendi düşüncelerinden kaynaklanır.
- Finans piyasalarında ortaya çıkan sistemik kriz kısa sürede yayılarak reel ekonomide çıktı ve etkinlik kaybına neden olur. Ekonomik faaliyetlerde bir azalma meydana gelir.
- Sistemik krizler politik müdahaleyi gerektirirler. Müdahalenin gerçekleşmesi, piyasadaki etkinsizliğin ve iflasların negatif dışsallığının önemli ölçüde artmış olması gerekir.

➤ Sistemik krizin diğere önemli bir özelliğı de tetikleyici bir olayın var olması gerektiğidir. Piyasada olumsuzluklar bilinmesine rağmen likidite sağlamaya devam eden yatırımcılar, bir bankanın batması veya siyasi bir olayı bahane ederek likiditeyi kesebilirler.

Yukarıda ifade edilen farklı kriz türlerinin ortaya çıkış sebepleri genel olarak aynıdır. Sürdürülemeyen ödeme dengesizlikleri, hisse senedi veya döviz piyasasında istikrarsızlık, finansal sektördeki yapısal bozukluklar neden olarak gösterilebilir (IMF, 1998). Bu görünürdeki sebeplerin altında yatan en önemli faktör ise hızlı hareket kabiliyetine sahip kısa vadeli sermayedir.

Finansal krizler, reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler yaratabilen ve piyasalardaki etkinliğı azaltan çöküşlerdir. Kriz bankacılık kesimine veya ülke parasına olan güvenin birden kaybolmasına, hisse senedi fiyatlarının düşmesine ve dış kredilerin azalmasına yol açar. Böyle bir ortamda kısa vadeli yabancı sermaye çıkışı ülke ekonomisini daha da güçsüzleşmesine yol açar (IMF, 1998).

2.2. Son Yıllarda Yaşanan Krizleri Açıklamaya Yönelik Teoriler

Krizler iktisat literatüründe en çok tartışılan konulardan biridir. İktisadi krizleri açıklamaya yönelik bir çok model geliştirilmiştir. Kapitalist süreçte yaşanan krizleri ve bunları açıklamayı amaçlayan teoriler ele alınması bu çalışmaya sığdıramayacak kadar geniştir. Burada sadece 1980 sonrası dönemde yaşanan krizleri açıklamaya yönelik teoriler ele alınacaktır.

1990 sonrası dönemde yaşanan krizler artıkça, bu krizleri açıklamaya yönelik teorilerin de sayısı artmıştır. Üretilen modellerin, bir sonraki krizleri açıklamada yetersiz kalması yeni teorileri gündeme getirmiştir. Çünkü krizlerin ortak özellikleri fazla olsa da birbirlerinin aynı olmamaktadırlar. Her ne kadar teorik modeller yetersiz kalsalar da, krizlerin nedenleri konusunda farklı anlayışa sahip

olsalar da, her bir krizlerin farklı boyutlarına dikkat çekmeleri bakımından önemlidirler (Yay vd, 2001: 23).

2.2.1. Kanonik Kriz Modeli (Spekülatif Atak Modeli)

İlk önce Paul Krugman tarafından ortaya konan (1979) ve daha sonra Flood ve Garber (1984) tarafından yeniden ele alınan Kanonik Para Krizi Modeli mal piyasasının davranışlarına benzer şekilde hareket etmektedir (Krugman, 1998: 2). Bu modele (Spekülatif Atak Modeli'de denir) göre kriz ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve para krizlerini, sürdürülemez politikalar ile yapısal dengesizliklerin kaçınılmaz sonucu olarak görmektedir (Yay vd. 2001:23).

Modelin teorik alt yapısı, 1978'de Salant ve arkadaşı Dale Hendersen tarafından ortaya konulan mal piyasasında (araştırmalarındaki temel ilgi alanları o günlerde gündemde olan altın fiyatları ve özellikle resmi altın stoklarının ani satışları) sabit fiyat uygulanmasının bir süre sonra spekülatif ataklara maruz kalacağı düşüncesinin para piyasasında uygulanmasına dayanır. Para krizlerindeki mantık, herhangi bir mala yönelik spekülatif ataklara benzemektedir. Spekülatörlerin rezervlerin doğal yolla tükenmesine kadar bekledikleri bir durumda, bu sınıra kadar fiyatı sabit kalan döviz kurunun rezervlerin azalmasıyla yükselmeye başlayacağını bilmektedirler. Bu da yerli para birimini elde tutmaktansa, fiyatı yükselecek olan döviz elde tutmayı daha cazip hale getirmektedir. Fakat böyle bir durumda ileriye görebilen spekülatörler döviz rezervleri tamamen tükenmeden, hemen önce yerli para birimini satıp dövize geçeceklerdir, bu hareket ise rezervlerin tükenmesini daha da hızlandıracaktır. Sonuç şöyle olabilir: Rezervler kritik bir düzeye gerilediğinde, (bu düzey belki bir kaç yılın ödemeler dengesi açıklarını kapatmaya yetecek bir miktar olarak kabul edilebilir) bu miktardaki rezervi çok kısa sürede tüketecek ve sabit kurun kaldırılmasına yol açabilecek bir spekülatif atak gelecektir (Krugman, 1998: 3).

Kanonik kriz modeline göre krizlerin temelinde, ya mali açıkları finanse etmek için para basılması veya zayıf olan bankacılık sistemine kaynak sağlanması amacıyla genişleyen iç kredi hacmi vardır. Yani, hükümetin sermaye piyasasından borçlanma olanağı olmadığı durumda, harcamalarını ve bütçe açıklarını para basarak karşıladığını varsayar. Bu çerçevede döviz kurunun aşırı değerlenmesi faiz oranlarında görece azalma neticesinde sermaye çıkışı yaşanacak ve ülkenin rezervleri sürekli azalacaktır. Belli bir süre sonra rezervler spekülasyon saldırısının başlayacağı bir noktaya iner ve sabit döviz kuru sürdürülemez hale gelir (Özer, 1999: 56).

Kanonik kriz modelinin ortaya koyduğu önemli sonuçlar şu şekilde sıralanabilir (Krugman, 1998: 4):

İlk olarak, krizlerin birçoğu yurtdışı ekonomi politikaları ve döviz kuru arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır. Özel olarak Kanonik Model'deki bu farklılığın oldukça basite indirgenmiş şekli, pek çok döviz rejimlerindeki daha karışık fakat aynı derecede basit olan politik tutarsızlıklara örnek olarak değerlendirilebilir. İkinci olarak, model bir günde milyarlarca dolarlık kayıpları doğuran ani para krizlerinin sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin mantıksızlığına bağlı olamayacağını ortaya koymaktadır. Kriz, sadece fiyat istikrarsız hale geldiğinde artık o parayı elde tutmanın cazip olmayacağı şeklindeki mantıktan kaynaklanmaktadır ve uygulanmakta olan fiyat istikrar programının sona ermesi sermayenin spekülasyon kaçışı ile kendiliğinden gerçekleşmektedir.

Kanonik kriz modeli krizle ilgili döviz kuru ve ödemelere dengesi gibi temel ekonomik göstergeleri alması ve sabit döviz kuru ile krizler arasında bağlantı kurması nedeniyle önemli olmakla birlikte; aşırı mekanik ve tek boyutlu olmasından dolayı eleştirilere uğramıştır (Özer, 1999: 57). Modele göre hükümetler bütçe açıklarını para basarak karşıladıklarını ve merkez bankasının ekonomideki gelişmelere bakmadan piyasaya döviz sürerek kuru baskıladığını varsayılmaktadır. Bütçe açıklarının kapatılmasında para basmak haricinde politika seçeneklerinin olması modelin eleştirilmesine neden olmaktadır. Ayrıca, Kanonik Modelde sabit

döviz kurunun sürekliliği, tamamen ekonomik ajanların davranışlarından bağımsız, dışsal olarak gerçekleştiği varsayılmaktadır. Yani gelecekle ilgili beklentilerin veya iktisadi faaliyetlerin mali dengesizlikler veya kredi politikaları üzerinde etkisinin olmayacağı belirtilmektedir (Yay vd, 2001: 23-24).

Kanonik modelin, krizleri açıklamada yetersiz kalması nedeniyle eleştirilere uğraması daha gelişmiş modellerin ortaya atılmasına eden olmuştur.

2.2.2. Daha Gelişmiş Modeller

Kanonik Model'de varolan en önemli eksiklik hükümet politikalarının çok mekanik bir biçimde tanımlamasıdır. Hükümetlerin dış dengeleri göz önüne almadan bütçe açıklarını gözleri kapalı bir biçimde sürekli olarak para basma yoluyla kapattıkları varsayılmaktadır. Diğer taraftan merkez bankalarının sabit kuru sürdürmek için rezervleri son kuruşuna kadar kullandıkları varsayılmaktadır. Gerçekte uygulanan politika ihtimalleri aralığı çok daha geniştir. Aslında merkez bankalarının elinde başta yurt içi para arzını daraltmak olmak gibi, döviz kurunu koruyucu çok çeşitli politikalar bulunmaktadır. Şüphesiz ki döviz kurunu koruyucu tüm bu politika seçeneklerinin maliyetleri vardır, ancak, döviz kurunu korumak, varolan bu sakıncalar arasında bir denge kurulması meselesidir ve rezervleri son kuruşuna kadar satmak gerçek hayata pek fazla uymamaktadır (Krugman, 1998:4).

Bu eksik yanları gidermek üzere farklı modeller geliştirilmiştir. İkinci Nesil Modeller de denilen bu modellerin ortak özelliği, ekonominin temel göstergelerinde bir kötüleşme olmaksızın da kriz çıkma olasılığı üzerinde durmalarıdır. Bir başka ifade ile bu modeller, para ve maliye politikaları tutarlı olsa bile, ülke parasına spekülasyon bir saldırının nasıl bir krize yol açacağını açıklar (Özer, 1999: 67).

İkinci Nesil Modeller diye tanımlanan modellerin üç ana bileşeni bulunmaktadır. Birincisi, hükümetlerin sabit döviz kurunu iptal etmek istemelerinin

bir nedeni olmalıdır. İkincisi, hükümetlerin sabit kur rejimini korumak istemelerinin sebepleridir. Sonuncusu ise, krize yol açan kısır döngünün meydana gelmesi için sabit kuru korumanın maliyeti öyle artmalıdır ki, insanlar sabit kurun iptal edileceğine inansınlar (Krugman, 1998: 3).

Bu modeller ayrıca başta Obstfeld olmak üzere bir kısım gözlemciler sabit kuru korumanın, şayet kamuoyu gelecekte paranın devalüe edileceğine inanmış ise daha maliyetli olacağı görüşündedirler. Bu durumda mesela tasarruf sahipleri paranın değer kaybını göz önüne alarak, yüksek faiz oranı talep etmeye başlarlar ve bu da mevcut borç yükünü öyle arttırır ki, artık devalüasyondan kaçınmak mümkün olamaz. Veya işçi sendikaları olmasını bekledikleri devalüasyonu göz önüne alarak ücret düzeylerini öyle yüksek tespit ederler ki, artık ülke sanayinin kaybolan uluslararası rekabet gücünü tekrar kazanabilmesi için mutlaka devalüasyon yapmak gerekir (Krugman, 1998: 4).

Diğer bir alternatif de, bir sabit kuru korumanın, şayet insanlar gelecekte o paranın devalüe edileceğine inanıyorlarsa, çok daha fazla maliyetli olmaya başlamasıdır. Yaygın olarak bu mekanizma kısa vade faiz oranlarıyla birlikte çalışır.: Gelecekte olması beklenen devalüasyon karşısında para birimini korumak, kısa vadeli faiz oranlarının yüksek olmasını gerekli kılar, fakat bu durum hem hükümetin nakit akışını bozmakta hem de üretim ve istihdam düzeylerini düşürmektedir.

İkinci nesil modellerin krizleri açıklamakta kullandığı teorik bir çerçevesi yoktur. Onun yerine yukarıda verilen örneklerde olduğu gibi belli bir örnek temelinde açıklamalar söz konusudur (Özer, 1999: 69).

2.2.2.1. Kendi Kendini Besleyen Krizler

Ekonomik büyüklüklerde herhangi bir kötü gelişme olmayabilir; veya tam tersi bir durumda olabilir, fakat en azından bu trendi tersine çevirecek bazı politika değişiklikleri muhtemel olabilir veya hükümetin ciddi bir spekülâtif atakla

karşı karşıya kalması durumunda sabit kuru sürdürmeyeceği söz konusu olabilir. Bu gibi durumlarda büyük ihtimalle ortaya çıkacak olan kriz kendi kendini besleyen döviz kuru krizleridir.

Hiç bir yatırımcının döviz kuru rejiminin ciddi bir tehlike ile karşı karşıya olmadığı durumda tasarruflarını yurt dışına çıkarması mümkün olmadığı gibi, böyle bir ihtimalin mevcut olduğu durumda da bahsedilen şekilde davranması normaldir. Bir krizin kesin olarak meydana gelmesi bireysel yatırımcıların paralarını yurt dışına çıkarmaları ile gerçekleşir. Sonuçta beklenti ister iyimser ister kötümser olsun, kendi kendini besler ve kendi kendini besleyen kötümser beklenti durumunda, ülke, haklı olarak gereksiz bir krizle yüz yüze bırakıldığı iddiasında bulunmaktadır (Krugman, 1998: 5).

Kendi kendini besleyen modellerde sadece ekonomik büyüklükler (döviz rezervleri, kamu maliyesi, döviz kurunun devam ettirileceğine dair siyasi kararlılık) açısından ülke krizlere karşı zayıf duruma düşmektedir. Parasını etkin ve güçlü bir şekilde koruması beklenen bir ülkenin bu yönde bir çaba harcaması gerekemeyebilirken, diğer taraftan sabit kuru sürdürmesi beklenmeyen bir ülkenin de, eninde sonunda sabit kur uygulamasından vazgeçmesi, hatta spekülative atak nedeniyle beklediğinden de önce vazgeçmesi durumu meydana gelmektedir.

Ekonomik büyüklükleri sürekli ve tahmin edilebilir bir biçimde kötüye giden ülkenin eninde sonunda krize yakalanması kaçınılmazdır. Tahmin edilebilir para krizlerinin mantığı, ekonomik büyüklükler krizin kopma noktasına eriştiği noktadan çok önce döviz kurunun spekülative atağa bağlı olarak çöktüğü anda gerçekleşmesidir. Uygulamada kurun sabitliği spekülative atağın başarıya ulaşmasından hemen sonra kaldırıldığından, spekülative hücumların ekonomik dengelere bakarak haksız olarak yapıldığını söylemek mümkün olabilir.

2.2.2.2. Sürü Psikolojisi

Hem Kanonik Para Krizi Modeli hem de İkinci Nesil Modeller para piyasalarında varolan bilginin en iyi şekilde değerlendirildiği varsayımına dayanmaktadır. Fakat para piyasalarının bu şekilde davrandıkları yönünde elde çok az delil vardır, dahası piyasaların eldeki verileri etkin bir şekilde değerlendirmeleri ile çatışacak derecede kötü hareket ettikleri yönünde daha fazla örnekler de mevcuttur.

Para piyasalarını etkin bir şekilde davranmaktan alıkoyan en önemli etken sürü psikolojisidir. Sürü psikolojisi en iyi şekilde 1987 krizini araştıran bir çalışmada "Shiller" tarafından yapılmıştır. "Shiller" satılan hisse senetlerinin tek sebebini fiyatların daha da düşeceği şeklinde piyasada varolan yaygın kanaate bağlamaktadır. Para krizleri açısından bakılırsa başlangıç sebebi ne olursa olsun bir satış dalgası, koyun güdüsüyle çok daha büyük miktarlara ulaşabilmekte ve o paradan sürü psikolojisi ile toplu çıkışlara yol açabilmektedir.

1990'lı yıllarda piyasalarda yaşanan diğer bir olgu, kriz öncesi dönemde yaşanan "ters-sürü güdüsü" davranışdır. Ters sürü güdüsü, piyasalarda her ne kadar bu tür krizlere yol açabilecek bazı işaretler mevcut olsa da, krizden kısa bir süre önce aşırı rahat davranıldığı durumu ifade eden bir terimdir. Fonu yöneticileri kriz çıkma ihtimali ile, olması gerekenden daha az düzeyde ilgilenmektedirler, zira herkes gibi davranmak istemekte ve öyle de davranmaktadırlar (Krugman, 1998:7).

2.2.2.3. Bulaşıcı Kriz Modelleri

1990 sonrası ortaya çıkan finansal krizler üç bölgesel dalgalanmaya neden olmuştur. Bunlar 1992-1993 yıllarında Avrupa'da etkili olan para krizi, 1994'de Meksika'da ortaya çıkan ve Latin Amerika'yı etkileyen Meksika Krizi ve 1997 yılında ortaya çıkan Güneydoğu Asya krizidir. Bu krizlerin ortak özelliği, kısa sürede bölgesel olarak yayılmasıdır.

Krizlerin yayılma eğilimini açıklamaya yönelik bu modele göre, ülkelerin kendi içlerinde benzer kırılganlıkları taşıdıkları (örneğin, Asya'da sabit kur sistemi ve dolar cinsinden aşırı dış borçlar gibi) ve bu yüzden ortak şoklarla sarsıldıkları belirtilmektedir. Ortak şokların olmadığı durumlarda ise, kriz çeşitli kanallarla diğer ülkelere yayılmaktadır. Bu kanallardan birisi, ülkelerin birbirleri ile olan ticari bağlarıdır. Yoğun ticari ilişkilerin olduğu bir ülkede devalüasyonun yapılması, diğer ülkenin de rekabeti korumak için devalüasyon yapmasını gerektirebilir. Bunun yanında yoğun ticari ilişkileri olmasa bile, benzer ürünlerle dış piyasada rekabet halinde olan ülkelerin birinde devalüasyon diğerinin de devalüasyon yapmasını gerektirebilir (Yay vd, 2001: 27).

2.2.2.4. Dışsal Etkenler Modeli

Krizleri açıklamaya yönelik diğer bir yaklaşım; gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin temel nedeninin dışsal etkenler olduğunu belirtmektedir. Bu yaklaşıma göre gelişmekte olan ülkelere yönelik yatırımların artması ve sermaye piyasaların bütünleşmesi krizlerin artmasına neden olmaktadır.

Sanayileşmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesi ile birlikte, sermaye hareketleri gelişmekte olan piyasalara yönelirken, faiz oranlarındaki artış bu akımları tersine çevirebilmektedir. Faiz oranlarındaki bu artışlar, gelişmekte olan ülkelerde banka ve firmaların sadece kendilerini fonlama maliyetlerini arttırmakla kalmaz, aynı zamanda yanlış seçim, ahlaki risk problemini ve finansal krizlerin kırılganlığını artırır (IMF, 1998).

2.3. 1990 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Krizler

Önceki bölümde üzerinde durulan kriz modelleri, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin farklı boyutlarını ele alarak açıklamaya çalışmaktadır. Bu modellerin her biri krizleri kendi başına açıklamada yetersiz olması yanında, krizleri farklı açılardan ele alması bakımından önemlidir.

Bu alt başlıkta öncelikle son yıllarda yaşanan krizlerin görünürdeki nedenleri ve gelişim süreci ele alınacak, daha sonra ülkeler bazında krizlerin boyutları incelenecektir.

Son yıllarda kriz yaşayan ülkelerin makro ekonomik yapıları incelendiğinde önemli benzerliklerin olduğu göze çarpar. Bu benzerliklerden en önemlisi, kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerin tümünün finansal piyasalarının liberalize edilmiş olmasıdır. 1980 sonrası dönemde mali piyasaların liberalizasyonu bu ülkelere kısa vadeli sermaye girişlerini arttırmıştır. Kısa vadeli sermayenin, çok yüksek likiditeye sahip olması, bu fonları gerek ülkeye girişlerinde gerekse ülkeyi terk etme aşamasında döviz ve sermaye piyasaları başta olmak üzere ekonominin değişik alanlarında aşırı fiyat hareketleri yaratmakta ve sonraki aşamada finansal ve reel sektör krizlerine yol açabilmektedir (Alp, 2000: 233).

2.3.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Krizlerin Nedenleri

1990'lı yıllarda kriz yaşayan ülkelerin makro ekonomik yapıları farklılıklar arz etse de krizin ortaya çıkış sürecinde benzer özellikler göze çarpar. Bu ülkelerde krize yol açan etkenleri şu şekilde sıralayabiliriz:

➤ **Sermaye Hareketleri:** Gelişmekte olan ülkelerde son yıllarda yaşanan krizlerin temel nedeni kısa vadeli sermaye hareketleridir. 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını serbestleştirmesi ile birlikte gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru yoğun bir sermaye akımı yaşanmıştır. Kısa vadeli sermayenin yüksek hareket kabiliyeti ve gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve siyasal gelişmelere çok fazla duyarlı olması, krizlerin oluşmasında ana etken olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizler ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki bir sonraki başlık altında ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

➤ **Bilgilenme Problemi:** Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin diğer ortak bir nedeni bilgilenme probleminden kaynaklanır. Asimetrik bilgi

problemi, finansal piyasalarda işlem yapanların eksik bilgiye sahip olmalarından kaynaklanır. Genellikle kredi alanlar, kredi verenlere göre yatırımların taşıdığı riskler ve getiri oranı hakkında daha fazla bilgi sahibidirler. Asimetrik bilgi finansal piyasalarda ‘ters seçim’ ve ‘moral zafiyet’(ahlaki tehlike) problemlerinin ortaya çıkmasına yol açar (Mishkin, 1997:201).

Ters seçim, piyasada asimetrik bilgilenme olduğundan kredi verenler riskli de olsa yüksek getirili fonları tercih edeceklerdir. Bu durum riski düşük yatırımların kredi bulamaması veya yüksek maliyetlere katlanmasını gerektirecektir.

Moral zafiyet problemi ise, kredi alanların kredi riski yüksek yatırımlara girmesi durumunda ortaya çıkabilmekte, kredi verenler açısından riskin yüksek olması nedeniyle fon kaybetme olasılığını arttırmaktadır. Hatta kredi alanlar kredileri kendi güç ve statülerini arttıracak verimsiz ve kar oranı düşük yatırımlarda kullanmaktadır (Altıntaş, 1999: 40).

Finansal krizler, piyasalarda ‘ters seçim’ oranının yükselmesi ve ‘moral zafiyet’ problemlerinin artması sonucunda, tasarrufların etkin yatırım alanlarına yönlendirilememesi sonucu oluşur (Mishkin, 1997:215).

➤ **Dışsal Şoklar:** Dışsal şoklar, piyasada faaliyet gösteren birimlerle ilgili hükümetin merkez bankasının ya da ticari bankaların taahhütlerini yerine getirebilme kabiliyetlerini kısıtlamaktadır. Örneğin, petrol ihraç eden ülkelerin ticaret hadlerindeki düşüş, hükümetlerin borç ödeme kabiliyetlerinin azalmasına, dolayısıyla kredi değerliliğinin azalmasına neden olur. O halde, ticaret hadlerindeki bir düşme yurt içi fiyatların düşmesine neden olabilir ve böylece banka sisteminin borçlarını ödeyebilirliğini tehlikeye sokarak banka krizine neden olabilir.

➤ **Ödünç Alma Limitinin Tükenmesi:** Hükümet, merkez bankası ve ticari bankalar ödünç alma limitlerine gelmiş olabilirler. Örneğin bir ülke sermaye hareketleri üzerindeki kontrole son verdiğinde, ticari bankalar sermaye piyasasından

önemli ölçüde borçlanır. Başlangıçta ödünç alımlar yurt içinde harcamalarda bir patlamaya neden olur. Bu patlama sabit döviz kurunun uygulandığı ülkelerde milli paranın aşırı değerlenmesi ile sonuçlanır. Bu durumda sermaye girişlerinde meydana gelecek bir azalma, yurt içi kredi piyasasında bir daralmaya yol açar. Bankacılıkta dışarıdan alınan ödüncelere bağlı patlama konjonktürü, Arjantin ve Meksika'da 1994-1995 krizlerine neden olmuştur. Ülkemizde 5 nisan 1994 kararlarının alınmasında da benzer bir mekanizma vardır (Parasız-Başoğlu, 2000: 143).

➤ **Döviz Kuru Sistemi:** Krizlerin oluşmasında diğer önemli bir etken ülkelerin uyguladığı döviz kuru sistemleridir. Kriz yaşayan gelişmekte olan ülkeler kriz öncesinde uyguladıkları sabit veya kontrollü döviz kuru sisteminin spekülatif ataklar sonucu veya yoğun sermaye çıkışı nedeniyle devam ettirememeleri krizlerin meydana gelmesinde önemli bir etkidir.

2.3.2. Krizlerin Gelişim Süreci

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin görünürdeki nedenlerini dört ayrı kategoride ele alabiliriz (Miskin, 1997;215):

➤ **Faiz Oranlarında Yükselme:** Fon arz edenler, yüksek riskli projelere daima yüksek faiz ödenmesini beklerler. Kredi talebindeki artış veya para arzındaki daralma nedeniyle faiz oranlarında artış olması durumunda yatırımcılar düşük gelirli ve düşük riskli yatırımlardan yüksek getirisi olan riskli yatırımlara yöneltecektir. Bu tür ters seçimlerin artması uzun dönemli, yatırımlara yönelik kredi kaynaklarının azalmasına neden olacaktır. Bu durum ekonomideki toplam yatırımların azalması anlamına gelir.

➤ **Piyasalarda Belirsizliğin Artması:** Durgunluk veya menkul kıymet piyasalarında yaşanan ani düşüşler, borç verenlerin sağlıklı tercih yapmalarını zorlaştırır. Bu durum piyasada ödünç verilebilir fonların azalmasına yol açabilir.

➤ **Bilançolarda Kötüleşme:** Firmaların bilanço durumları asimetrik bilgi probleminin boyutları hususunda önemli bir göstergedir. Hisse senedi piyasasında hızlı bir düşüş, ilgili firmaların bilanço dengesinde ciddi bozulmalara yol açar. Bu durum ters seçimlerin ve ahlaki tehlike problemlerinin artmasına yol açar. Hisse senedi fiyatlarındaki düşüş neticesinde firmaların net varlık değerlerini azalır. Bu durum borçlara karşılık teminatlarda da bir azalma anlamına geldiğinden, firmaların borçlanabilecekleri kaynaklar azalır.

➤ **Banka Panikleri:** Ekonomi içinde fonları verimli yatırımlara yönlendirilmesinde önemli bir rol üstlenen bankaların, finansal kriz ortamında, bir çok banka fon sıkıntısı nedeniyle yükümlülüklerini yerine getiremez. Bu durumda bankalar kredilerin geri dönmemesi veya yeterince mevduat toplayamadıkları için kredi kaynaklarını kısmak zorunda kalırlar. Bu durum faiz oranlarının artmasına ve fonların verimsiz alanlara yönelmesine yol açar.

Bu faktörlere ek olarak kriz öncesi ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu artan cari açıklar ve devalüasyon beklentileri krizin meydana gelmesinde önemli bir etkidir.

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizlerin aşamaları şu şekilde sıralanabilir: Banka bilançolarında kötüleşme, faiz oranlarında artış, borsada düşüş, belirsizlikteki artış, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve cari açıkların artması sonucu olarak ters seçim ve ahlaki tehlike artmakta, döviz krizi meydana gelmektedir.

Döviz krizinin meydana gelmesinde sabit veya kontrollü döviz kuru uygulayan ülkelerde ulusal paranın aşırı değerlenmesi ile birlikte cari açıkların artması ve devalüasyon beklentileri ülke parasından kaçışa neden olmaktadır. Ülke parasından kaçışın başlaması sürü psikolojisi ile yaygınlık kazanmakta ve kriz beklentisi kendi kendini besleyerek büyümektedir. Spekülatif bir atak veya siyasal, sosyal bir sorunun ateşlemesi ile kriz patlak vermekte ve ülkeden sermaye çıkışı daha da hızlanmaktadır. Ülke içinden ulusal paradan kaçışların etkisiyle döviz rezervleri

daha da azalmaktadır. Merkez bankası rezervlerinin yetersiz kalmasına kadar devam eden bu süreç sonunda devalüasyon veya döviz kuru dalgalanmaya bırakılmaktadır.

Bu sürecin sonunda temel işlevi tasarrufların ekonomiye yönlendirilmesi olan bankaların yükümlülükleri temelde kısa dönemli mevduatlardan ve varlıklardan kullandıkları kredi imkanlarının daralmasına ve varlıklarının yükümlülüklerinin altına düşmesine neden olmaktadır (Yılmaz R., 2001:58). Özellikle piyasada belirsizliğin artması ve bankacılık kesimine olan güvensizlik nedeniyle mudilerin bankalardan paralarını çekmeye yönelmeleri bankaların kaynaklarının daha da azalmasına ve batmalarına kadar gidebilecek bir krize sürüklemektedir.

Bankacılık kesimi krizden ciddi biçimde etkilenirken, aynı zamanda spekülâtif işlemler ve ‘moral zafiyet’ yolu ile banka krizlerine yol açabilmektedir. Özellikle mevduat sigortası yolu ile devletin banka yükümlülüklerine kefil olması sonucunda bankalara ahlaki zafiyetle geri dönüşü riskli krediler verebilmektedir (Toprak, 2001:105). Yabancı sermayenin de çekilmesi ile kaynak bulmada sıkıntı içine giren bankalar için iflaslar gündeme gelmektedir.

Bankacılık krizi ekonominin reel kesimini ciddi biçimde etkilemektedir. Bunun en önemli nedeni, bankaların ekonomide finansal aracılığı ve finansal hizmetleri sağlayan en büyük ve en önemli kurumlar olmalarıdır. Bankacılık kesiminde ortaya çıkan problemler, hem ülkedeki genel olarak ödeme sistemi hem de bireysel ödeme işlemlerinde güçlükler yaratmaktadır. Bunun yanında banka iflaslarının bankalar ile kredi müşterilerinin arasında geçici veya sürekli kesintiler yaratması, hem kredi hacminin hem de kredilerin reel sektöre olan maliyetini yükseltmektedir (Karacan, 2000: 68).

Bankacılık kesiminde yaşanan kriz diğer kesimlere çeşitli kanallarla yayılır:

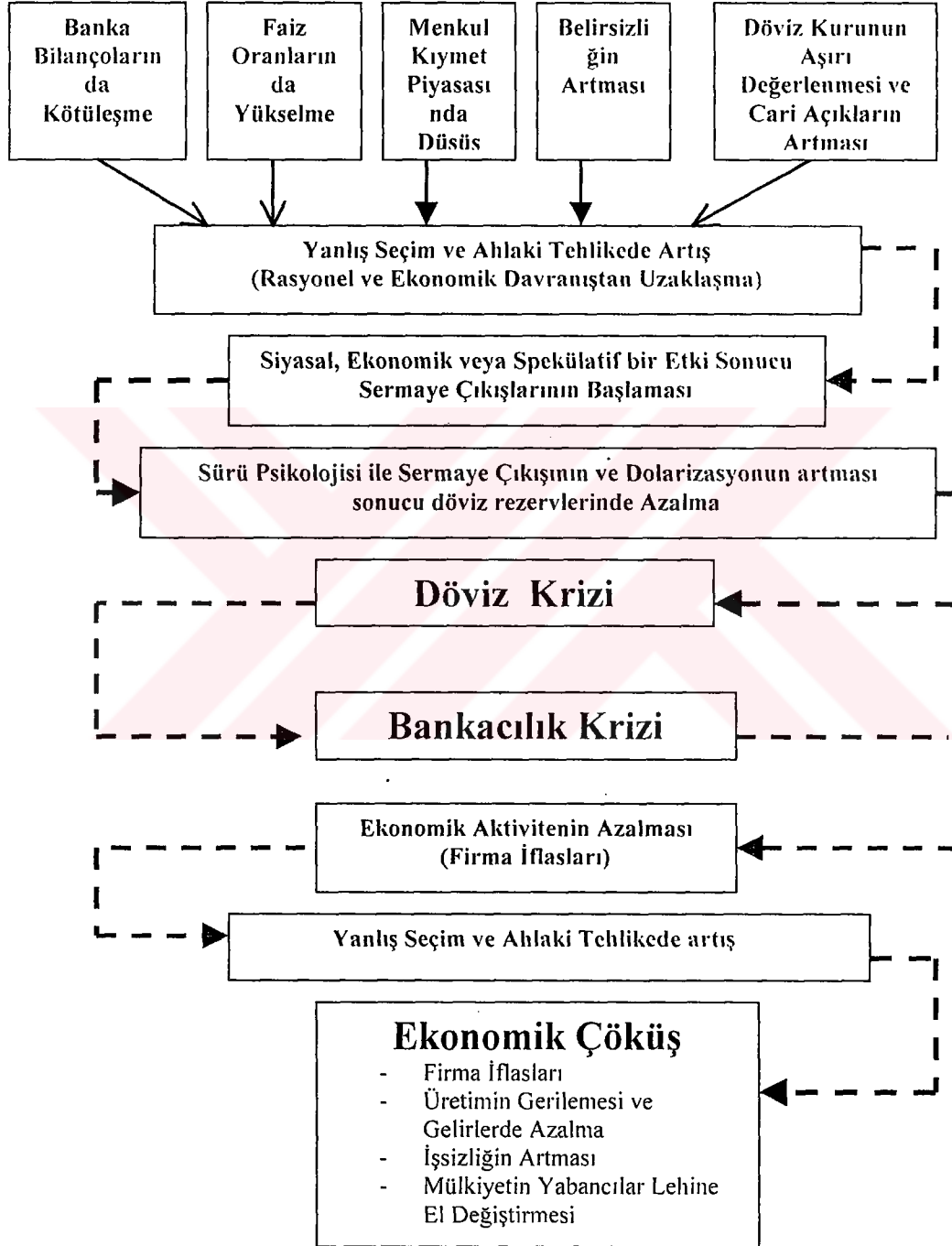
Birincisi, banka mevduatı para arzının en önemli unsuru olduğu, ekonomik muamelelerin ifasında kullanıldığı ve ekonominin bütün sektörlerini etkilediği için merkez bankası uygulamaları ile telafi edilmezse banka iflasları ile mevduat miktarındaki azalmalar makroekonomik refahı doğrudan azaltmasıdır. Bunun yanında mevduat sahiplerinin kayıpları toplam servette azalış olarak ortaya çıkar.

Diğeri ise banka iflaslarının süregelen kredi ilişkilerini hem doğrudan azaltması hem de diğer bankaların riskli kredi açmadaki isteksizliklerini arttırarak dolaylı olarak azaltabileceğidir. Bankaların en önemli ve etkin mali kurumlar olması nedeni ile kredi hacmindeki bu azalma ekonomideki etkin işleyişi bozmaktadır.

Aşağıdaki şemada gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizlerin gelişim süreci gösterilmiştir. Banka bilançolarında kötüleşme, faiz oranlarındaki yükselme, menkul kıymet piyasalarındaki düşüş, belirsizliğin artması ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi ile cari açıkların artması yanlış seçim ve ahlaki tehlikeyi arttırarak krizlerin oluşumuna zemin hazırlamaktadır. Spekülatif atak veya ekonomik ve sosyal bir etki sonucu sermaye çıkışlarının yoğunlaşması ile birlikte döviz krizi meydana gelmektedir. Döviz krizinin meydana gelmesi dış yükümlülükleri fazla olan bankaların bu yükümlülüklerini yerine getiremeyerek bankaların likidite sıkıntısına düşmelerine ve ifaslara neden olmaktadır. Ayrıca bankaları sıkıntı içine girmeleri mudilerin mevduatları çekmeye yönelmeleri ile şiddetini daha da arttırmaktadır. Bankaların likidite sıkıntısı içine düşmeleri ile asli işlevlerini yerine getirememesine ve piyasada kredi hacminin daralmasına yol açmaktadır. Kredi miktarının azalması ile maliyetlerinde meydana gelen artış, dış kaynakla çalışan sektörleri olumsuz etkileme ve çoğu zaman üretim hacminde daralma ile sonuçlanmaktadır.

Bankacılık krizi bir yandan ekonomik aktivitelerin azalmasına neden olurken, ters seçim ve ahlaki tehlikeyi arttırarak krizin ekonominin bütününe yayılmasına öncülük etmektedir.

Tablo 2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Krizlerin Gelişim Süreci



Kaynak: Frederic S.Mishkin, International Capital Movement, Financial Volatility and Financial Instability, 1998 yararlanılmıştır.

2.3.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Krizlerin Göstergeleri

1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde ardarda krizler meydana gelmesi, bu krizlere ilgili araştırmaların artmasına ve krizlerin önceden tahmin edilebilmesi için ampirik çalışmalardan yola çıkarak öncü göstergelerinin ortaya konulmasını gerektirmiştir. Bu konuda iktisatçılar tarafından farklı göstergeler ortaya konulmaktadır*. Genel olarak gelişmekte olan ülkelerde krizlerin öncü göstergeleri şu şekilde sıralanabilir (Uygur, 2001:18):

➤ Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi: Kısa vadeli dış borçların aşırı artması ve döviz rezervlerinde azalma nedeni ile bu orandaki artış krizin en önemli göstergesidir.

➤ Cari Açık / Döviz Rezervi: Cari açıklardaki artış ve döviz rezervlerindeki azalma kriz beklentilerinin oluşması açısından önemli bir göstergedir.

➤ Cari Açık / GSYİH: Cari açıkların yurt içi hasılaya oranının artması krizin ortaya çıkma olasılığını artırır. Genel olarak cari açığın yurt içi milli hasılaya olan oranı yüzde 4'e ulaşması durumunda, bir ülkenin krize girdiği söylenebilir (Toprak, 2001b: 864).

➤ Toplam veya Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat.

➤ Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonu / Döviz Rezervi,

➤ Banka Kredisi / Döviz Rezervi,

➤ M2 / Döviz Rezervi,

* Krizin göstergeleri ile ilgili ayrıntılı bilgi için, Kaminsky,G.,Lizondo,S., Reinhart,M. "Leading Indicator Of Currency Crises,

- Yerli Paranın Değer Kazanması,
- Sermaye Hareketinde Dalgalanma,
- Dış Borç Faizinde ve Risk Priminde Yükselme,
- Kısa Vadeli İç Faizde Dalgalanma.

2.3.4. 1994 Meksika Krizi

20 Aralık 1994'de, yirmi gün önce başa geçen hükümetin Pezo'yu % 15,3 oranında devalüe etmesi ile patlak vermiştir. Krizin ortaya çıkmasının ekonomik ve siyasi bir çok nedeni olmakla birlikte en önemli sebep yabancı sermayenin güvensizlik nedeni ile ülkeyi hızlı bir şekilde terk etmesidir. Krizin oluşmasına zemin hazırlayan temel faktörler 1980 sonrası izlenen ekonomi politikalarının önemli bir payı vardır.

2.3.4.1. Kriz Öncesi Meksika Ekonomisi

1982 yılının sonlarında, Meksika'nın uluslararası finansal yükümlüklerini yerine getiremeyeceğini bildirmesinden kısa bir süre sonra, yeni kurulan hükümet yeni bir yapısal uyum programı yürürlüğe koymuştu. Bu programa göre bütçe ve para politikasına sert kısıtlamalar getirilmiş, dış ticaret rejiminde liberalleşmeye gidilmiştir. Bunun yanında program devalüasyonu öngörüyordu. Ardından, enflasyondaki değişmelere uygun olarak döviz kurlarının düzenli aralıklarla saptanması kabul edilmekteydi (Sağlam, 1996: 5). Bu arada IMF ve diğer uluslararası kurumların desteklerini de alan Meksika, dış borçlarının vadelerini uzatmaya ve yeni bir ödeme planına bağlamaya muvaffak olmuştur. İlk aşamada program önemli başarılar sağlamış iç ve dış dengesizlikler önemli ölçüde giderilmiştir.

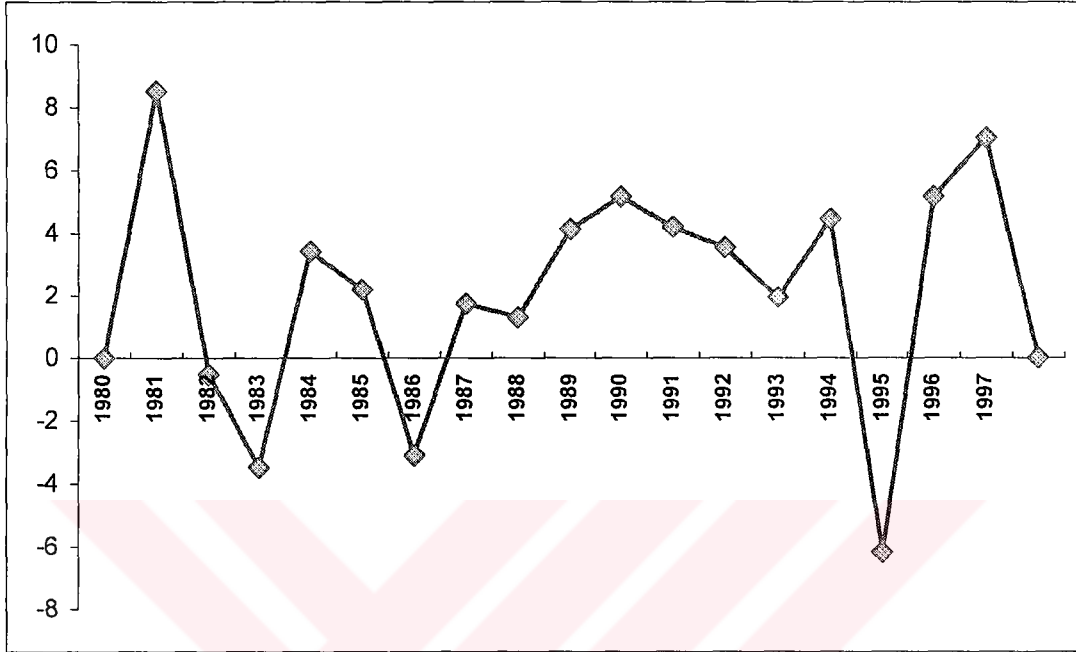
Ancak bu iyileşme süreci programın kararlılıkla sürdürülememesi nedeniyle kısa sürmüştür. 1985 Eylül ayında Meksika'da önemli hasara yol açan depremin sebebiyet verdiği devlet harcamaları nedeni ile kısıtlayıcı bütçe politikasında disiplin önemli ölçüde yok olmuş, ayrıca petrol fiyatlarında görülen önemli düşüşler ihracat gelirlerinde azalmalara yol açarak dış ödemeler dengesinin bozulmasına yol açmıştır. 1986 yılının ortalarında, ekonomik durumdaki bozulma nedeniyle hükümet tarafından yeni bir istikrar programı yürürlüğe konmuştur.

1986-1987 yıllarında dış ödemeler bilançosunda iyileşmeler olmasına karşın, enflasyon oranında artışlar yaşanmıştır. Enflasyondaki artış nominal faiz oranlarını yükselterek bütçe açıklarını büyüttüğü gözlenmiştir. Enflasyonist döngü, ücret artışları ve KİT fiyatları yolu ile hız kazanmıştır. Bu durum önemli oranda sermayenin yurt dışına çıkmasına yol açmıştır. Ekonominin sürekli bir büyüme çizgisine oturtulabilmesi için 1987 yılı sonunda işçi ve işverenlerin de büyük destek verdikleri geniş katılımlı bir istikrar programı uygulanmaya konmuştur (Sağlam, 1996:6). Meksika'da uygulamaya konan istikrar programlarının başarı durumu aşağıda Grafik 1'de takip edilebilir.

1981 yılında aşırı dış borçlanma sonucunda GSYİH büyüme oranı yüzde 9'a yaklaşmıştır. 1982 yılında ise Meksika'nın dış borçlarını ödeyemeyecek durama gelmesi ve yeniden yapılandırması nedeni ile 1982 ve 1983 yıllarında büyüme oranı eksi seviyelerde gerçekleşmiştir. Bu yıllarda uygulamaya konulan istikrar programı ile GSYİH'daki büyüme oranı tekrar artı duruma geçerek yükselmiş ve bu oran 1983 yılında -3,49 olarak gerçekleşirken, 1984 yılında 3.42'ye yükselmiştir.

Büyüme trendi 1984'den sonra düşmeye başlamış ve 1986 yılında tekrar eksi düzeyine gerilemiştir. Büyüme oranlarındaki düşüş eğiliminde 1985 yılında yaşanan depreminde etkili olduğu söylenebilir. 1986 yılında yeni bir istikrar programı uygulamaya konulması ile birlikte GSYİH'daki büyüme oranı 1987 yılında 1.73, 1988'de 1,29 ve 1989 yılında ise 4,11 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1).

Grafik 1. Meksika'da Kriz Öncesi ve Sonrasında GSYİH(Yüzde Değişim)



Kaynak: Krueger, A- Tornell, A.(1999)

Sürekli İstikrar Programı olarak isimlendirilen bu program Tablo 3'de görüleceği gibi Ekonomide İstikrarın Sağlanması ve Yapısal Reformlar olmak üzere iki ayaktan oluşur. Ekonominin istikrara kavuşturulması başlığı altında izlenen politikalar; kambiyo politikası, para politikası, bütçe politikası, ücret ve fiyat politikasından oluşmaktadır.

Yapısal reformlar ise vergi reformu, merkez bankasına özerklik kazandırılması, ekonomide kamu müdahalesinin kaldırılması, finansal reformlar kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve dış ticaretin liberalleştirilmesi politikalarını içermektedir. Ekonomide kamu müdahalelerinin azaltılması başlığı ile düzenlenen politikalar ise başlıca, fiyatların serbestleştirilmesi, sübvansiyonların azaltılması, KİT'lerin özelleştirilmesi, petrol endüstrisinin yeniden yapılandırılması olarak belirlenmiştir. Dış ticaretin liberalleştirilmesi amacı ile serbest ticaret bölgelerinin kurulması, gümrük vergilerinin azaltılması tarife dışı gümrük engellerinin kaldırılması politikaları benimsenmiştir.

Tablo 3. 1987 Meksika İstikrar Programı

<p>1- Ekonominin İstikrara Kavuşturulması</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kambiyo Politikası • Pezo'nun Kontrollü olarak Devalüasyonu • Para Politikası • Kamu Açıklarının para Basılması Yolu ile Finansmanına Son verilmesi <ul style="list-style-type: none"> • Reel Faiz oranlarını Yüksek Tutulmasına Özen Gösterilmesi • Bütçe Politikası • Kamu Harcamalarının Kısıtlanması, • Kamu Gelirlerinin Arttırılması için gerekli Önlemlerin Alınması • Ücret ve Fiyat Politikası <ul style="list-style-type: none"> • Ücret Artışlarının Verimlilikteki Artışlara Uygun Olarak Yapılmasına Dikkat Edilmesi • Fiyat Artışlarına Tavan Konulması <p>2- Yapısal Reformlar</p> <ul style="list-style-type: none"> • Yapısal Reformları İçeriği • Vergi Sisteminde reform • Merkez Bankasına Özerklik Kazandırılması • Kambiyo Kontrollerinin Kaldırılması • Ücretlerin Endekslenmesi Uygulamasına Son Verilmesi • Dereglementation(Kamu Müdahalelerinin Kaldırılması) <ul style="list-style-type: none"> - Fiyatların Serbestleştirilmesi - Sübvansiyonların Azaltılması - KİT'lerin Özelleştirilmesi - Petrol Endüstrisinin Yeniden Yapılandırılması • Dış Ticaretin Liberalleştirilmesi <ul style="list-style-type: none"> - Serbest Ticaret Bölgelerinin Kurulması - Gümrük vergilerinin Azaltılması - Tarife Dışı Gümrük Engellerinin Kaldırılması • Finansal Reformlar <ul style="list-style-type: none"> • Yabancı Sermaye İle İlgili Kısıtlamaların Kaldırılması • Finansal Pazarların Kamu Müdahalelerinden Arındırılması • Banka Denetimlerinin Modernleştirilip Etkinleştirilmesi <p>3- Uluslararası Finans Çevrelerinin Desteginin Sağlanması</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ek Finansman İhtiyacının Karşlanması <ul style="list-style-type: none"> - Mevcut Dış Borçların Vadelerinin Uzatılması

Gelişmekte olan ülkelerin hemen hepsinde uluslararası ekonomik kuruluşların da etkisi ile uygulamaya konan benzer istikrar programlarında olduğu gibi bu programda da, öne çıkan en önemli unsurlar, finansal piyasaların liberalizasyonu yolu ile yabancı sermayenin (özellikle kısa vadeli) önündeki engellerin kaldırılması ve döviz kurunun yarı-sabitleştirilmesidir. Böylece ülkeye yabancı sermaye girişlerinin artırılması ve kalkınmanın bu yolla finanse edilebileceği öngörülmüştür.

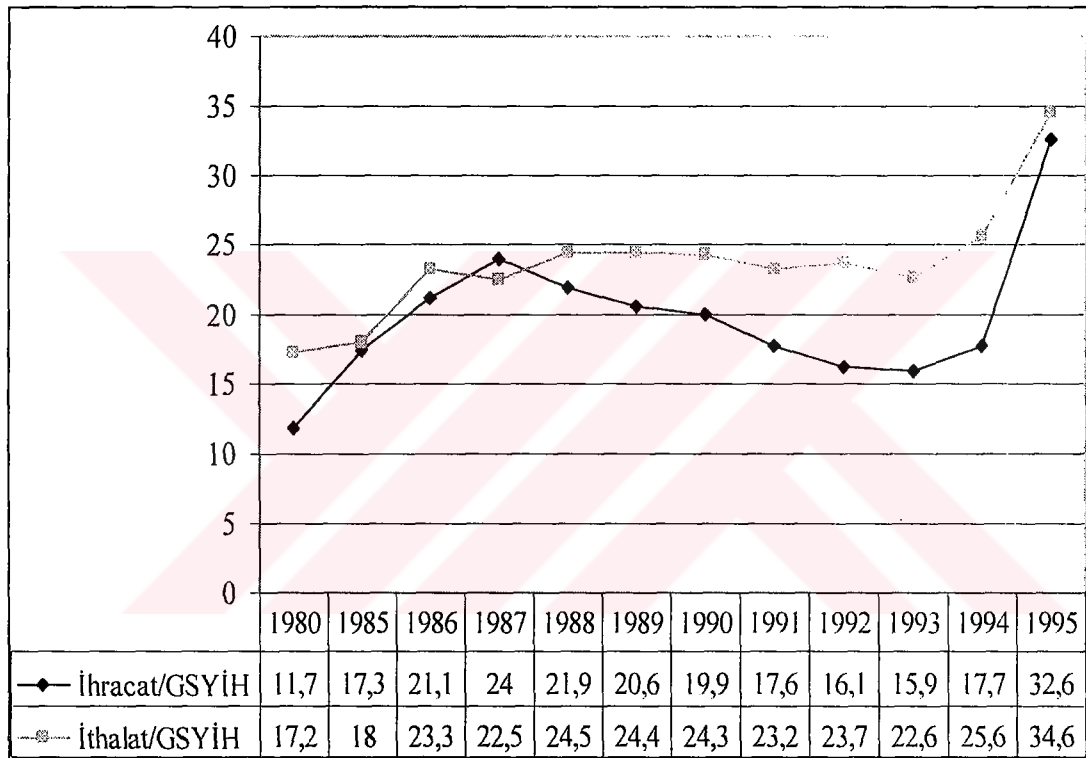
Meksika'da 1989'da dolara bağlı sabit kur politikası uygulamaya konmuştur. 1989 ocak ayından 1991 kasım ayına kadar üç yıl önceden belirlenmiş oranda devalüasyon yapıyordu. Enflasyon beklentisini kırmak için devalüasyon oranı, enflasyonun altında tutulmuştur. Kasım 1991'den itibaren sistemi biraz daha esnek kılmak için aralık sistemi ve bant uygulanmıştır. Her ne kadar nominal kur belirlenen oranda değer kaybediyorsa da, enflasyon oranı nominal devalüasyonu aştığı için Pezo reel olarak değerlendirilmiştir. Bu sürecin sonunda enflasyon düşse de reel olarak döviz kurunun değerlendirilmesi cari hesap açığının arttırmasına yol açmıştır. 1990'da 7,5 milyar dolar olan cari açık, 1994'de 29,5 milyar dolara ulaşmıştır (Yay vd, 2001: 33).

Aşağıda Grafik 2'de verilen ithalat ve ihracatın GSYİH'ya oranları da bu durumu daha net bir şekilde görmemize yardımcı olmaktadır. İstikrar programının uygulanmaya konulduğu yıldan itibaren ithalat ve ihracat arasındaki fark artarak devam etmiştir. 1987'de ihracatın GSYİH'ya oranı yüzde 24, ithalatın ise yüzde 22,5 olarak gerçekleşmiştir. 1988 yılında ise ihracatın GSYİH'ya oranı 21,9'a gerilerken, ithalat yüzde 24,5'e yükselmiştir. İthalat ve ihracat arasındaki bu fark takip eden yıllarda devam etmiş ve 1994 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu yıl ihracatın GSYİH'ya oranı 17,7 olarak gerçekleşirken, ithalat yüzde 25,6 olarak düzeyine ulaşmıştır.

Dış ticaret açığında bu denli bir yükselmesinin altında yatan temel etken ulusal paranın aşırı değerlendirilerek dış ticarete rekabeti olumsuz yönde etkilemesidir.

Sabit döviz kuru nedeni ile değerlenen para birimi ithalatı daha ucuz hale getirerek arttırmakta, ihracat ise dış piyasalarda daha pahalı hale getirerek azalmasına yol açmaktadır.

Grafik 2. Meksika’da İhracat ve İthalatın GSYİH’ya Oranı (Yüzde Değişim)

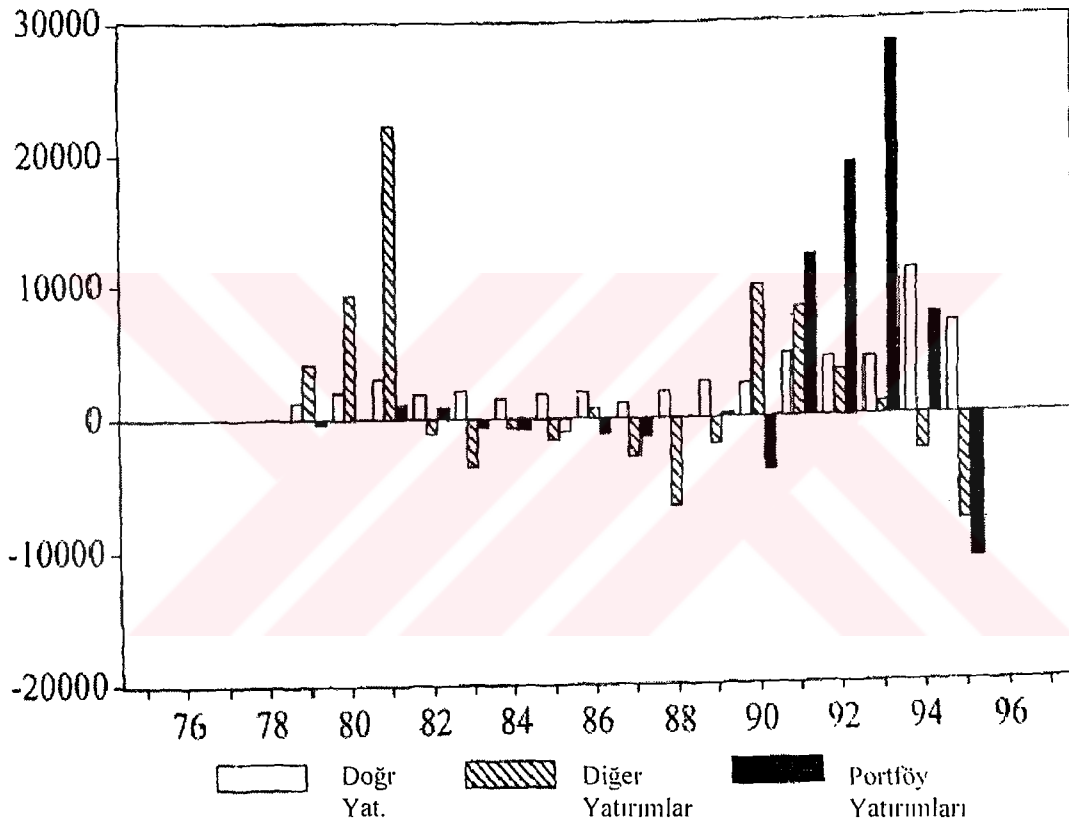


Kaynak: Krueger-Tornell (1999)

Meksika'nın uygulamaya koyduğu istikrar programı ile 1989 yılı ikinci yarısından itibaren, ülkeye önemli sermaye girişi başlamıştır. Meksika Çin'den sonra en fazla yabancı sermaye ithal eden ülke haline gelmiştir (Sağlam, 1996: 8). Aşağıda Grafik 3'te Meksika'ya yıllar itibari ile yabancı sermaye girişleri verilmiştir. Grafikte, portföy yatırımları, hisse senedi ve diğer menkul kıymet araçlarını, diğer yatırımlar, ticari krediler ve kamu borçlarını kapsar (Edwards, 1998: 9). Grafikte görülebileceği gibi 1994 krizi öncesinde yoğun sermaye girişi yaşanmıştır. Ülkeye direkt yatırımlar olarak giren yabancı sermaye istikrarlı bir seyir izlese de portföy

yatırımlarında ciddi istikrarsızlık gözlenmektedir. Kriz öncesi dönemde sermayenin ülkeyi terk etme süreci kriz sonrasında da devam etmiş ve 1995 yılında yoğun sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Grafik 3. 1975-1996 yılları arası Meksika'da Net Yabancı Sermaye (Milyar Dolar)



Kaynak: Edwards, 1998

Yabancı sermaye girişinin artmasının Meksika ekonomisi üzerindeki etkileri aşağıdaki tablodan izlenebilir. Yabancı sermaye girişinin en belirgin etkisi cari işlem dengesi üzerinde görülür. 1990 sonrası dönemde cari işlem açıkları sürekli bir artış göstermiştir. 1990 yılında cari açığın GSYİH'ya oranı 3,2 iken, 1994 yılına gelindiğinde bu oran 8,0 düzeyine ulaşmıştır. Ayrıca bu dönemde GSYİH'da azalma yaşanırken, yurt içi tasarruf düzeyinde azalma meydana gelmiştir.

Tablo 4. Meksika’da Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Sonuçları

	1990	1991	1992	1993	1994
Ekonomik Büyüme Oranı(%)	4,5	3,6	2,6	0,4	3,1
Tüketici Fiyatları(%)	29,9	18,8	11,9	8,0	6,9
Bütçe Açığı (GSYİH’ya Oranı)	-2,8	-0,5	1,6	0,7	-
Brüt Yurt içi Yatırım (GSYİH’ya Oranı)	21,9	22,4	22,8	20,6	21,6
Brüt Yurt içi Tasarruf (GSYİH’ya Oranı)	15,5	14,3	13,9	14,1	13,7
Cari İşlemler Açığı (GSYİH’ya Oranı)	-3,2	-4,8	-6,8	-6,4	-8,0
Devlet Dış Borçları (GSYİH’ya Oranı)	31,7	26,1	30,5	31,1	29,2

Kaynak: Sağlam 1996

Meksika’ya giren yabancı sermaye, yatırımları finanse etmek yerine tüketimleri arttırmıştır. Tablo 4’de görüleceği gibi sermaye girişinde artış olmasına rağmen yatırım oranlarında ciddi bir artış olmamıştır. Bunun yanında yurt içi tasarruflarda da azalma gözlenmiştir. Bu verilerden hareketle Meksika’da yabancı sermaye girişlerinin büyük bir bölümünün tüketimi finanse ettiği sonucu çıkmaktadır. Milli gelirdeki büyüme oranı düşerken tüketim harcamalarında artışlar bunun en önemli göstergesidir (Sağlam, 1996: 10).

Sermaye girişleri reel döviz kurunun değerlendirilmesine yol açarak ithalatı artırıp ihracatı azaltıcı etki yapmıştır. Bu durum Cari işlem dengesinin sürekli artan oranlarda açık vermesine yol açmıştır.

2.3.4.2. 1994 Meksika Krizi

Meksika krizini tetikleyen birçok siyasi ve ekonomik neden sıralanabilir. Bunlardan en çok dile getirilenleri; 1994 yılı başlarında Chiapas yöresi köylülerinin ayaklanması, gelir dağılımında artan adaletsizlik ve 1994 Mart ayında başkan adayı Luis Colosio'nun öldürülmesi politik belirsizliği arttırmıştır (Uslu, 1999: 422).

Siyasi gelişmelerin yanında, 1994 yılı boyunca, Meksika'nın borçlarını vadesinde ödeyemeyeceği biçiminde bir beklenti oluşmuştur. Ülkedeki kronik cari işlem açığı, yeterli sermaye girişi olduğu sürece ciddi bir sorun teşkil etmiyordu. 1994 yılında ABD'de faiz oranlarının yükselmesi, yatırımcıları dolara yatırım yapmaya teşvik etmiştir. Bu durumda yabancı sermayenin ülkeyi terk etmeye başlaması, sabit döviz kuru uygulanan Meksika'da pezo üzerindeki yükün ağırlaşmasına yol açmıştır (Sağlam, 1996: 10).

Yabancı sermaye girişi ile para arzının genişleyip enflasyona yol açmasını önlemek isteyen Meksika hükümeti yüksek faizli bonolar (Cetes) çıkartmıştır. 1994 yılı başında bu bonoları ihraç etmekte zorlanan hükümet dolara endekli menkul kıymetler (Tesebonos) çıkarmıştır. Ayrıca özel şirketler de dolara endekli finansman araçları çıkarmışlardır. Bu tür menkul kıymetlerin artması piyasalarda devalüasyon beklentisi yaratmıştır. Bu beklenti Pezo'dan kaçışı hızlandırmıştır. 1994 yılı başında 29,5 milyar dolar olan rezerv miktarı, Nisan-Ekim arasında 16 milyar dolara ve aralık ayında 6 milyara gerilemiştir (Yay, 2001: 33-34). Bu sürecin sonunda Pezo yüzde 15 oranında devalüe edilmiştir.

Devalüasyon Meksika'da ekonomik istikrarsızlığı daha da arttırmıştır. Krugman bu artışın nedenlerini şu şekilde ifade etmektedir (2001: 54):

“Bir ülke parası devalüe edildiğinde spekülâtörlerin ‘tamam, bu iş bitti’ demeleri ve ülke parası üzerinde kumar oynamayı bırakmaları beklenir.(...) Tehlike, spekülâtörlerin birinci devalüasyondan sonra bunu yeni devalüasyonun işareti olarak

görmelerinde ve daha yoğun spekülasyon yapmaya başlamalarıyla ortaya çıkar. Bir hükümetin belli kurallara uyması için bundan kaçınması gerekir. Birincisi, eğer devalüasyon yaparsanız, bunu yeterince büyük yapmanız gerekir. İkincisi, yaptığımız devalüasyonun hemen ardından, her şeyin kontrol altında olduğuna, sizin yatırımcılara dürüst davranmanızın önemini anlayan sorumlu insanlar olduğunuza dair her türlü sinyali vermek zorundasınız.”

Krugman’a göre, Meksika her iki kuralı da ihlal etmiştir (2001: 54). Bu nedenle devalüasyon sonrası özellikle yerli yatırımcıların pezo satıp dolar almaya yönelmeleri nedeni ile döviz kurundaki azalmayı önlemek için merkez bankası pezo alıp dolar satma işlemlerine başlamış, ancak bu müdahaleler pezonun değerindeki düşüşü önleyemediği gibi, rezervlerinde erimesine yol açmıştır. Bu sürece yabancı yatırımcılarında katılmasıyla yoğun sermaye çıkışının başlaması ile döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır (Alp, 2000:238).

Meksika’da 1994 krizine yola açan faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Worldbank,1996: 60):

- Finansal liberalleşme sonucu kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar yaşanması krizin meydana gelmesinde temel unsurlardan biridir.
- Kriz noktasına kadar, pezo, başta dolar olmak üzere yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmiştir.
- Ekonomi, 1992 yılından itibaren yılda 23 milyar doları aşkın(ki bu GSMH’nın yüzde 7’sine tekabül etmektedir) bir tutarda cari işlem açığına sahip olmuştur.
- Ulusal tasarruf oranları düşmüştür (Tablo 4).
- Ulusal yatırımlar ve yatırımların verimliliği düşmüştür (Tablo 4).

Meksika krizinin gelişim sürecini özetleyecek olursak; 1990'lı yılların başından itibaren artan dış ticaret açıkları, daha fazla yabancı sermaye çekilerek aşılmaya çalışılmış ve özellikle kısa vadeli fonlar önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Zaten aşırı değerlenmiş konumda olan pezoya talep, daha fazla yabancı sermaye girişiyle birlikte daha da yükselmiş ve pezo aşırı değerlenmiştir. Ekonominin içinde bulunduğu durgunluk ve verimlilik oranlarının düşüklüğü ile özel tüketimin artması ve tasarruf oranlarının düşmesi ile ekonomi daha da zayıflamıştır. Uygulanan ekonomi politikalarının zayıflığı ve devalüasyon beklentileri spekülasyonları arttırmış ve krizin oluşmasına zemin hazırlamıştır. Gerek politik ve ekonomik belirsizlik gerekse, ABD'de faiz oranlarının yükselmesi ile yerli ve yabancı yatırımcıların dolar talebi artmış ve döviz rezervlerinin talebi karşılayamayacak düzeye inmesi ile devalüasyon gerçekleşmiştir.

2.3.5. 1997 Güney Doğu Asya Krizi

Güneydoğu Asya ülkelerinde 1997 yılında orta çıkan kriz, 2 Temmuz 1997'de Tayland'ın para birimi Baht'ı devalüe etmesi ile başlamıştır. Ekonomik ilişkilerin yoğunluğu ve benzer yapıya sahip olması nedeniyle kriz kısa sürede Endonezya, Malezya, Güney Kore ve Tayland'da kendini hissettirmiştir.. Temmuz-Aralık 1997 döneminde bölge ülkelerinin borsalarında yüzde 50'ye, para değerlerinde ise yüzde 75 ulaşan düşüşler görülmüştür

Aşağıdaki Tablo 5'de görülebileceği gibi Güneydoğu Asya ülkelerinde krizle birlikte döviz kurlarında ve borsa endekslerinde yaşanan toplam değişim gösterilmiştir. Krizin ilk çıkış yeri olan Tayland'da döviz kurundaki toplam değer kaybı, yüzde 36 olarak gerçekleşirken, en yüksek değer kaybı yüzde 73,8 oranında krizden en çok etkilenen ülke olan Endonezya'da gerçekleşmiştir. Borsa endekslerinde yaşanan toplam değer kaybı ise Tayland'da yüzde 26,7 oranında gerçekleşirken, G. Kore'de yüzde 50, Malezya'da ise yüzde 46,2 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 5. Güneydoğu Asya Ülkelerinde Döviz Kurları ve Borsa Endekslerindeki Değişimler

Ülkeler	Döviz Kurlarındaki Kümülatif Değişimler	Borsa Endekslerindeki Kümülatif Değişimler
Tayland	-36,0	-26,7
Malezya	-33,6	-46,2
Endonezya	-73,8	-40,0
Filipinler	-33,0	-21,3
G.Kore	-36,2	-50,0
Tayvan	-13,8	-9,1
Singapur	-11,6	-28,5
Hong Kong	0,0	-33,8

Kaynak: Alp, 2000 s.243

Krizin ortaya çıkmasında ihracatın yavaşlaması, süreklilik arz eden cari açıkların belirleyici neden olduğu dile getirilse de, Güneydoğu Asya'da yaşanan krizin temel nedeninin makroekonomik dengesizlikler olmayıp, finansal kesimdeki sorunlar olduğu konusunda yaygın bir görüş birliği vardır (Akdiş, 2000:69).

2.3.5.1. Kriz Öncesi Güneydoğu Asya'da Ekonomik Yapı

1960'lı yıllardan sonra gelişmeye başlayan, 1980'li yılların sonlarından itibaren ekonomik performanslarını iyice arttıran bu ülkeler, yabancı yatırımlar çekme ve bunları ekonominin verimli alanlarında kullanarak, yurtiçi yatırımlar, istihdam dış ticaret ve sonuçta milli gelirden önemli artışlar sağlama bakımından diğer gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilmiş ve "Asya Kaplanları" olarak adlandırılmışlardır (Ülgen, 1999:11).

Kriz öncesi “mucize” ekonomilerin makro ekonomik göstergelerine baktığımızda herhangi bir olumsuzluk dikkati çekmez. Kriz yaşayan ülkelerde (Tayland, Malezya, Endonezya, Filipinler ve G.Kore), 1990-1996 yılları arasında GSYİH artış oranları ortalama 7,2 oranında gerçekleşmiştir (Tablo 6). Özellikle krizin başladığı ülke olan Tayland ve Malezya’da bu artış yüzde 8,5’in üzerindedir. Bu büyüme rakamları hiç de azımsanacak rakamlar değildir. Kriz sonrası dönemde artış oranları eksiye gitse de kriz öncesi dönemde sağlıklı bir görünüm arz etmektedir.

Tablo 6. Kriz Ülkelerinde 1990-1999 Arası Reel GSYİH(Yüzde)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Endonezya	9	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	8	4,6	-13,6	-3,9
Kore	9,5	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5	-5,5	2
Malezya	9,6	8,6	7,8	8,3	9,3	9,4	8,6	7,7	-7,5	-1,6
Filipinler	3	-0,6	0,3	2,1	4,4	4,7	5,8	5,2	-0,5	2,3
Tayland	11,6	8,1	8,2	8,5	8,6	8,8	5,5	-0,4	-8	1
Ortalama	8,54	6,82	5,72	6,4	7,68	8	7	4,52	-7,02	-0,04

Kaynak: IMF Occasional Paper 188, 2000

Güneydoğu Asya ülkelerinde fiyat istikrarı da sağlanmıştır. Endonezya ve Filipinlerde 1990 sonrasında enflasyon oranı diğer ülkelere göre daha yüksek olmakla birlikte genellikle yüzde 10 seviyesinin altında gerçekleşmiştir. Diğer ülkelerde daha da düşük seviyelerde gerçekleşen enflasyon kriz öncesi dönemde ortalama yüzde 5,06 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7. Kriz Ülkelerinde Enflasyon

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Endonezya	7,8	9,4	7,5	9,7	8,5	9,4	7,9	6,6	60,7	25,4
Kore	8,6	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,4	7,5	1,8
Malezya	2,8	2,6	4,7	3,5	3,7	3,4	3,5	2,7	5,3	3,8
Filipinler	14,1	18,7	9	7,6	9,1	8,1	8,4	6	9,7	8,5
Tayland	6	5,7	4,1	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6	8,1	0,5
Ortalama	7,86	9,14	6,3	5,8	6,54	6,24	6,12	5,06	18,26	8

IMF, Occasional Paper, 188. 2000

Ülkelerin kamu açıkları incelendiğinde kriz belirtisi olacak bir durum göze çarpmaz. Ülkelerin kamu açıkları sifıra yakın veya üzerindedir. Kriz yaşayan ülkelerin hiç birinde tehlike oluşturacak kamu açıkları bulunmamaktadır.

Tablo 8. Kriz Yaşayan Güneydoğu Asya Ülkelerinde Kamu Açıkları

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Endonezya	1,34	0,04	-1,15	-0,71	0,01	0,77	1,16	-0,67	-4,46	-6,48
Kore	-0,67	-1,62	-0,49	0,64	0,32	0,35	0,28	0,28	-3,78	-5,12
Malezya	-3,08	2,48	0,13	0,52	1,45	1,3	1,07	2,58	-1,91	-6,05
Filipinler	-3,8	-2,4	-1,3	-1,6	-1,7	-1,3	-0,6	-0,7	-2,6	-2,7
Tayland	4,6	4,14	2,53	1,98	1,98	2,48	1,04	-1,62	-2,88	-3,84
Ortalama	-0,32	0,528	-0,06	0,166	0,412	0,72	0,59	-0,03	-3,13	-4,84

*Kaynak:IMF, Occasional papers, 188. 2000

Krize yol açan temel makro ekonomik göstergelerden en önemlisi cari işlemler dengesidir. Güneydoğu Asya ülkelerinin cari işlem dengeleri incelendiğinde sürekli bir açık olduğu gözlemlenebilir. Ülkelerin cari işlemlerinin GSYİH'ya oranı Endonezya hariç sürekli açık vermektedir. En fazla cari açığa sahip olan ülke krizin başladığı ülke olan Tayland'dır.

Tablo 9. Cari İşlem Dengesi/GSYİH

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Endonezya	-2,8	-3,4	-2,2	-1,5	-1,7	-3,3	-3,2	-3	-0,1	2,8
Kore	-0,8	-2,8	-1,3	0,3	-1	-1,9	-4,7	-1,8	13,1	7,1
Malezya	-2,1	-8,8	-3,8	-4,8	-7,8	-10	-4,9	-5,1	12,3	8,7
Filipinler	-5,8	-1,9	-1,6	-5,5	-4,6	-4,3	-4,4	-5,1	1,8	2,1
Tayland	-8,3	-7,5	-5,5	-5	-5,4	-7,9	-7,9	-1,9	12,2	8,8
Ortalama	-3,96	-4,88	-2,88	-3,3	-4,1	-5,48	-5,02	-3,38	7,86	5,9

IMF, Occasional Paper, 2000

Bu aşamada bakılması gereken diğer bir ekonomik gösterge sermaye hareketleridir. 1990'lı yıllarda Güneydoğu Asya Ülkelerinin finansal piyasalarını liberalleşirmesi ile birlikte ülkeye giren yabancı sermaye akımlarında ciddi bir artış olmuştur. 1990'lı yıllarda Güneydoğu Asya Ülkeleri gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermayenin neredeyse yarısını ülkelere çekmeyi başaramışlardır (Ülgen, 1999: 11).

2.3.5.2. 1997 Güneydoğu Asya Krizi

2 Temmuz 1997 yılında Tayland'ın para birimi Baht'ı devalüe etmesi ile başlayan kriz kısa sürede bölge ülkelere yayılmıştır. Bölge ülkelerinin benzer

ekonomik yapıları ve uluslararası sermayenin sürü psikolojisi ile hareket etmesi krizin yayılma hızını arttırmıştır.

Yukarıdaki verilerde de görülebileceği gibi Kriz gerçekleşinceye kadar Güneydoğu Asya ülkelerinin ekonomilerinde herhangi bir olumsuz gelişme görülmemektedir. Bu ülkelerin kriz öncesi dönemde emisyon hacimlerini değiştirmedikleri, faiz oranları ile vergi oranlarında değişiklik yapmadıkları bilinmektedir (Tunç, 1999: 18). Özetle, yaşanan krizin sebebi reel sektör sorunları veya makro ekonomik dengesizlikler değil, ekonomilerin kontrolü dışındaki etkenlerdir. Ülke ekonomilerinin kontrol edemediği en önemli etken ise sermaye hareketleridir.

Asya Krizi ile ilgili yapılan çalışmalarda, krize yol açan temel etkenlerin en önemlileri şöyle sıralanabilir:

➤ **Kayırmacı Kapitalizm-Ahbap Çavuş Kapitalizmi (Crony Capitalism):** Ekonomik kaynakların kullanımında rasyonel tercihlerden çok , akraba, yakın dostluk gibi bireysel ilişkilerin ön planda tutulmasının Güneydoğu Asya ülkelerinde yaygınlığı kredilerin yanlış veya etkin olmayan alanlara kaymasına yol açmıştır (Krugman, 1998). Finans şirketlerinin sahibi çoğunlukla bir hükümet yetkilisinin akrabasıydı. Yabancı bankalar bu ilişkiyi bildiklerinden ve açılan kredilerin geri dönmediği zaman hükümetler tarafından korunacağını düşündüklerinden kredi musluklarını sonuna kadar açmışlardır (Krugman, 2001:94).

➤ **Bölge Ülkelerine Gelen Yabancı Sermayenin Etkin Olmayan Alanlarda Kullanılması ve Yatırımların Yanlış Finansmanı:** Güneydoğu Asya ülkelerindeki krizin temel nedenlerinden biri bu ülkelerin uzun vadeli imalat sanayi ile konut ve tesis inşaatı gibi yatırımları büyük ölçüde kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse etmeleridir (Aydoğuş, 2000: 41). Krugman'a göre Asya ekonomilerinin zayıflamasının nedeni kötü yatırım

yapmaları değil, yatırımlarını finanse etme şekilleri idi: bu yatırımların çoğu dolar ya da yen şeklindeki büyük miktarlarda borçla finanse ediliyordu (Krugman, 2001: 14).

Bölge ülkelerinde sanayiciler (işletmeler) daha yüksek kaldıraç kullanma, yani daha çok yabancı kaynak kullanma eğilimindedirler; işletmeler kendi öz kaynaklarının dört beş katına eşit yabancı kaynak kullanmaları normal uygulama olarak kabul edilir (Tunç, 1999: 13). Piyasalar aniden Asya paralarından yüz çevirip devalüasyona neden olunca, yabancı para cinsinden aşırı borçlanan şirketlerin borç yükünün yerel para cinsinden değeri birden artmış ve yerel şirketler bir çoğu ödeme güçlüğü içerisine girmişlerdir.

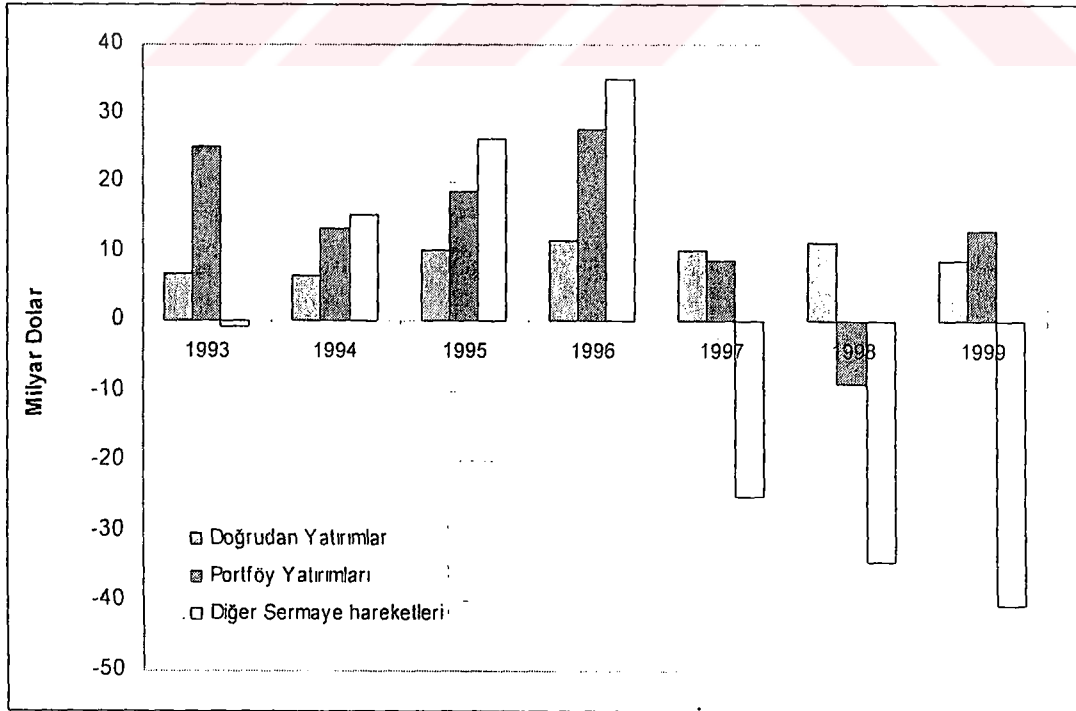
➤ **Mali Piyasaların Serbest Piyasa Mekanizması Çerçevesinde Etkin İşleyecek ve Piyasa Katılımcılarına Tam ve Doğru Bilgiyi Zamanında Ulaştıracak Yapıdan Uzak Olması:** Mali piyasalarda kamu bankaların ağırlıkta olması ve yeni kurumların girişine izin verilmemesi piyasaları etkin işleyişten uzaklaştırmıştır. Mali sistemin etkin bir gözetim ve sermaye yeterliliği düzenlemelerine sahip olmaması nedeniyle, bankalar gerek fon toplama gerekse kredi verme konusunda etkinlikten uzaklaşmışlardır. Yüklü miktarda riskli ve batık krediler oluşmasına rağmen, bu kurumlar varlıklarını sürdürebilmiş ve sorun bütün mali sisteme yayılarak zayıf ve spekülatif ataklara hedef haline gelmiştir. Sonuçta, ilk önce yabancılar tarafından başlatılan daha sonra yerel yatırımcıların katılımı ile artarak devam eden ülke parası satışı ve döviz talebi, döviz fiyatların hızla yükselmesine neden olmuş ve oldukça yüklü tutarlarda açık pozisyonlara sahip bankaların bir çoğu sermayesinin tümünü kaybetmiştir (Alp, 2000: 244-45-46).

Yukarıda sıralanan faktörler genel anlamda ekonomik sistemin aksak işlemesine yol açan faktörler olmakla birlikte 1997 Güneydoğu Asya'da krizi yol açan iki temel etkenden söz edilebilir: Bunlardan birincisi yabancı sermaye hareketleri, diğeri ise sabit döviz kuru uygulamasıdır.

1990'lı yılların başında itibaren Güneydoğu Asya ülkeleri içte ve dışta hızlı bir şekilde finansal liberalizasyon sürecine girmişlerdir. Ancak bu liberalleşme sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilmiştir. Sermaye piyasalarına giriş engelleri kaldırılmış, şirketlerin borçlanmayla finansmanına ilişkin sınırlar, faiz oranları ve kredilendirme üzerindeki düzenleyici kurallar hafifletilmiştir. Buna karşılık doğrudan yabancı yatırımlar ve bankacılık sektörüne girişte sınırlamalar devam etmiştir. Bu konudaki ihtiyatlılık kısa vadeli sermaye girişinde gösterilmemiştir (Yay vd. 2001: 36).

Sermaye akımlarının önündeki engellerin kaldırılması ile 1990 sonrası, bölgeye yoğun sermaye girişi olmuştur. Aşağıdaki tablodan görülebileceği gibi, kriz yaşayan bölge ülkelerine doğrudan yabancı sermaye girişinde ciddi bir artış yaşanmazken, özellikle kısa vadeli banka kredilerinde ve portföy yatırımlarında aşırı bir artış yaşanmış ve bu artış 1996 yılında en yüksek seviyesine çıkmıştır (Grafik 4).

Grafik 4. Kriz Yaşayan Asya Ülkelerine Yönelik Sermaye Hareketleri



Kriz yaşayan Asya ülkeleri: Kore, Tayland, Endonezya, Filipinler, Malezya
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2001.

1997 yılında spekülâtif amaçlı veya sürü psikolojisi ile yoğun bir şekilde ülkeyi terk eden yabancı sermaye bu ülkelerdeki krizin başlamasında ve derinleşmesinde önemli bir rol oynamışlardır. Sermaye akımları içerisinde resmi sermaye akımları çok az bir yer tutmaktadır. Bu ülkelerde sermaye hareketleri ağırlıklı olarak özel sektör orijinelidir ve sermaye kaçışı ile kendilerini iç kaynaklardan daha çok yabancı sermaye ile finanse eden özel sektör ciddi bir kaynak sıkıntısı içerisine girmişlerdir.

Krizin ortaya çıkışında ikinci önemli faktör, ülkelerin uyguladıkları sabit veya yarı sabit döviz kuru sistemleridir. Sabit döviz kuru politikaları bir yandan döviz riskini en aza indirerek döviz borçlanması teşvik etmiştir. Öte yandan da yoğun döviz girişi ile ülke parasının aşırı değerlenmesine ve ödemeler dengesi açığına yol açmıştır. Özellikle 1995 yılında doların yen karşı değeri kazanması ile birlikte ülkelerin paralarında değerlenme daha da artmıştır. Bunun sonucunda Güneydoğu Asya ülkelerinin dış piyasada rekabet gücü azalmış; ihracat gerilemiş ve cari açıklar artmaya başlamıştır.

2.3.6. 1998 Rusya Krizi

Rusya, 1990'lı yılların başlarından itibaren serbest piyasa ekonomisini benimsemiştir. Benimsenen yeni politikalarla, fiyatların serbest bırakıldığı, dış ticaret serbestleştirme çabalarının hız kazandığı, Ruble'nin değerinin piyasa koşullarında benimsendiği ve özelleştirmenin önem kazandığı bir ortamda, başlangıçta ödemeler dengesi ve enflasyon sorunları ile baş edebilmiştir. Petrol fiyatlarının yüksek olması nedeniyle ödemeler dengesi fazla veren Rusya, fiyatlardaki serbestleşme ile birlikte yüzde 2500 çıkan enflasyonu, yüzde 10 düzeyine indirmeyi başarmıştır. Buna nazaran bütçe dengesinde iyileşmeler sağlanamamış ve büyüme oranı negatif olmuştur (Ülgen, 1999: 13).

Rusya'nın 1990 sonrası GSYİH artış ve Enflasyon oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir

Tablo 10. Rusya GSYİH ve Enflasyon Oranları

Yıllar	GSYİH(%)	Enflasyon
1992	1.734.7
1993	-10.4	874.7
1994	-11.6	307.4
1995	-4.2	197.4
1996	-3.4	47.6
1997	0.9	14.7
1998	-4.9	27.7
1999	3.2	85.9

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, May 1999

1997 yılına gelindiğinde, Rusya'nın 140 milyar dolar civarında dış borç ve 70 milyar dolar civarında hazine bonusu olmak üzere toplam 200 milyar dolar civarında borcu bulunmaktadır. Bu miktar GSYİH'nin yüzde 42'ler tekabül etmektedir. Borç stoku diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek olmamakla birlikte kısa vadeli borçların yüksek olması ekonomi açısından ciddi bir tehlike unsuru olmuştur (DPT, 1998: 3).

Borçlarını ve ücretleri ödeyebilmek için Rus Hükümeti 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya başlamıştır. GKO diye adlandırılan kısa vadeli hazine tahvilleri ve OFZ olarak adlandırılan federal hükümet bonolarının faizleri 1995 yılında yüzde 240'lara kadar yükselmiştir. 1996 yılı devlet başkanlığı seçimleri öncesinde ücretlilere ödeme yapabilmek için faiz oranları daha da yükseltilmiştir. Bu dönemde uluslararası kredilendirme kuruluşlarının Rusya'ya Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelere göre daha yüksek derece notu vermesi Rus Hükümetinin borçlanmasını kolaylaştırmıştır.

Güneydoğu Asya'da başlayan kriz, 1998 yılında bölgelerinde önemli ağırlıkları bulunan Rusya ve Brezilya'ya sıçrayarak küresel bir nitelik kazanmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur politikalarının teşvik ettiği sermaye

akımları 1997 yılının ortalarından itibaren tersine dışarıya kaçmaya başlamıştır (Yay vd. 2001:40). Kriz öncesi yıllarda yabancı sermayenin ilgisini çeken Rusya, uluslararası piyasalardan kolayca sağladığı finansman olanaklarının verdiği rahatlıkla yapısal reformlarını geciktirmiş ve kamu kesimi açıklarını küçültememiştir. Krizin Rusya üzerinde ilk etkisi ülkeden yoğun sermaye çıkışları olmuştur. Küresel krizin bir başka boyutu ham madde fiyatlarındaki düşüşlerdir. Rusya'nın başlıca ihraç kalemleri olan petrol ve gaz fiyatlarındaki düşüşler cari işlemler dengesinde kötüleşmeye yol açmıştır. Sonuçta dalgalanmaya bırakılan Ruble kısa süre içinde önemli ölçüde değer kaybetmiştir. Rusya'nın Ağustos 1998'de kısmi moratoryum ilan etmesi krize yeni bir boyut kazandırmıştır (DPT, 2000: 39).

Tablo 11. Cari İşlem Dengesinin Reel GSYİH'ya Oranı

1998	1999	2000	2001
0,4	11,3	13,4	7,9

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2000

Finansman krizini aşabilmek amacıyla Rus Hükümeti 1998 yılı Temmuz ayında IMF ile bir destek anlaşması imzalamış ve bu kapsamda 1998 yılında 12.5 milyar dolar olmak üzere 1999 yılı sonuna kadar 15.1 milyar dolarlık finansman imkanı sağlamıştır. Ayrıca Dünya Bankası da 1999 yılı sonuna kadar Rusya'ya 6 milyar dolar yardım yapacağını açıklamıştır. Japon Hükümetinin taahhüt ettiği 1.5 milyar dolarlık yardım paketiyle beraber Rus Hükümeti 1999 yılı sonuna kadar 22.6 milyar dolarlık finansman sağlamıştır. Sağlanan yeni dış kredi imkanlarının da desteğiyle Rus Merkez Bankası Temmuz ve Ağustos ayı başlarında ısrarla rublenin değerini değiştirmeyeceğini açıklamış ancak devalüasyon yapılacağı beklentisini ve döviz spekülasyonlarını azaltamamıştır. Son olarak George Soros'un 1998 yılı Ağustos ayı ortalarında Financial Times'a gönderdiği mektupta rublenin yüzde 25 civarında devalüe edilmesi gerektiğini söylemesi piyasalarda devalüasyon beklentilerini iyice artırmıştır. Rus hükümeti piyasaları yatıştırmak üzere 17 Ağustos

1998 tarihinde daha önce Amerikan Doları karşısında 5.27 - 7.13 olan rublenin dalgalanma aralığının 1998 yılı sonuna kadar 6.0 - 9.5 olacağını açıklamış ve dış borçların ödenmesi hususunda 90 günlük moratoryum ilan etmiştir. Söz konusu açıklama, rublenin alt sınır olan 9.5 değerine düşmesi durumunda, yüzde 34'lük bir devalüasyon anlamına gelmektedir (DPT 1998: 5).

Rusya'nın ilan ettiği moratoryum uluslararası piyasalarda yeni bir panik ortamı yaratmıştır. Yatırımcılar, gelişmekte olan ülkelere açtıkları pozisyonları yeniden değerlendirme yoluna gitmişlerdir. Gözler bu kez Brezilya üzerine çevrilmiştir (DPT, 2000: 39).

2.3.7. 1998 Brezilya Krizi

Latin Amerika'nın en büyük ekonomisine sahip olan Brezilya, Asya ve Rusya krizi sonrası mali erimenin eşğine gelmiş, para birimi Real dalgalanmaya bırakılmış, ülkeden 2 milyar dolar sermayenin kaçtığı günler olmuştur (Ülgen, 1999: 14).

1980'lerde dış borç krizi yaşayan Brezilya, 1994 yılına kadar enflasyonu bir türlü kontrol altına alamamış ve yüzde 2700 seviyelerine kadar çıkmıştır. 1990 sonrası ekonomiyi yeniden yapılandıran Brezilya, yoğun bir özelleştirme programı devreye sokmuş ve dış rekabete açılmıştır. 1993 yılı sonunda uygulamaya konulan Real Planı ile enflasyon 1998 yılında yüzde 2'den daha aşağılara çekilebilmiştir. Büyüme hızının artması ile ithalat ve tüketimde bir patlama yaşanmış ve hükümet cari açıklarla baş edebilmek için yabancı sermayeyi çekme yollarını aramıştır.

Sermaye hareketlerini çekebilmek için takip edilen yüksek faiz politikaları, kamu borçlarının GSYİH'ya oranını 1995-1999 arasında iki katı arttırmıştır (Yay vd, 2001: 42).

Aşağıdaki tabloda Brezilya'ya ait makro ekonomik veriler gösterilmiştir.

Tablo 12. Brezilya Temel Makro Ekonomik Göstergeler

Yıllar	GSYİH	Enflasyon	Cari İşlem Dengesi/GSYİH	Kamu Kesimi Dengesi	Dış Borç/GSYİH
1982-1991	2,1	384,7	-----	-----	-----
1992	-0,5	1022,5	-----	-----	-----
1993	4,9	1927,4	-----	-----	-----
1994	5,9	2075,8	-----	-3,3	18,2
1995	4,2	66	-----	-7	22,6
1996	2,7	15,8	-----	-5,9	23,2
1997	3,6	6,9	-----	-6,6	24,9
1998	-0,1	3,2	-4,3	-8,1	31,2
1999	1	4,9	-4,6	-9,8	44,6
2000	4	7,5	-3,9	-3,7	36,3
2001	4,5	5	-3,5	-6,3	

Kaynak: IMF, Word Economic Outlook, May,1999 ve October 2000

Dış borç stoku en yüksek ülkelerden biri olan Brezilya, 1998 yılına cari işlemler ve bütçe açıkları ile girmiştir. Rusya moratoryumundan sonra uluslararası piyasalarda Brezilya'nın da krize gidebileceği kaygısı yaygınlaşmıştır. Yoğun sermaye çıkışları Brezilya'nın büyük tutarlara ulaşan döviz rezervlerinin erimesine neden olmuştur. Sonuçta Brezilya'da diğer ülkeler gibi Uluslararası Para Fonu'ndan destek istemek durumunda kalmıştır. 1998 yılı sonlarında bir stand-by anlaşmasına varılması dalgalanmaları bir süre için durdurmuştur. Ancak, Ocak 1999'da yapısal önlemler programının Brezilya Parlamentosunda dirençle karşılaşması ve bir eyalet yönetiminin Federal yönetime olan borçlarını yeni bir ödeme planına bağlamak istediğini açıklaması krize yeni bir ivme kazandırmıştır. Yeniden başlayan sermaye çıkışları karşısında Brezilya Reali dalgalanmaya bırakılmıştır. Real kısa bir süre içinde yüzde 40 oranında değer kaybına uğramıştır (DPT, 2000: 40).

2.3.8. 2001 Arjantin Krizi

1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı kriz zincirine, Aralık 2001'de Arjantin'de meydana gelen sosyal patlama ile yeni bir halka daha eklenmiştir.

1990'lara kadar, ekonomik gelişimi göz ardı ederek ülke kaynaklarını verimsiz olarak kullanan askeri hükümetler nedeniyle hiper enflasyon, yüksek dış borç ve dibe vuran üretim gibi ciddi ekonomik sorunlar yaşayan Arjantin'de, 1989'da Carlos Menem'in başkanlığında yapısal reformlar başlatılmıştır.

IMF'in, bir dönem için "göz bebeği" olan Arjantin'de enflasyon 1989 yılında yüzde 3 bin 80, 1990'da ise yüzde 20266 olarak gerçekleşmesi üzerine Nisan 1991'de Arjantin, parasını dolara endekslemiş ve Ocak 1992'de parasından dört sıfır silerek yeni para birimi Pezo'yu piyasaya sürmüştür.

Pezo'nun değerini ABD Doları'na eşitlemiş ve değerini korumak için elinde ne kadar dolar varsa, o kadar para basmayı kabullenmişti. 1994 yılına gelindiğinde enflasyon yüzde 4, 1995 yılında yüzde 2'ler seviyesine indirildi.

Tablo 13. Arjantin ekonomisine Ait Makro Ekonomik Göstergeler

Yıllar	GSYİH	Enflasyon	Cari İşlem Dengesi	Kamu Kes. Dengesi	Dış Borç/GSYİH
1982-1991 ort.	0,4	452,7	-	-	-
1992	10,3	24,9	-	-	-
1993	6,3	10,6	-	-	-
1994	5,8	4,2	-	-1,8	33,3
1995	-2,8	3,4	-	-2,3	38,2
1996	5,5	0,2	-	-3,2	40,3
1997	8,1	0,8	-	-2	42,6
1998	3,9	0,9	-4,8	-2,1	47,1
1999	-3,1	-1,2	-4,4	-4,1	51,1
2000	1,7	-0,7	-3,7	-2,8	52,6
2001	3,7	0,5	-3,6	-	-

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, May, 1999 ve October 2000

Arjantin, 1980'li yıllardan sonra yaşadığı kronik hiper enflasyondan izlenen politikalar sayesinde kurtulmuş fakat, programın sosyal sonuçları ortaya çıkmaya başlamıştır. Yeniden yapılanma sürecinde Arjantin, 1990 yılında vergi reformu, özelleştirme ve kamu sektörü reformundan oluşan bir reform paketini de uygulamaya sokmuştur.

Arjantin, daha fazla yabancı sermaye çekebilmek için, IMF ve Dünya Bankası'nın tavsiyeleri doğrultusunda, rekor düzeyde bir özelleştirme sürecine başlamıştır.

Gerekli altyapı oluşturulmadan ve denetimsiz olarak gerçekleştirilen özelleştirme sonucunda, özelleştirmeden elde edilmesi beklenen, "serbest rekabet, üretim-verimlilik artışı, uygun fiyat ve kalite" sağlanamazken, fiyatlar artmış ve denetimsiz "karteller" oluşmaya başlamıştır.

Bu dönemde yabancı sermaye girişi özellikle de kısa vadeli sermaye girişi rekor düzeylere ulaşmıştır. Türkiye'ye, 1990-2000 yılları arasında yaklaşık olarak toplam 10 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye girerken, Arjantin'e 80 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye, yaklaşık 150 milyar dolar da sıcak para girişi olmuştur.

1997 yılında Güneydoğu Asya'da başlayan krizin 1998'de Rusya'ya ve 1999 yılında Brezilya'ya sirayet etmesi ile başlayan durgunluk Arjantin'e rekabet gücünü kaybettirmiştir. 2001 yılına gelindiğinde Arjantin ekonomisi borçlarını ödeyemez hale gelmiştir. IMF'nin devalüasyon yapma önerisini hükümet reddedince, krediler dondurulmuş ve dış yardım kanalları kapatılmıştır. Bunun sonucunda Arjantin 132 milyar dolarlık dış borcunu ertelemek zorunda kalmıştır (Arı, 2002: 10). Enflasyonla mücadele adına uygulanan kemer sıkma politikaları, işsizlik oranının artmasında en önemli unsur olmuştur. 1989'da yüzde 6 olan ortalama işsizlik oranı son yıllarda yüzde 17'ye fırlamış, Ülkenin bazı yerlerinde işsizlik oranı, yüzde 40'lara kadar yükselmiştir.

2.4. Krizler ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı 1982 Dış borç krizi sonrası, uluslararası sermaye hareketlerinin yapısı önemli ölçüde değişmiştir. Daha önceki dönemde yabancı sermaye hareketleri, banka kredileri, hükümetler arası krediler ve doğrudan yatırımlar şeklinde olurken, özellikle 1990 sonrası serbestleşme hareketlerinin yaygınlaşması ile birlikte özel sektör ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar yaşanmıştır.

Son yıllarda iktisat literatüründe en çok tartışılan konulardan biri olan Meksika, Güneydoğu Asya, Rusya, Türkiye, Arjantin krizlerinin sebepleri konusunda üzerinde iktisatçıların uzlaşmalarının çok zor olduğu uzun bir liste karşımıza çıkar. Yolsuzluk ve kayırmacı kapitalizm, piyasaların şeffaf olmaması, demokratikleşmenin tam olarak gerçekleşmemesi, yanlış yatırımların desteklenmesi ve mevduat garantileri, artan dış açıklar, sabit döviz kuru, finansal düzenlemelerin eksikliği, dış borçlarda aşırı artış (Chang-Valesco, 1999: 1). Bu liste daha da uzatılabilir. Bu faktörler gelişmekte olan ülkelerdeki krizlere zemin hazırlamış olmakla birlikte, krizlere yol açan temel etken ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin yapısı ile yakından ilişkilidir.

Birinci bölümde üzerinde durulduğu üzere, 1972 yılında Bretton Woods sisteminin yıkılmasının ardında, sermayenin serbest dolaşımının önündeki engeller kaldırılmış ve özellikle petrol ihraç eden ülkelerin cari işlem fazlaları bankalar aracılığı ile gelişmekte olan ülkelere akmaya başlamıştır.

1982 yılına gelindiğinde gelişmekte olan ülkeler aşırı dış borç ile karşı karşıya gelmişler ve bir çok ülke borçlarını yeniden yapılandırma yoluna gitmiştir. 1982 borç krizi gelişmekte olan ülkeler açısından bir dönüm noktası olmuştur. Bu yıllarda dünya ekonomisinin içine düştüğü durgunluk, bir yandan gelişmiş ülkelerdeki “yeni korumacılık” eğilimlerini arttırmış, bir yandan da bu ülkelerdeki

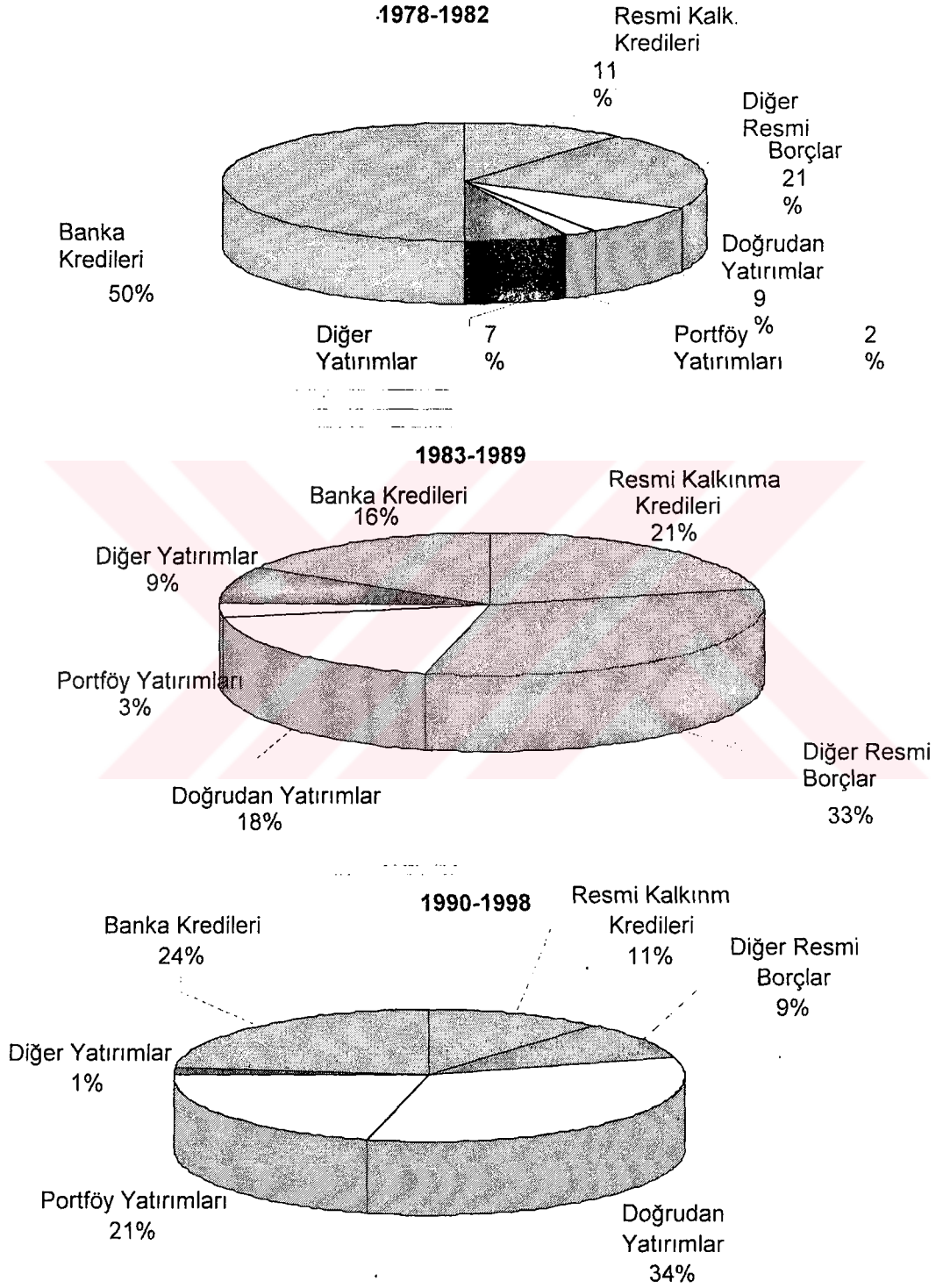
sermayenin daha karlı yatırımlar araması sonucu, finansal piyasalardaki serbestleşme hızlanmıştır (Çaşkurlu, 2001:163).

1990'lı yıllara gelindiğinde gelişmekte olan ülkelerin çoğu finansal liberalleşme uygulamalarını benimseyerek yabancı sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırmışlardır. Finansal liberalleşme bu ülkelere giren yabancı sermaye miktarında önemli ölçüde artarken, vade yapısında ve türünde önemli değişiklikler olmuştur.

Aşağıdaki grafikte 1975-1998 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye yapısındaki değişimler verilmiştir. 1975-1982 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere giren sermaye daha çok resmi nitelikte ve banka kredileri şeklinde iken, 1983-1989 arasında dış borç krizi nedeni ile banka kredilerinde bir azalma yaşanmış ve resmi sermaye akımlarında önemli ölçüde artışlar yaşanmıştır. Bu dönemde özel sektör kredilerinde ve portföy yatırımlarında bir artış olmakla birlikte, özel sektör yabancı sermaye hareketlerinde asıl artış doğrudan yatırımlarda gerçekleşmiştir.

1990'lı yıllarda, serbestleşme hareketlerinin artması ve yeni finansal araçların geliştirilmesi sonucu özel sektör tarafından kullanılan kısa vadeli yabancı sermaye miktarında önemli ölçüde artış görülmektedir. Resmi sermaye hareketlerinde ciddi bir azalma yaşanırken, doğrudan yatırımların da arttığı gözlemlenebilir. Ama bu artış, kısa vadeli sermaye akımlarındaki artış oranından düşüktür. 1983-89 dönemi ile karşılaştırıldığında portföy yatırımlarının yabancı sermaye içindeki payı yüzde 3'den yüzde 21'e yükselirken, banka kredilerinin toplam yabancı sermaye içindeki payı yüzde 16'dan yüzde 24'e çıkmıştır. Doğrudan yatırımlar ise yüzde 18'den yüzde 34'e yükselmiştir. Resmi kalkınma kredileri yüzde 21'den yüzde 11'e gerilerken, diğer resmi borçlar yüzde 33'den yüzde 9'a gerilemiştir. Özetle resmi sermaye hareketleri büyük oranda gerilerken özel sermaye akımlarında büyük artış yaşanmıştır.

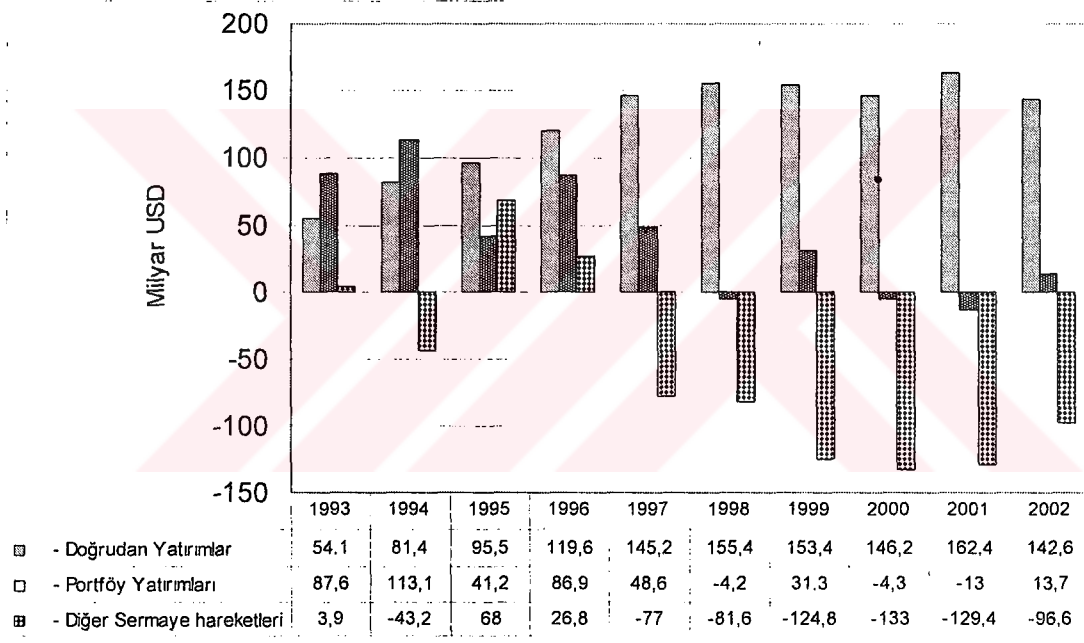
Grafik 5. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Akımları ve Türleri



Kaynak: Akyüz-Confort, 1999

1990 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye miktarında da önemli değişiklikler yaşanmıştır. Finansal serbestleşme ile beraber gelişmiş ülke piyasalarında varlığını sürdüren sermaye, faiz oranlarının daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru akmaya başlamış ve bu ülke ekonomilerinin göreceli olarak hızlı kalkınmalarına katkıda bulunmuşlardır. Aşağıdaki grafikte gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri verilmiştir.

Grafik 6. 1990 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri



Kaynak: IMF World Economic Outlook, December 2001, 2001 ve 2002 verileri tahmini değerlerdir.

Grafikte de açıkça görülebileceği gibi 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye ağırlıklı olarak kısa vadeli sermayedir ve bu sermaye yapısı gereği istikrarsız bir seyir izlemektedir. Faiz ve kur arbitrajından faydalanmak için ülkeye giren kısa vadeli sermaye, herhangi bir engel kalmadığı için aniden çıkış yapabilmekte ve ülke ekonomisi üzerinde ciddi tehlikeler oluşturabilmektedir. Bu ülkelere doğrudan yatırımlarda da bir artış yaşanmakta ve bu artışlar istikrarlı bir durum arz etmektedir.

Önceki kısımda üzerinde durulan 1990 sonrası kriz yaşayan ülkelerin makro ekonomik koşullar açısından farklı özellikler arz etseler de, kriz öncesinde uyguladıkları politikalar ve krizin gelişim süreci açısından büyük benzerlik göze çarpmaktadır. Güneydoğu Asya ülkeleri, kriz öncesi yüksek büyüme hızları, düşük enflasyon ve düşük hatta bazen fazla veren cari işlem dengesi ile krizle karşılaşmışken; Latin Amerika ülkelerinde yüksek enflasyon, aşırı tüketim eğilimi ve yüksek oranlı cari işlem açığı nedeni ile kriz yaşamışlardır. Bu ülkelerde, kriz öncesi durumlarında benzer ve farklı yönleri aşağıdaki tabloda görülebilir.

1990 sonrası kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerin hemen hepsinde kriz öncesinde cari işlem açıkları yüksek düzeylerde seyretmiştir. Cari işlem açıklarında meydana gelen bu artış diğer üç benzer durumun sonucu olarak gerçekleştiği söylenebilir. Sabit döviz kuru uygulaması, ulusal paranın aşırı değerlenmiş olması ve yabancı sermaye akımlarının yüksek olması bütün ülkelerde kriz öncesi görülen ortak bir özellik olarak karşımıza çıkar.

Gelişmekte olan ülkeler yabancı sermaye hareketlerinin sürekliliğini sağlayabilmek için döviz kurlarındaki değişmeyi kontrol altına alarak güven ortamı yaratmaya çalışmışlardır. Sabit kur garantisi ile ülkeye yönelen yabancı sermayenin ekonomide canlanmaya yol açarak talebi artırması enflasyonunun artmasına yol açmıştır. Ulusal paranın enflasyon karşısında değer kazanması ile birlikte ekonomini dış rekabet gücünün zayıflamasına ve cari açıkların artmasına yol açmaktadır.

Kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerdeki diğer ortak özellik ise bankacılık sistemindeki zayıflıklardır. Yabancı sermaye hareketlerinde büyük öneme sahip olan bankacılık kesimi yasal-kurumsal eksiklikler ve zayıf denetim nedeni ile dış yükümlülüklerini aşırı derecede artırması ve usulsüz krediler bankacılık kesimini krizlerin kaynağı haline getirmektedir. Bu ülkelerde fonların devlet tarafından garantilenmiş olması bankacılık kesiminde ahlaki tehlikeyi daha da arttırmaktadır.

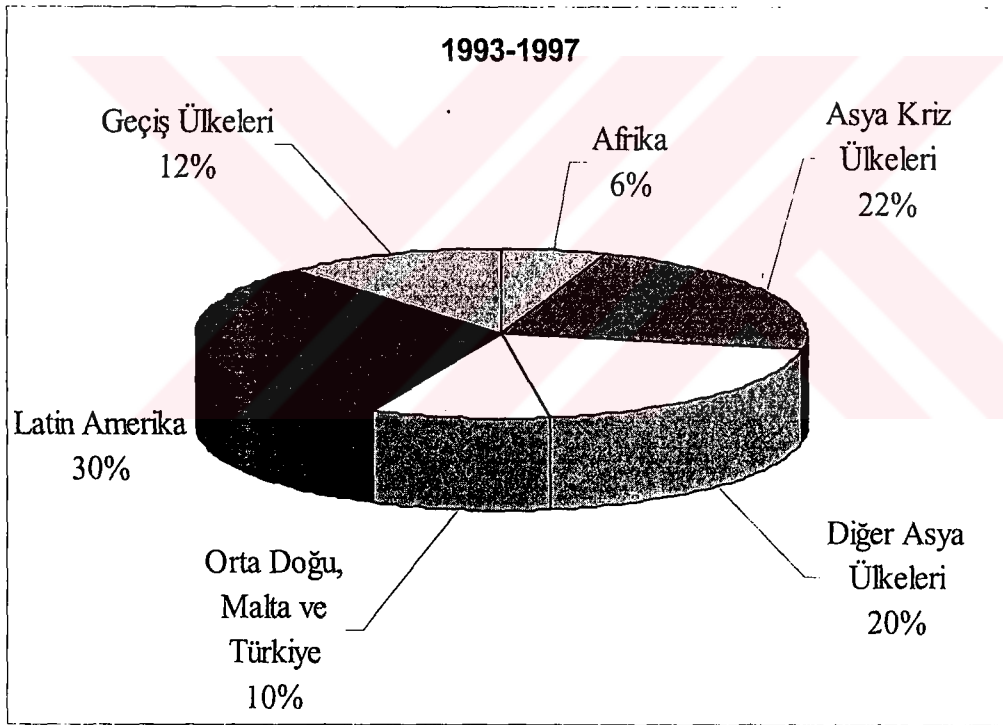
Tablo 14. Kriz Yaşayan Gelişmekte Olan Ülkelerde Kriz Öncesi Makro Ekonomik Yapı

Ülke ve Yıl	Cari İşlemler Açığı Yüksek mi?	Sermaye Akımları Yüksek mi?	Bankacılık Sistemi Zayıf mı?	Döviz Kuru Aşırı Değerli mi?	Döviz Kuru Sabit mi?	Zayıf Makro Ekonomik Temeller
Meksika, 1994	Evet, GSYİH'nin % 6,5'ini Aşıyor(1992-1994)	Evet	Evet, Batık krediler fazla, zayıf denetim	Evet	Evet	Hayır
Tayland, 1997	Evet GSYİH'nin % 8(1995-1996)	Evet	Evet, finansal kurumlar zayıf	Evet	Evet	Hayır
Malezya	Evet, GSYİH'nin %6,5(1995-1996)	Evet	Evet, Zayıf Denetim	Evet	Evet	Nispeten Zayıf
Kore	İlmlı GSYİH'nin %4(1996-1997)	Evet	Evet	Hayır	Hayır	Hayır
Endonezya	İlmlı GSYİH'nin %3,5(1995-1996)	Evet	Evet	Evet	Evet	Hayır
Filipinler	İlmlı, GSYİH'nin % 4	Evet	Evet	Evet	Evet	Nispeten zayıf
Rusya, 1998	Dengeli	Evet	Nispeten	Evet	Evet	Zayıf
Brezilya 1998-99	Evet GSYİH'nin %5	Evet	Evet,	Evet	Evet	Kismen Zayıf
Arjantin	İlmlı 4,1(1998-2001)	Evet	Evet	Evet	Evet	Zayıf

Kaynak: Edwards, S.(1999) yararlanılmıştır. ("On Crisis Prevention Lesson From Mexico and East Asia"s, 42)

Kriz yaşıyan ülkeler arasındaki en önemli benzerlik, kriz öncesi dönemde finansal piyasalarını serbestleştirmeleri ve yoğun yabancı sermaye girişinin yaşanmasıdır. 1990'lı yıllarda hız kazanan serbestleşme ile beraber, bu ülkelere yabancı sermaye akışı hızlanmıştır. Aşağıdaki grafikte görüldüğü gibi, 1993-1997 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin % 60'ına yakın kısmı kriz yaşıyan ülkelere akmıştır.

Grafik 7. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Özel Sermaye Akımlarının Bölgesel Dağılımı



Kaynak: IMF World Economic Outlook, December 2001

1993-1997 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye miktarı yıllık ortalama 170,52 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Sermaye hareketlerinin bölgesel dağılımına baktığımızda sermaye hareketleri ile krizler arasındaki ilişkiyi görmemiz daha da kolaylaşacaktır.

Latin Amerika Ülkelerine yönelen yabancı sermaye hareketleri gözlemlendiğinde, doğrudan yatırımların istikrarlı bir seyir izlerken, kısa vadeli yatırımların yıllar itibariyle büyük değişiklikler arzettiği görülebilir. Doğrudan yatırımlar 1993 yılında 8,7 milyar dolarken, 1994'te bu rakam 22,8'e 1995'te ise 24,2'ye yükselmiştir.

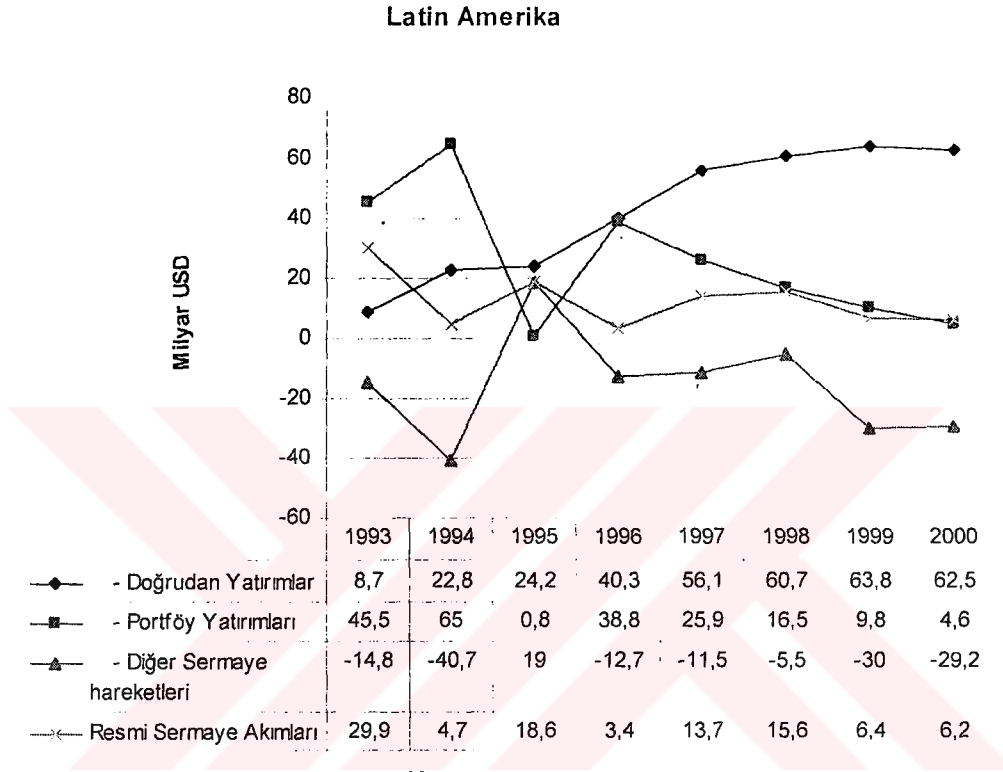
Portföy yatırımlarında ise kriz öncesi 1993 ve 1994 yıllarında yoğun sermaye girişi yaşanmıştır. 1994 yılı portföy yatırımları en yüksek seviyesine çıkarak 65 milyar dolar olmuştur. 1994 yılı sonunda Meksika krizi ile artan sermaye çıkışı 1995 yılında 62,2 milyar dolar dolaylarında gerçekleşmiştir. Diğer özel sermaye hareketlerinde ise, kaçışlar 1993 yılında başlamış ve 1994 yılında en yüksek seviyesine çıkmıştır. 1994 yılında 40,7 milyar dolar özel sermaye kaçışı yaşanmıştır.

Daha öncede değinildiği gibi, 1994 yılında yoğun sermaye çıkışları karşısında rezervleri iyice azalan Meksika hükümeti, Aralık ayı sonunda yüzde 15 devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. Bu devalüasyonu yeterli görmeyen piyasalarda 1995 yılında da sermaye çıkışlarının artarak devam etmesi nedeniyle döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır.

1996 yılından itibaren bölgeye kısa vadeli yabancı sermaye girişinde bir artış olmuş, 1997 yılında Güneydoğu Asya'da krizin yaşanması ile birlikte bölgeden sermaye kaçışı hızlanmıştır. 1998 yılı Rusya krizi ile birlikte Brezilya'da kriz beklentisi artmış ve sürü psikolojisi ile hareket eden sermaye 1998 yılında 30 milyar dolar tutarında özel sermaye bölge dışına çıkarken, portföy yatırımlarında çıkış miktarı 6,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Resmi sermaye akımlarında ciddi değişimler yaşanmazken özellikle 1994 Meksika krizi sonrasında yardımların artması ile birlikte 1995 yılında 18,6 milyar seviyesine çıkmıştır.

Grafik 8. Latin Amerika Ülkelerine Yönelen Yabancı Sermaye Hareketleri



Kaynak: IMF, World Economic Outlook. 2001

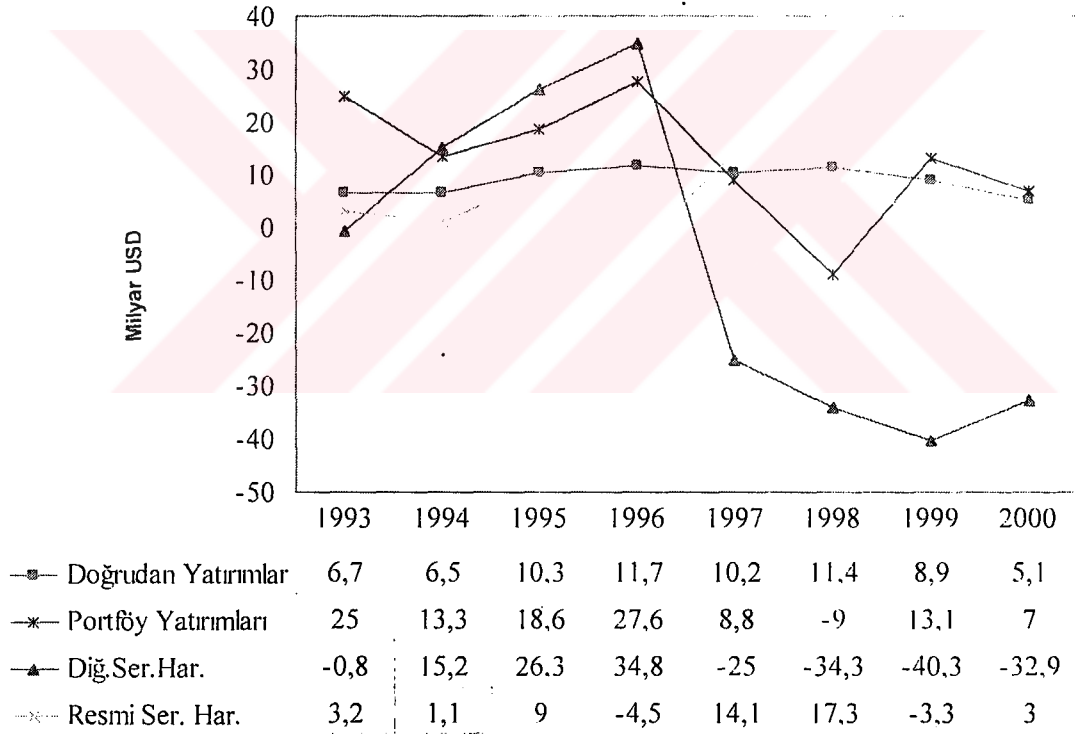
Benzer bir durum Güneydoğu Asya'da kriz yaşayan ülkeler için geçerlidir. 1990 sonrası dönemde piyasalarını serbestleştiren Güneydoğu Asya ülkelerine yabancı sermaye girişleri artmıştır.

1993 yılından itibaren hızlı bir artış gösteren yabancı sermaye girişleri 1996 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak, 74,1 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu miktarın 11,7 milyar dolarını doğrudan yatırımlar oluştururken, 63,4 milyar dolarlık kısım portföy yatırımları ve diğer özel sermaye akımlarından oluşmaktadır. Latin Amerika ile kıyaslandığında Doğrudan yatırımlar bu bölgede daha düşük bir düzeydedir. Hareket kabiliyeti yüksek olan kısa vadeli sermayenin toplam

yabancı sermaye girişleri içerisinde önemli bir yer tutması krizin boyutunun daha büyük olmasında belirleyici olmuştur.

1997 yılında Tayland'ın Bahtı devalüe etmesi ile başlayan kriz öncesinde ve sonrasında yoğun sermaye çıkışı yaşayan ve yatırımlarının çoğunluğunu yabancı sermaye ile finanse eden Güneydoğu Asya ülkeleri; başlangıçta finans piyasalarında, daha sonra da reel sektörlerde kendini hissettiren krizle karşı karşıya kalmışlardır.

Grafik 9. Güneydoğu Asya Kriz Ülkelerine Yönelik Sermaye Hareketleri



Kaynak: IMF, 2001

Gelişmekte olan ülkeler 1990 sonrası finansal piyasalarını serbestleştirirken, piyasaların etkinliğini sağlayacak gerekli mali ve hukuksal altyapıyı oluşturmamışlardır. Piyasalarda gerekli denetimin olmadığı ve giriş ve çıkışında herhangi yasal bir engelin bulunmadığı bu ülkelere giren yabancı sermaye,

genellikle etkin olmayan, tüketim harcamaları veya konut yatırımları gibi alanlarda kullanılmıştır. Bu ülkelerde sabit veya kontrollü döviz kuru sisteminin uygulanması, yabancı sermaye girişi, nominal kurun aşırı değerlenmesine neden olmuş, ithalat artıp ihracat azalmıştır. Cari işlemler dengesinin yabancı sermaye ile finanse edildiği bu ülkelerde, spekülasyon atakları veya siyasi ve sosyal bir olayı bahane edip sermaye çıkışının başlaması ile piyasalarda başlayan panik, kısa sürede sürü psikolojisi ile hareket ederek artmaktadır. Kendi kendini besleyerek büyüyen bu panikler gelişmekte olan ülkelerin rezervlerinin tükenmesine devalüasyon veya döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ile sonuçlanmaktadır. Böyle bir uygulama, piyasada beklentileri daha da olumsuz etkilemekte, sadece yabancı sermaye değil, yurt içindeki yerli yatırımcılarda ülke parasından kaçmaya başlamakta ve döviz kurunun daha da yükselmesine yol açmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1980 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE MALİ SERBESTLEŞME VE KRİZLER

Türkiye ekonomisinin dünya pazarlarına açılması 1980-1983 dönüşümü ile başlamış, 1989-90'da tamamlanmıştır. Bu süreçte, öncelikle mal piyasaları dış pazarlara açılmış ve koruma ve ticaret politikalarının her türlü aracıyla kısıtlanan ithalat rejimi serbestleştirilmiştir. Döviz kuru yüksek bir devalüasyonu takiben esnekleştirilmiş ve dolaylı teşviklerle birleştirilerek sanayinin ihracata yönlendirilmesinde temel bir araç görevi görmüştür. Mali piyasaların serbestleştirilmesi ile 1990'lı yılların başında tamamiyle açık bir ekonomi haline gelmiştir. Bütün bu gelişmeler altında, ulusal ekonominin birikim ve bölüşüm ilişkileri de derinden etkilenmiş ve üretim ve yeniden dağıtılması sürecine ilişkin dinamikler yeniden yapılandırılmıştır. 1980 dönüşümü, yurt içi talebe dönük ve dış ticaret koruma rantları ile beslenen ulusal sanayinin öngördüğü iktisadi yapının nitelik değiştirmesine yol açmış; ve giderek devletin düzenleyici rol aldığı, daha dolaylı bir transfer aktarım mekanizmasının devreye sokulduğu yeni bir büyüme ve birikim modeline geçilmiştir (Yeldan, 2001a: 25).

Türkiye ekonomisinin son yirmi yıllık dünya ekonomisi ile bütünleşme süreci birbirine bağlı üç olgu çerçevesinde gerçekleşmiştir(Yeldan, 2001a: 28):

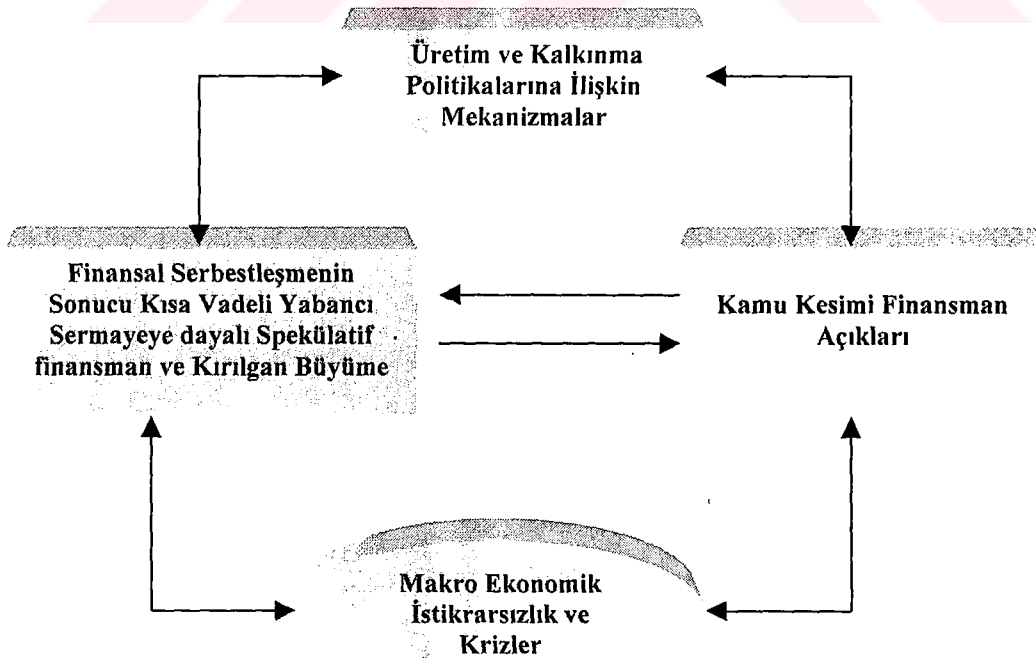
- Üretim ve kalkınma politikalarına ilişkin süreçler,
- Devletin bir bütün olarak ekonomide değişen rolü ve bunun yol açtığı finansman açıkları,
- Finansal serbestleşmenin olası kıldığı dış kaynaklı kısa vadeli sermaye girişlerine dayalı, spekülâtif finansman ve büyüme.

1980 sonrası dönemde üretim ve kalkınma politikalarına bakıldığında, yurt içi talep kısılarak, yoğun bir teşvik politikası altında, ihracata dayalı bir ekonomi politikası takip edilmiştir.

1980'lerden sonra oluşan kamu finansman krizi, ulusal ekonominin yeniden dağılmasına yönelik tarihsel bir işlev görmüştür. Kamu finansman krizi soyut anlamda bir "idari beceriksizlik" sorunu değil; tarihsel anlamda üretim kalkınma ve özel kesimde sermaye birikiminin sürdürülebilmesi için gerekli idari ve sosyo-ekonomik politikaları yansıtmaktadır. Devlet, vergi sistemi ve KİT açıklarını bu dönüşümün aracı olarak kullanmış ve büyüyen kamu açığı ancak yüksek enflasyon ve yurt dışından gelen sermaye girişlerine dayalı borçlar sayesinde finanse edilebilmiştir (Yeldan, 2001a: 27).

Türkiye'nin yaşadığı krizlerle yakından bağlantılı olan bu süreci şematik olarak Tablo 15'de gösterebiliriz.

Tablo 15. Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi'nde Temel Olgular



Kaynak: Yeldan 2001a, s:29

Bu bölümde Türkiye’de 1990 sonrasında krizlere yol açan temel dinamiklerden birisi olan mali serbestleşme sonucu artan kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ele alınacaktır. Özellikle 1994, Kasım 2000-Şubat 2001 krizi ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki bir neden sonuç ilişkisinin kurulup kurulamayacağı ayrıntılı bir şekilde incelenecektir.

3.1. 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi

1970’lerin sonuna doğru ulusal tasarruflar ve yatırımlar arasındaki uçurum genişlemiş, ithalat, durgun ihracat karşısında hızla büyümüş, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) dengesi çarpıcı bir şekilde bozulmuştur. Bunun sonucunda bütçe açığı büyümüş ve enflasyonda hızlı bir artış olmuştur. Cari işlemler dengesi önemli ölçüde açık vermeye başlaması (1977’de GSMH’nin yüzde 8’ine ve döviz gelirlerinin yüzde 92’sine ulaşmıştır) ve bu açıklar özel yabancı sermaye ve rezervlerle finanse edilmesi, dış borçların artması, borçlanma yapısının bozulması ve konvertibl döviz rezervlerinin azalması şeklinde üç alanda kötüleşmeye neden olmuştur (DTM, 2002).

Ekonomide meydana gelen bu olumsuz gelişmeler sonucunda 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları alınmıştır. Bu kararlar Türkiye’de ekonomi ciddi boyutlarda yapı değişimine uğramıştır.

3.1.1. 24 Ocak Kararları ve Yapısal Dönüşüm

24 Ocak kararları öncesinde en şiddetli bunalımlarından birini yaşayan Türkiye, alınan Kararlarla öncelikle, kısa vadede enflasyonun denetim altına alınması, cari açıkların kapatılması, üretimi engelleyen kıtlıkların ve mal arzındaki tıkanıklıkların giderilerek ekonominin yeniden işler hale getirilmesi, kaynak tahsislerinin ekonomik kıstaslara uygun olarak ve daha verimli şekilde yapılması ve kamu finansmanının disiplin altına alınması amaçlanmıştır (Köse, 2000: 28).

Programın ilk aşaması tipik bir istikrar programı niteliğindedir; askeri rejim altında 1980-1983 yılları arasında uygulanmıştır. İkinci aşaması, ekonomiyi serbestleştirme ve yeniden yapılandırma devresidir; 1984'den itibaren, demokrasiye geçişle birlikte yürürlüğe girmiştir. Üçüncü aşama ise TL'nin konvertibilitesi ve mali piyasaların serbestleşmesi, özelleştirme ve küreselleşmeyle 1989'dan itibaren yürürlüğe girmiştir (Kazgan, 1994: 185).

1980-1988 döneminde uygulanan politikalar temelde şu amaçlara yöneliktir (Kazgan, 1994: 186):

➤ Dış Ticaretin Geliştirilmesi ve Serbestleştirilmesi: Reel devalüasyonlar ve mali desteklerle ihracatın artırılması ana hedeflerden biridir. Bu konuda özellikle ihracata yönelik çeşitli teşvikler verilmiş ve uygulamada kolaylıklar sağlanmıştır. İthalatın giderek yasaklar ve miktar kısıtlamalarından arındırılarak serbestleştirilmesi hedeflenmiştir.

➤ Döviz Piyasaları ve Sermaye Girişlerinin Arttırılması: Döviz fiyatları Mayıs 1981'den itibaren günlük olarak Merkez Bankası tarafından belirlenmeye başlanmıştır. Sermaye girişlerinin arttırılması için dolaysız yatırımlar üzerindeki idari denetim giderek gevşetilmiş ve serbest bölgeler kurulmaya başlanmıştır.

➤ Sermaye üzerindeki vergilerin hafifletilmesi ve iç borçlanmaya geçiş,

➤ Faiz oranlarının serbestleştirilmesi ve reel pozitif düzeye yükseltilmesi,

➤ Kamu kesiminin küçültülmesi , KİT'lerin Özelleştirilmesi.

➤ Reel Ücretlerin ve Maaşların düşürülmesi.

Daha önce uygulanan ekonomik programlardan farklı olarak uzun vadeli ve ekonomik yapılanmada değişimi içeren 24 Ocak Kararları'nın belirleyici özellikleri üç ayrı kategoride ele alınabilir:

➤ Kararların en belirleyici özelliği, ekonomiye ilişkin karar sürecinde piyasanın kendi işleyişine göre oluşacak fiyatların tek yol gösterici olmasıdır (Kepenek-Yentürk;2001,197).

Neo-liberal felsefeden hareket eden 24 Ocak Kararları, ekonomide devlet müdahalesini en aza indirerek, piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılmasını amaçlamıştır. Bu çerçevede, özellikle sübvansiyonların azaltılması ya da tamamen kaldırılması, kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatları üzerinde kontrollerin kaldırılması ve fiyatların serbest piyasa mekanizması çerçevesinde belirlenmeye terk edilmesi, kamu sektörünün açıklarının azaltılması ile ilgili politikalar hayata geçirilmiştir (Alp, 1999: 490).

➤ 24 Ocak Kararları ile ithal ikameci sanayileşme modelinden vazgeçilerek, ihracata dönük sanayileşme modeli benimsenmiş, karşılaştırmalı üstünlükler tekrar gözden geçirilerek dışa açık bir ekonomik model benimsenmiştir. Aynı zamanda ithalat rejimi de serbestleştirilmiş, böylece ekonominin dışa açılması ve iç piyasadaki rekabetin genişlemesi hedeflenmiştir. Bu çerçevede ihracatı arttırmak için çeşitli teşvikler uygulanmaya konmuş; ithalat üzerindeki vergiler indirilmiş, kotaya tabi mallar azaltılmış ve devlet kontrolleri kaldırılmıştır (Şahin, 2000: 185).

➤ Mali piyasaların serbestleştirilmesi ve yabancı sermayenin ülkeye akışının hızlandırılması 24 Ocak Kararlarının ana hedeflerinden biridir. Bu çerçevede öncelikle döviz kurunda yüzde 48,6 oranında devalüasyon yapılmış ve 01/05/1981 tarihinden itibaren günlük kur uygulamasına gidilmiştir. Aynı zamanda reel faiz uygulamasına geçilerek iç finansal serbestleşme yönünde önemli adımlar atılmıştır. Yabancı sermayenin ülkeye gelişinin özendirilmesi için

mevzuatta yer alan kısıtlayıcı hükümler kaldırılmış ve bürokratik işlemler hızlandırılmıştır.

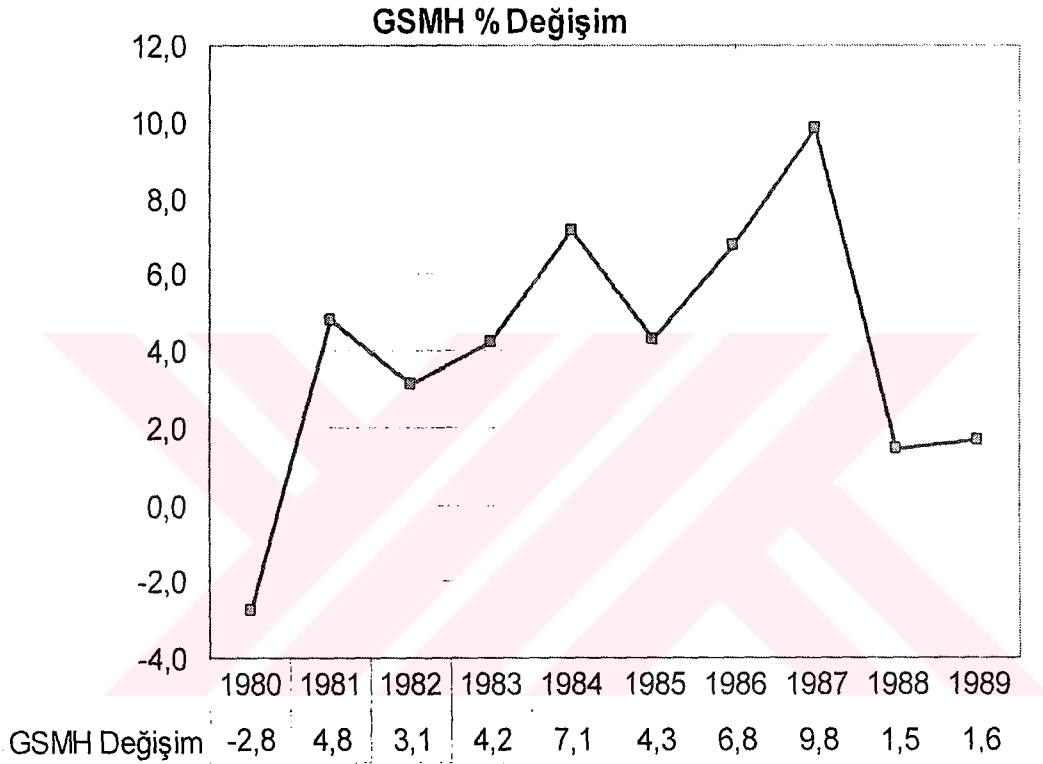
Ekonominin dünya ekonomisi ile bütünleşmesi yönünde ilk adım olan 24 Ocak kararlarının uygulanması sonucunda, kamu sektörü açığının azaltılması, enflasyonun düşürülmesi, büyüme hızının artırılması ve özellikle ihracatın GSMH içindeki payının iki katına çıkartılması gibi, ekonomik göstergelerde gözle görülür bir iyileşme yaşanmıştır.

GSMH istikrarlı bir büyüme göstermemekle birlikte 1981-1989 döneminde ortalama yüzde 4,8 oranında artmıştır. 1980 yılında reel GSMH büyüme oranı negatif yüzde 2,3 iken, 1982 yılında yüzde 3,1, 1984 yılında yüzde 7,1, 1985 yılında yüzde 4,3 olarak gerçekleşmiştir. 1986 yılında iç talepteki artış ve petrol fiyatlarındaki düşmenin yarattığı uygun koşulların da katkısıyla büyüme hızı hedefin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu süreç 1987 yılında da devam etmiş. 1986 yılında yüzde 6,8'i bulan büyüme hızı izleyen yıl yüzde 9,8 olmuştur. Büyüme oranlarında görülen bu artış kamu kesimi açığının artmasına neden olmuştur. Kamu kesiminin borçlanma gereği ise 1980 yılında GSMH'nin yüzde 8,8'i iken 1983 yılında GSMH'nin yüzde 6'sı, 1986 yılında GSMH'nin yüzde 3,7'si 1987 yılında ise GSMH'nin yüzde 6,1'i olarak gerçekleşmiştir. Bu dalgalanma, piyasalarda arz-talep dengesizlikleri yaratarak enflasyon hadlerinin yükselmesine neden olmuş ve 1981-1987 yılları arasında deflatör ortalama olarak yüzde 38 artarken, 1988 yılında yüzde 69,7 seviyesine çıkmıştır. Kişi başına milli gelir ise 1980 yılında 1.539 dolar iken 1987 yılında 1.636 dolara yükselmiştir (DTM, 2002).

1980 sonrası benimsenen dışa açık büyüme politikası kısa sürede etkisini göstermiş ve ihracatın GSMH'ya oranı iki yıl içerisinde iki katına çıkmıştır. İthalatta görülen artışa rağmen ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 80 düzeyine ulaşmıştır. Kamu kesimi borçlanma gereği azalmış ve enflasyon oranı ortalama yüzde 40 düzeylerinde gerçekleşmiştir. Özellikle 1987 yılında GSMH'da yüzde 9,8'lik bir

artış tüketim harcamalarını arttırmış, bu dönemde ithalat talebinde ve enflasyonda artışlar yaşanmıştır.

Grafik 10. 24 Ocak Kararları Sonucunda GSMH Değişim Oranları



Kaynak: DPT, 1999

24 Ocak kararları sonrası yaşanan ekonomik büyümenin altında yatan nedenlere baktığımızda, ihracata yönelik sanayileşme politikasının benimsenmesi sonucu, özellikle imalat sanayinin teşvik edilmesi bu sektörlerde kapasite kullanımının artması ilk sırayı alır. Yabancı sermaye yatırımlarına kolaylık getirilmesi sonucunda yatırımların artması, sermaye piyasalarının oluşturulması büyümeyi etkileyen sebeplerdir. Bunun yanında özellikle aşırı değerli döviz kuru Türkiye’de 1970’li yıllardan itibaren istikrarsız büyümenin temelini oluşturur (Yeldan, 2001a: 34).

1987 sonrası ihracata yönelik sektörlerin kapasite kullanım oranlarının sınırlarına yaklaşılması, tüketim harcamalarının artışı ve kamu kesimi açıklarında meydana gelen artışlar büyüme oranını yavaşlatmıştır. 1989'dan itibaren bu yapıya büyüme mali piyasalar serbestleştirilerek kısa vadeli yabancı sermaye ile sürdürülmeye çalışılmıştır.

Tablo 16. 1980-1989 Dış Ekonomik İlişkiler

Yıllar	Dış Ticaret Dengesi / GSMH %	Cari İşlemler Dengesi / GSMH %	İHR / GSMH (%)	İTH / GSMH (%)	İhr. İth. Karş. Oranı (%)	KKBG/ GSMH (%)	Enflasyon
1980	6,6	4,9	4,2	11,3	36,8	8,8	90,3
1983	4,8	3,1	9,3	14,8	62,0	4,9	28,1
1984	4,8	2,4	11,8	17,7	66,3	5,4	46,4
1985	4,4	1,5	11,7	16,6	70,2	3,6	41,7
1986	4,0	1,9	9,8	14,5	67,1	3,7	27,5
1987	3,7	0,9	11,6	16,1	72,0	6,1	39,3
1988	2,0	-1,8	12,8	15,8	81,4	4,8	60,8
1989	3,9	-0,9	10,7	14,5	73,6	5,3	64,2

Kaynak. DPT, 1999

Türkiye’de, 1980 yılından sonra uygulanmaya başlanan ihracatı artırma politikalarının dayandığı uygulamalar devalüasyonlarla paranın değerinin düşürülmesi; iç talebin ve işgücü maliyetlerinin düşürülmesi; ihracata sağlanan doğrudan parasal destekler olarak özetlenebilir. Türkiye’de 1980’den sonra sağlanan ihracat artışı esas olarak üretim kapasitesini artırma yönünden sanayileşme atılımını

birlikte getirmemiştir. İmalat sanayi üretim ve yatırım artışı ihracat artışının çok altında seyretmiştir (Yentürk, 2001).

Uygulamanın ilk on yılında, yani 1980'li yılların sonlarına kadar, daha çok 1980 öncesi dönemden devir alınan sanayi kapasitesi daha etkin kullanılarak ve üretim maliyetinden çok, ihracat fiyatları düşürülerek bir ihracat artışı sağlanmıştır. İmalat sanayi yatırımlarının yanı sıra üretiminin de hızlı bir artış göstermemesi, iç talebin kısılması ile atıl kalan üretim kapasitesinin dış pazarlara yönlendirildiğini göstermektedir. Bu nedenle bu politikaları ihracata yönelik sanayileşme stratejisi olarak adlandırmaktan çok ihracatı artırma politikaları olarak adlandırmak daha doğrudur.

3.1.2. Sermaye Piyasalarının Gelişimi

24 Ocak Kararları sonrasında sermaye piyasaların gelişimi ve uluslararası piyasalarla bütünleşmesi için, özellikle 1983 yılından itibaren sermaye hareketlerinin ve kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır.

Sermaye Piyasası, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum, banka, yatırım ve finans ortaklıkları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan bir finansman sistemidir. Sistemin iki temel amacı vardır. Birincisi, tasarrufu özendirerek, bunların kayba uğramaksızın, en kısa zamanda yatırıma dönüşmesini sağlamaktır. Diğer amaç ise, piyasanın güven ve istikrar içinde çalışmasını sağlayarak tasarruf sahiplerinin haklarını korumaktır (Karluk, 1999: 374).

Türkiye ekonomisinde 24 ocak kararları sonrasında uygulamaya konulan politikalarla, finans kesiminin serbestleştirilmesi konusunda önemli adımlar atılmıştır. İlk aşama yurt içi finansal hareketlerin serbestleştirilmesine yönelik politikalar, güçlü bir sermaye piyasasının kurulmasını gerektirmiştir. 30 Ekim 1981 tarihinde, 2499 sayı ile, sermaye piyasasının güvenli çalışmasını sağlamak ve

yatırımcıların hak ve çıkarlarını korumayı temel amaç edinen Sermaye Piyasası Yasası çıkartılmıştır.

1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) oluşturulmuştur. Bu kurul, Türk sermaye piyasasının oluşturulması, düzenlenmesi ve denetiminden sorumludur. SPK, borsada ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren tüm kurumları ve şirketleri denetlemektedir.

1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin açılması ile birlikte, tasarrufların yöneleceği araçlar artmıştır. 1988 yılında Döviz ve Efektif Piyasaları, 1989'da Döviz Karşılığı Altın Piyasası kurulmuştur. 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası'nın çalışmaya başlaması ile döviz karşılığı altın işlemleri bu piyasadan yürütülmeye başlanmıştır. Yine aynı yılda Merkez Bankası bünyesinde, kur artışının istikrarlı bir piyasada, öngörülebilir bir nitelikte gerçekleşmesini sağlamak amacıyla, Vadeli İşlemler Piyasası oluşturulmuştur (Karluk, 1999: 376).

1989 yılında çıkarılan 32 sayılı karar ile uluslararası finans piyasası ile bütünleşme yönünde önemli adımlar atılmış, yabancı sermayenin finans piyasalarında işlem yapma serbestisi getirilerek, uluslararası sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir.

3.1.3. Yabancı Sermaye Hareketleri

Türkiye'de Cumhuriyet Döneminden itibaren yabancı sermaye politikalarını üç döneme ayırabiliriz (Ataklı, 2001: 230):

➤ Cumhuriyetin Kuruluşundan 1980 Yılına Kadar Olan Dönem:

İkinci dünya savaşından sonra Türkiye yabancı sermaye rejimini serbestleştirmek amacıyla bir dizi önlem almıştır. Önce 5583 sayılı kanun ardından 5821 sayılı kanun ile mevcut düzeni iyileştirmeye çalışmıştır. Son olarak 1954 yılında yürürlüğe giren ve bugünde uygulanan liberal hükümler içeren 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu çıkartılmıştır. Ancak Türkiye yabancı

sermayeye karşı çekingen davranmış ve sermaye girişleri sınırlı düzeyde kalmıştır.

➤ **1980-1990 Dönemi** : Liberalleşme çerçevesindeki yeni politika ile yabancı sermaye istemekle birlikte aktif promosyon atağı gerçekleştirilemediğinden yalnızca kapıda bekleyen yabancı sermaye girişini izin verilmiştir. Bu dönemde gelen sermaye miktarı 3.443 milyon dolardır.

➤ **1990-1999 Dönemi**: Yeni yabancı sermaye için teşvik çalışmaları yapılmadığından yabancı sermayeye verilen izinler ve fiili girişlerin artmasına rağmen bu artış, dünyadaki yabancı sermaye çıkışlarının artış miktarı ile karşılaştırıldığında çok düşük kalmaktadır.

Tablo 17. Bölgelere Göre Dünyada Direkt Yabancı Yatırımlar 1990-2000 (Milyar Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dünya Toplamı	209	160	172	226	256	331	377	473	683	982	1118
Gelişmiş Ülkeler	172	114	113	139	145	204	220	276	485	770	899
Gelişmekte Olan Ülkeler	37	43	55	81	105	112	145	178	178	190	190
Orta ve Doğu Avrupa	1	3	4	7	6	14	13	19	20	21	30
Türkiye	1	1	1,2	1	0,8	1,1	0,9	1	0,9	0,8	1,3

Kaynak: Ataklı,2001

Gelişmiş ülkelere bu kadar fazla sermaye akmasının ana sebebi, şirket satın almaları ve birleşmeleridir. En fazla yabancı sermaye çeken bölge, 597 milyar dolar ile Batı Avrupa olmuştur.

Türkiye’de yabancı direkt yatırımları çekebilmek için yeni Endüstri Bölgesi Kanun Tasarısı hazırlayarak meclise sunma aşamasına girmiştir. Bu sayede yabancı sermayeye çeşitli ayrıcalıklar tanınarak yatırımların artması hedeflenmektedir.

1980 yılında önceki yıllarda Türkiye’ye gelen yabancı sermaye miktarı çok azdır. 1950’li yıllarda yabancı sermaye ile ilgili yasal düzenlemeler yapılmış olmasına rağmen, istenilen ölçüde sermaye girişi olmamıştır. Ülkenin olumsuz ekonomik ve siyasi koşulları ve hükümetlerin yabancı sermaye konusundaki pasif tavırları nedeniyle, 1980’li yıllara gelinceye kadar, 1954-1979 döneminde toplam 225,3 milyon dolarlık yabancı sermaye yatırımına izin verilmiştir. 1980’den sonra, liberal ekonomik politikaların benimsenmesi ve hükümetlerin yabancı sermayeye karşı olumlu tavır alması ile Türkiye’ye gelen yabancı sermaye miktarı artmıştır. 1980’de 97 milyon dolar iken izleyen yıllarda yavaşlayan yabancı sermaye izinleri, özellikle 1986’dan sonra hızlanmıştır. 1986 yılında izin verilen sermaye stoku 1,5 milyon dolar civarındadır.

Yabancı sermaye ile ilgili ekonomik göstergelere bakıldığında; esas gelişmenin portföy yatırımlarında yaşandığı gözlenmektedir. Özellikle 1986 yılından itibaren doğrudan yatırımların portföy yatırımları içindeki payı dikkate değer bir şekilde azalmıştır. 1990-95 döneminde doğrudan yabancı yatırımlar 4,2 milyar dolar iken, buna karşılık portföy yatırımları 10,3 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarının bu dönemde artmasının en önemli nedeni sermaye piyasaları ile ilgili mevzuatta yapılan düzenlemelerdir. 1986 yılında mevzuatta yapılan düzenlemelerle daha liberal bir yabancı sermaye politikası izlenmiştir (Yalınparla, 1999: 496).

3.1.4. Yabancı Sermaye ile İlgili Yasal Düzenlemeler

Türkiye’de yabancı sermaye ile ilgili yasal düzenlemeler aşağıdaki şekilde gerçekleştirilmiştir:

- 6224 sayılı Yabancı Sermaye Teşvik Kanunu (18.01.1954),
- 86/10353 sayılı Yabancı Sermaye çerçeve Kararnamesi. (13.03.1986 tarih ve 19046 sayılı Resmi Gazete),
- Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesine ilişkin Tebliğ (25.05.1986 ve 19117 sayılı Resmi Gazete),
- 32 Sayılı bakanlar Kurulu kararı.

24 Ocak istikrar tedbirlerinden sonra yabancı sermaye konusunda yeni bir yasa çıkarılmamakla birlikte, 6224 sayılı yasaya 8/168 sayılı bir çerçeve kararname getirilerek uygulamaya yönelik bazı yenilikler yapılmıştır. 8/168 sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi 25.1.1980 tarihinde yürürlüğe girmiş ve Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesi kurulmuş, daha sonra Devlet Planlama Teşkilatına bağlanmıştır. 17.7.1991 tarih ve 436 sayılı Kararname ile Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı bünyesine alınmıştır. Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü 9.12.1994 tarih ve 4059 sayılı Kanun ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlıklarının kurulması sonucunda Hazine Müsteşarlığı bünyesinde faaliyetine devam etmektedir.

1989 yılında çıkarılan 32 sayılı karar ile yabancı sermayenin portföy yatırımlarına izin verilerek, mali serbestleşme sürecindeki son aşamalardan biriside tamamlanmıştır. Bunun sonucunda Türkiye’ye giren yabancı sermaye miktarında büyük artışlar yaşanmıştır (Alpar, 1992: 212). Bu yasa ile birlikte yabancıların menkul kıymet satın almalarına da izin verilmiş ve bunun sonucunda dünyanın bir

çok yerinde olduğu gibi Türkiye’de de portföy yatırımları ile doğrudan yatırımlar arasındaki ayırım bulanıklaşmıştır (Ongun,1998: 343). Bu tarihten sonra serbestleşen sermaye hareketleri çerçevesinde Türkiye ekonomisi sıcak ara hareketlerine ve bunlardan doğacak spekülasyon saldırılara açık hale gelmiştir.

3.2. Mali Serbestleşme ve Dışa Açık Ekonomide Kriz Süreci

Türkiye’de finansal reform süreci, 1980 sonrası “yapısal, dışa açık ve piyasa ekonomisi güdümünde liberalizasyon” programının bir uzantısı olarak gelişim göstermiştir. Bu süreç boyunca 1981’de faiz hadleri sınırlandırılmalar kaldırılmış; 1984’de döviz alımı satımı serbestleştirilmiş; 1989’da kambiyo kontrolleri kaldırılarak sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır (Yeldan, 2001a: 129).

Bir dönüm noktası niteliğinde olan 32 sayılı Türk Parasını Koruma Kanununa ilişkin karar ve tebliğlerle TL tam konvertibl hale gelmiş ve sermaye piyasalarında uluslararası piyasalarla bütünleşme önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu düzenlemelerle getirilen yenilikler aşağıda sıralanmıştır (Kızıl, 1991: 94):

➤ Türk Lirasının ithal ve ihracı tamamen serbest bırakılmıştır. Böylece, Türk vatandaşlarının bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yurt dışına Türk parası gönderebilme imkanı getirilmiştir. Ayrıca Türk Lirası ile ithalat ve ihracata izin verilmiş, görünmeyen işlemlerden dolayı yurt dışına transferlerin Türk parası ile yapılması serbest bırakılmıştır.

➤ Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumlarından istedikleri kadar döviz satın almaları, bunu yurt dışına transfer ettirmeleri ve bankalar nezdinde döviz tevdiat hesabı açtırmaları serbest bırakılmıştır.

➤ Yabancıların bankalar nezdinde Türk lirası hesabı açtırmaları ve bu hesap muhteviyatını Türk Lirası veya döviz olarak yurt dışına transfer ettirmeleri serbestisi getirilmiştir.

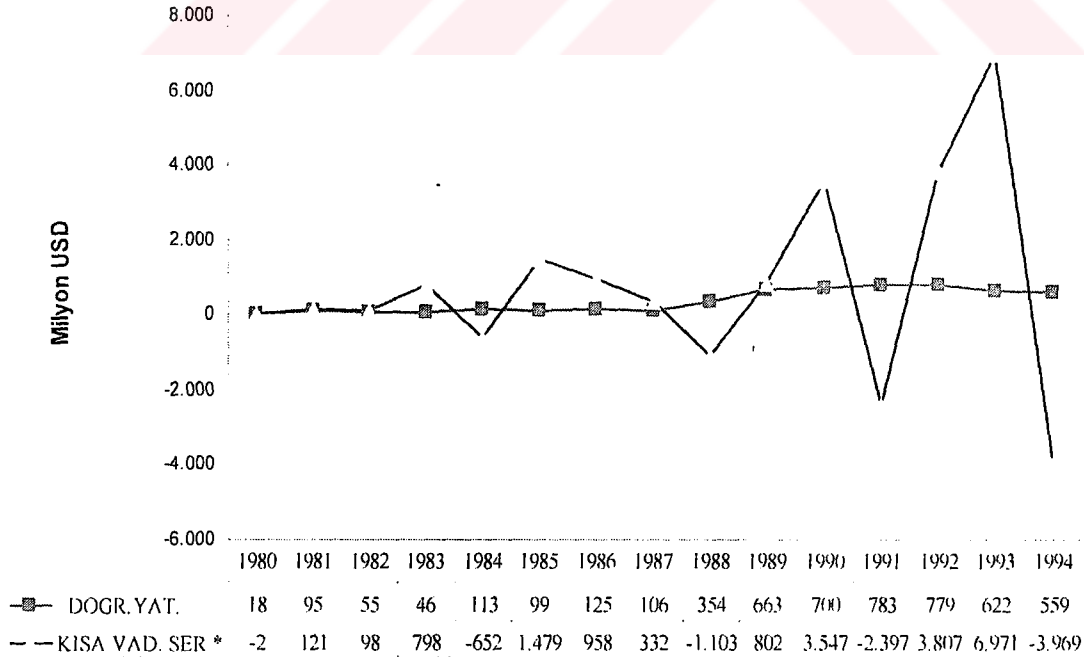
- İşletmelerin finansman ihtiyaçlarının karşılanması için yurt dışından kredi temin edilmesine imkan tanınmıştır.
- Kıymetli maden, taş ve eşyaların ithal ve ihracı serbest bırakılmıştır.
- Yabancıların Türkiye’de menkul kıymetler satın almaları ve satmaları; Türkiye’de yerleşik kişilerin yabancı menkul kıymetleri satın almaları serbest bırakılmıştır.

Türkiye’de mali serbestleşme, kuramsal olarak tasarruf-yatırım etkinliğini ve kaynakların artırılması, “finansal derinleşme” sonucunu doğurmamıştır. Birinci bölümde üzerinde durulduğu üzere McKinnon ve Shaw tarafında ortaya konulan “Finansal Derinleşme Kuramı”, gelişmekte olan ülkelerde, finansal serbestleşmenin, tasarrufları arttırmada ve kaynak tahsisini iyileştirme yolu ile hem makro istikrar üzerinde, hem de kalkınma üzerinde olumlu etkiler yaratacağını öne sürmektedir (Önder vd, 1993: 79). Ancak ikinci bölümde üzerinde durulan diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de de mali serbestleşme süreci bu beklentilerin gerçekleşmediği; bilakis ekonominin dışa bağımlılığı ve istikrarsızlığını arttıran bir unsur haline gelmiştir (Yeldan, 2001a: 129). Çünkü serbestleşme sonucu Türkiye’ye gelen yabancı sermayenin, üretken yatırımlardan ziyade tüketim harcamalarını arttırması ve yüksek kamu finansman açığını karşılamıştır.

1989 sonrası Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinde diğer ülkelerle karşılaştırıldığında düşük olsa da, artış görülmektedir. Aşağıdaki tabloda bu dönemde Türkiye’ye giren yabancı sermaye miktarı ve yapısı verilmiştir. 1989 sonrası doğrudan yabancı sermaye miktarında ilk aşamada yaklaşık iki kat bir artış olmakla birlikte (354 Milyon Dolar’dan 663 Milyon Dolar’a yükselmiştir) daha sonraki yıllarda çok ciddi bir hareketlilik göstermemiştir. Grafikte de görülebileceği gibi doğrudan yabancı sermaye hareketleri yatay bir seyir izlemektedir.

“Sıcak para” olarak da ifade edilen kısa vadeli sermaye hareketleri gözlemlendiğinde ise, oldukça hareketli bir seyir izlediği görülmektedir. Burada kısa vadeli sermaye hareketleri ele alınırken portföy yatırımları da kısa vadeli sermaye hareketlerine dahil edilmiştir. Portföy yatırımları uzun vadeli olabilmeleri muhtemel olmakla birlikte, likiditesinin yüksek olması nedeniyle kısa vadeli sermaye hareketleri içinde değerlendirilmiştir. 1988 yılında 1013 milyon dolar yabancı sermaye çıkışı yaşanırken, finansal serbestleşme ile birlikte bu akım tersine çevrilmiş ve sermaye girişi 802 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ama kısa vadeli yabancı sermayede asıl patlama 1990 yılında gerçekleşmiş ve sermaye girişi bir önceki döneme göre dört kattan fazla bir oranda artarak 3547 milyon dolara ulaşmıştır. 1991 yılında Körfez Krizi nedeni ile sermaye çıkışı 2397 milyon dolar düzeyine ulaşmıştır. 1992 yılında itibaren tekrar yükselmeye başlayan yabancı sermaye trendi 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

Grafik 11. 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisine Yönelen Yabancı Sermaye'nin Yapısı ve Miktarı (Milyon Dolar)



*Portföy yatırımları dahil
Kaynak: DPT, 1999

Türkiye ekonomisinde mali serbestleşmenin daha sonraki yıllarda birer problem oluşturacak olan üç ana çerçevede gerçekleştiği görülmektedir: Bunlardan birincisi finansal serbestleşme sonucunda geliştirilen araçların çoğunun kamu kesimi finansman açığını karşılamak için oluşturulan menkul değerlerden oluşması; İkincisi, TL'nin yabancı para birimleri ile ikamesinin doğurduğu tehdit(dolarizasyon); Üçüncüsü de ilk iki problemin bir sonucu olarak ortaya çıkan, sermayenin üretim alanından finansal alana kayması olarak ifade edilebilir.

1980 sonrası Türkiye ekonomisi, piyasa ekonomisinin yerleştirilmesi ve devletin etkinliğinin azaltılması hedeflenmesine rağmen, 1990'lı yıllara gelindiğinde gerek reel sektörde gerekse mali sektörde hala kamunun önemli bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir. Kaynak dağılımında ve gelir transferinde kamunun önemli bir paya sahip olması, ayakta kalabilmesi için etkinlik ve rekabet çerçevesinde faaliyet göstermesi gereken özel sektörün de kamuya ve kamusal gücü elinde bulunduran politik kesimlere yönelmiş ve etkinsizlik sadece kamuya değil büyük ölçüde özel sektöre de yansımıştır (Alp, 1999: 490).

1989 sonrası mali serbestleşme ile birlikte finansal araçların çeşitlenmesi ve mali sistemin büyümesini sağlama açısından olumlu sonuçlar vermiştir. Aşağıdaki tabloda görülebileceği gibi menkul kıymetlerin GSMH'ya oranlarında gözle görülür bir artış meydana gelmiştir. 1980'li yıllarda menkul kıymet ihraç miktarı GSMH'nın 2.1'lik kısmına tekabül ederken, 1990 yılında 6.3, 1994 yılında 23.6 düzeyine ulaşmıştır.

Mali serbestleşme sonucunda menkul kıymet miktarının GSMH'ya oranında bir artış yaşanmıştır. Diğer bir değişle mali piyasalarda derinlik artmıştır. Ancak bu finansal derinleşmenin öğeleri incelendiğinde menkul kıymet pozisyonlarının büyük bir kısmının kamu kesimine ait olduğu görülebilir. Tablo 19'da mali varlık türlerinin toplam içindeki yüzdeleri verilmiştir

Tablo 18. İhraç Edilen Mali Varlıkların GSMH'ya Oranı

	1980	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Kamu Kesimi	1,4	5,1	6,9	7,7	5,5	7,4	15,9	16,8	22,7	19,8	35,3
Devlet Tahv.	1,2	1,8	3	3,9	3,2	1,8	6,8	7,5	4,8	4,4	8,3
Haz.Bonosu	0,2	3,3	4	3,3	2,1	5,4	8,7	9	16,7	15,4	24,8
Özel Kesim	0,7	0,4	0,9	1	1	1	1,7	3,8	2,1	2,1	1
Toplam	2,1	5,5	7,9	8,2	6,3	8,2	17,2	20,3	23,6	21,9	34,1

Kaynak: DPT, 1999

Tabloda görüleceği gibi kamu kesimi borçlanma araçlarının mali araçlar içindeki payı 1989 sonrası artmış ve 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır (yüzde 33,6). Sadece menkul kıymetler içerisinde ise bu oran 1994 yılında yüzde 82 oranında gerçekleşmiştir.

Tablo 19. Toplam Mali Varlıkların Toplam İçinde Yüzde Payları

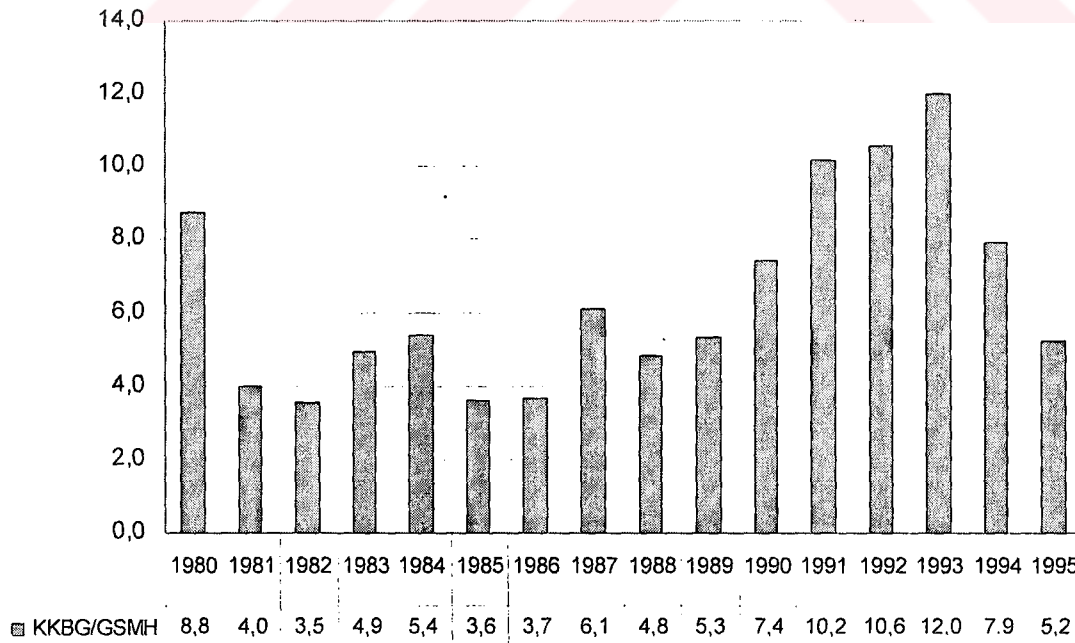
	1980	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
MENKUL KIYMET.	25,9	20,7	27,0	29,2	32,6	33,9	42,2	47,5	38,8
Kamu	18,9	15,1	18,6	19,2	20,0	19,1	29,1	33,6	31,5
- Haz.Bon.	4,8	4,4	5,6	4,4	4,3	7,8	9,1	8,0	16,9
- Devlet Tah	14,0	9,3	10,8	13,5	14,8	10,6	18,6	23,6	12,9
- Diğer	---	1,4	2,2	1,3	0,9	0,8	1,3	2,0	1,7
Özel	7,1	5,5	8,5	9,9	12,7	14,7	13,1	13,9	7,3
- Hisse Senedi	4,3	4,6	6,9	8,4	11,4	13,8	10,6	8,8	6,1
-Varlığa Day. M.K.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	4,5	1,1
- Diğer	2,8	0,9	1,6	1,6	1,3	0,9	0,5	0,5	0,1
TOPL.MEVD.	74,1	79,3	73,0	70,8	67,4	66,1	57,8	52,5	61,2

Kaynak: DPT, 1999

Türkiye ekonomisinde mali serbestleşmenin altında yatan temel etken olarak, 1986 yılından başlayarak artan kamu açıklarının yurt içi borçlanmayla finanse edilmeye çalışılması sonucu devletin özel yatırımları dışlayıcı etkisinin ortaya çıkması gösterilmektedir. Bunun yanında, kamu iktisadi teşekküllerine(KİT) ve yerel yönetimlere finansal özerk statüler verilmeye başlanması ile bu kurumların da yurt içi piyasadan borçlanma gereklerinin artması faiz oranlarının yükselmesine ve özel yatırımların dışlanmasına yol açmıştır. Her iki durum da sonuçta, gerek artan kamu harcamalarını finanse edebilmek, gerekse özel yatırımları arttırabilmek için ek kaynağa ihtiyaç doğurmuştur. Mali serbestleşme ile ülkeye giren yabancı sermaye ile bu ihtiyaç karşılanmaya çalışılmıştır(Alper- Öniş, 2001; 208).

Kamu kesiminin menkul kıymet pozisyonlarında artış 1986 yılı sonrasında kamu kesimi borçlanma gereğinde (KKBG) artıştan kaynaklanmıştır. Aşağıdaki grafikte KKBG'nin GSMH'ya oranındaki değişimler verilmiştir.

Grafik 12. KKBG/ GSMH



Kaynak: DPT, 1999

Grafikte de görülebileceği gibi 1989 yılında mali serbestleşme ile eş zamanlı olarak kamu kesimi borçlanma gereğinde bir artış meydana gelmiş ve bu trend 1994 krizine kadar artarak devam etmiştir. 1993 yılında bu oran en yüksek seviyeye çıkarak yüzde 12 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Mali serbestleşme ile birlikte, KKBG'de artış gözlenmektedir. Bu artış izleyen yıllarda katlanarak devam etmiştir. Bu artışın altında yatan ana etken siyasi istikrarsızlık ve "popülist döngüler" dir . Popülist döngü tipik olarak, siyasi destek sağlamak için mali genişleme süreci oluşturmakla başlar. Seçilme kaygısının önem kazandığı ortamlarda, seçmenleri olumlu yönde etkileyebilecek cari kamu harcamaları önem kazanır. Bu tür harcamaların artması orta ve uzun vadede ekonomiyi olumsuz yönde etkilemektedir (Alper-Öniş, 2001; 209)(Eren-Bildirici, 2001: 173). Sermaye hareketlerinin de serbestleşmesi ile birlikte, kamu açıklarının yabancı sermaye ile finansmanı , ekonominin kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlı, kırılgan ve istikrarsız bir büyüme sürecine girmesine yol açmıştır.

3.2.1. Mali Serbestleşme ve Bankacılık Sektörü

Mali serbestleşme ekonomi içinde önemli etkinliği olan bankacılık kesimini de önemli ölçüde etkilemiştir. Mali serbestleşmenin, yukarıda ifade edildiği üzere finansal derinleşmeyi arttırmış olmakla birlikte, banka mevduat pozisyonları açısından önemli bir yapısal eksikliği birlikte getirmiştir. Toplam mevduatlarda bir artış yaşanmakla birlikte; bu artışın altında yatan en önemli etken döviz tevdiat hesaplarındaki artıştır. 1991 yılından itibaren artmaya başlayan döviz tevdiat hesapları 1994 yılında toplam mevduatın yarısından fazlasını oluşturmaktadır(Tablo 20).

Benzer bir durum para arzı açısından da gözlemlenebilir. M1 (dolaşımdaki para+vadesiz Mevduat) ve M2(M1+Vadeli Mevduat) para arzlarında 1989 sonrası dönemde bir azalma gösterirken, döviz tevdiat hesaplarında dahil edildiği M2Y para arzının artış trendinde olduğu görülmektedir (Tablo 20).

Dolayısıyla, ulusal ekonomide para biriminin kullanımı gerilerken, gittikçe artan bir para ikamesi (dolarizasyon) tehlikesi öne çıkmaktadır.

Tablo 20. Parasal Göstergelerin GSMH İçindeki Payları

	1980	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
PARA ARZI(M1)	13,9	9,7	8,8	8,5	7,9	7,4	7,1	6,5	5,9	4,9	6,0
PARA ARZI(M2)	17,4	24,2	21,1	20,5	18,0	18,5	17,3	14,1	16,2	16,0	19,5
-Dolaşımdaki Para	4,1	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,1
-Banka Parası	13,3	21,3	18,4	17,5	15,2	15,7	14,5	11,6	13,6	13,6	17,4
PARA ARZI(M2Y)	0,0	26,3	28,4	26,6	23,5	26,5	26,6	23,7	30,7	30,7	35,9
DÖVİZ TEVDİAT HESAPLARI	0,0	3,3	7,3	6,1	5,5	8,2	9,6	9,9	15,4	16,0	17,5
TOPLAM TL MEVDUAT	14,5	22,7	18,6	18,3	15,7	16,2	15,0	11,9	14,0	13,8	17,6
TOPLAM MEVDUAT (TL+DTH)	14,5	26,1	25,9	24,4	21,2	24,4	24,6	21,8	29,4	29,7	35,1

DPT, 1999

1989 sonrası Türkiye ekonomisinde bankacılık sektörünün temel işlevi, uluslararası arbitraja dayalı kısa vadeli yabancı sermayeyi, yurt içinde kamu iç borçlanma senetlerinde değerlendirerek, KKBG'ne cevap verme durumuna gelmiştir (Yeldan, 2001a: 144). Kamu finansman açıklarının sebep olduğu ölçsüz borçlanma furyası bankacılık sistemini de önemli ölçüde etkilemiştir. Sistem kredi vermek yerine iç ve dış faiz farklarından yararlanarak Hazinesinin borç senetlerini alıp satarak yaşamaya başlamıştır (Sadıklar, 2001: 37). Dolayısıyla bankacılık sektörü, bu

süreç içerisinde reel sektöre kaynak sağlayan bir kurum işlevini ikinci plana iterek, kamu kesimine borç vererek spekülâtif kazanç yoluna başvurmuştur.

3.2.2. Mali Serbestleşmenin Reel Sektördeki Yansımaları

Mali serbestleşme sonucunda yabancı sermaye girişlerindeki artış, birinci bölümde ifade edildiği gibi, reel ekonomi üzerinde çeşitli etkiler yaratmaktadır. Teorik olarak serbestleşmenin faiz oranlarının yükselmesi sonucunda tasarruf eğilimlerinin artması; yabancı sermaye girişleri ile birlikte ekonomide yatırımlar için yeni kaynakların ihdas edileceği öngörülmekte idi. Bu özellikle kalkınma sürecinde olan ekonomilerde, ekonomik büyüme için yeni finansman kaynakları anlamına gelmekteydi.

Ancak gelişmekte olan ülkelerde mali serbestleşme ile birlikte, yüksek getiri nedeni yoğun yabancı sermaye girişleri, kısa vadede ekonomi üzerinde pozitif etkiler yaratırken, uzun vadede istikrarsızlık nedeni olmuştur.

1989 sonrası mali serbestleşme ile birlikte Türkiye ekonomisine yönelen yabancı sermaye girişinin artmasının ekonomi üzerinde ana etkilerini üç başlık altında toplayabiliriz.

3.2.2.1. TL'nin Aşırı Değerlenmesi ve Dış Ticaret Açığı

Mali serbestleşme sonucu artan kısa vadeli sermaye girişi, yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açarak ihraç ürünlerinin dış fiyatlarının artmasına ve ithalatın ucuzlamasına neden olmaktadır. Bu olgu spekülâtif sermaye atağı ile karşı karşıya kalan bütün gelişmekte olan ülkeler için geçerli olmuştur.

TL'nin döviz kuru karşısında değer kazanması, yerli ürünlerin iç ve dış piyasalarda rekabet gücünün zayıflamasına ve böylelikle, ithalatı daha ucuz hale

getirerek artmasına; ihracat ürünlerinin uluslararası rekabet gücünün azaltarak ihracatın durgunlaşmasına hatta gerilemesine yol açmaktadır.

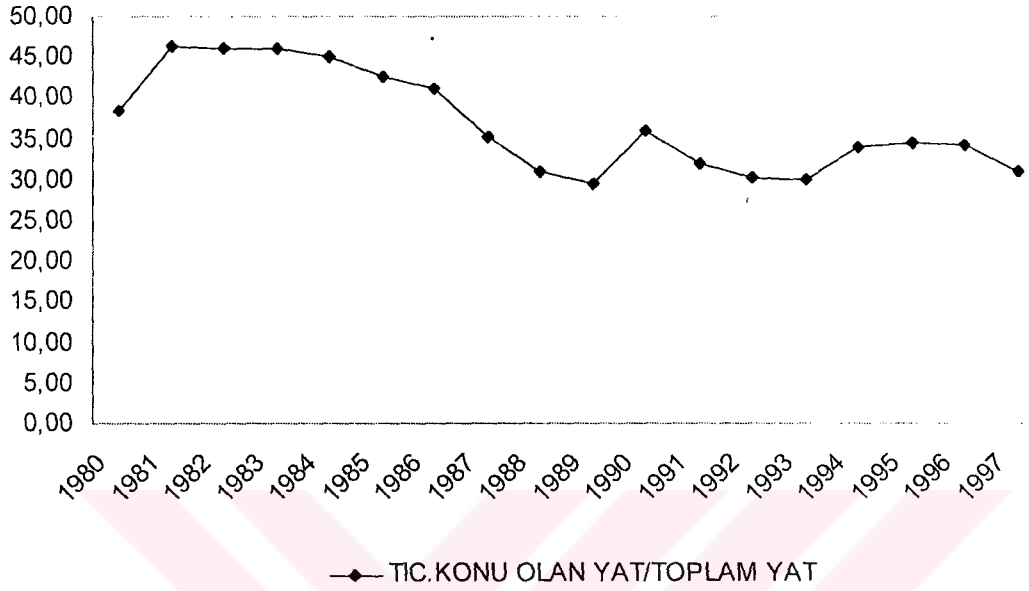
Tablo 21. Döviz Kurlarında Meydana Gelen Reel Değerlenme ve İthalat ve İhracat Oranları

	Reel Döviz Kuru	İhracat/GSMH	İthalat/GSMH
1987	11,6	16,1
1988	12,8	15,8
1989		10,7	14,5
1990	80,52	8,5	14,6
1991	78,09	8,9	13,8
1992	81,55	9,2	14,3
1993	73,99	8,4	16,2
1994	100,46	13,8	17,8
1995	94,57	12,6	20,8
1996	94,57	12,5	23,1
1997	89,41	13,6	24,1

Kaynak: Yentürk, 2001 - (1990=100) Reel Döviz kuru değerleri Togan (2001)'dan alınmıştır.

Uluslararası rekabet gücünün azalmasının en doğal sonucu ticarete konu olan sektörlerde yatırımların azalmasıdır. Çünkü ihracatçı sektörlerde rekabet gücünün azalması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma, ithalatla rekabet eden sektörlerde ise ürün ithalatının ucuzlaması nedeniyle de yine yatırımlardan uzaklaşma eğilimi ortaya çıkmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise, uluslararası rekabetin olmaması nedeniyle, ucuzlayan ithalat yatırımlarının maliyetini düşürücü etki yaparak yatırımları teşvik etmektedir.

Grafik 13. Ticaret Konu Olan Yatırımların Toplam Yatırımlara Oranı



Kaynak: Yentürk, 2001

Aşırı değerli ulusal paranın rekabet gücünü olumsuz etkilemesi sonucunda ticarete konu mal üreten sektörlerde yapılan yatırımlar 1989 yılında meydana gelen artış sonrası azalma trendine girmiş ve bu trend 1994 krizine kadar devam etmiştir.

3.2.2.2. Faiz Oranının Yükselmesi

Spekülatif sermaye girişi sonucu yatırımların sektörel dağılımını etkileyen diğer bir unsur artan faiz oranlarıdır. Faiz oranı reel yatırımlarla finansal yatırımlar arasında tercih yapılmasını belirleyen bir faktördür ve finansal araçların getirisinin yükselmesi reel yatırımları azaltıcı rol oynamaktadır. Reel yatırımlarla faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmakta ve yatırımlar finansal sektöre ve ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmektedir (Yentürk,2001).

Aşağıdaki tabloda 1 yıl vadeli mevduat faiz oranlarındaki değişim verilmiştir.

Tablo 22. Faiz Oranları

	N.Faiz Oranı	Enflasyon(TEFE)	Reel Faiz
1987	5-58,7*	32.982	26
1988	83,9	70.378	14
1989	58,8	63.867	-5
1990	59,4	52.235	7
1991	72,6	55.447	17
1992	74,2	62.100	12
1993	74,8	58.656	16
1994	95,6	120.809	-25
1995	92,3	88.036	4
1996	93,8	74.592	19

*Bankalarca Serbest olarak belirlenen faizin en düşük ve en yüksek değerleri

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bülten. 1996, IV.

Aşırı spekülasyon sermaye girişi ve aşırı kamu borçlanması, alınan kısa dönemli ve yüksek faizli borçların cari harcamalarda kullanılması kamuda faizi ve dış borcu dış borçla ödeme dönemini başlatmıştır. Kamu harcamalarının en önemli kaleminin faiz ödemeleri olduğu, yatırım harcamalarının neredeyse durduğu ise çokça ifade edilen bir gelişmedir. Bu olgu gerekli altyapı yatırımlarının yapılmasını engellerken özel sektör yatırımlarını kovucu bir etki de yaratmıştır. Diğer yandan, yeterli kaynak ayrılmadığı için eğitim, sağlık gibi kamu hizmetlerinin yetersiz ve kalitesiz olmaya başlaması, özel sektöre rekabettin olmadığı ve yüksek karlılığın geçerli olduğu bir alan yaratmakta, bu da; özel sektör yatırımlarının ticarete konu olmayan sektörlerde yoğunlaşmasında etkili olan bir başka faktörü oluşturmaktadır (Yentürk, 2001).

Beklenenin tersine, yüksek yabancı kaynak girişine rağmen faiz oranının düşmemesinin en önemli nedeni yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan reel yatırımlardan çok spekülative yatırımlara yönelmiş olmasıdır. Sadece kısa dönemli kazançlara yönelik oldukları için, spekülative sermaye girişi reel yatırımlara dönüşmemekte ve yatırımların getirisinin azalması yönünde bir gelişme ortaya çıkmamaktadır.

Türkiye’de görülen bu olgu nedeniyle, 1989-1994 arasında finansal sektör reel sektöre kredi vermekten çok tüketici kredisi oranını artırmış ve kamu iç borç senetlerine yönelerek kamu kağıdı ticaretinde yoğunlaşmıştır. Tüketici kredilerinin toplam banka kredileri içerisindeki oranı 1993 yılında yüzde 12.89 yükselmiştir (Yentürk, 2001). Bankalar aracılığı ile yurtdışından bulunan kısa vadeli krediler şeklinde ülkeye akıtılan kaynak reel sektörde yatırımlarda kullanılması yerine, tüketim artışı yaratarak enflasyonist baskıları körüklemiştir. Aşırı dolarlaşma ve likidite riski mali yapıyı kırılğan hale gelmiştir.

Mali sektörünün reel sektörden kopmasını, reel sektörün faaliyet dışı alanlara yönelmesi izlemiş ve incelediğimiz dönem boyunca reel sektörün karlarının önemli bir bölümü faaliyet dışı karlara kaymıştır. Karlılığın yüksek olduğu sektörlerde bile yatırım eğilimi düşüş göstererek tipik bir gelişmekte olan ülke sendromu olan yatırımlara dönüşmeyen karlılık olgusu reel sektörde etkin olmaya başlamıştır (Akyüz ve Gore, 1994).

3.2.2.3. Tüketim Talebinde Artış

Türkiye ekonomisinde 1989 mali serbestleşme, toplam tasarrufları arttırmak yerine tüketim harcamalarını teşvik etmiştir. 1989-1994 yılları arasında spekülative sermaye girişinin neden olduğu talep artışı ve bunların yatırım, üretim ve ihracat üzerindeki etkileridir. İhracat üzerindeki olumsuz ve ithalat üzerindeki olumlu etkisi değinilmeye gerek olmayacak kadar açık olan iç talep artışının yatırımlar ve üretim üzerindeki etkileri sektörlere göre farklılık göstermektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve gelişmekte olan ülkelere yabancı spekülâtif sermaye girişinin artması ile ortaya çıkan talep artışı, ticarete konu olan sektörlerde esas olarak ucuzlayan ithalat ile karşılaşılırken ticarete konu olmayan sektörlerde fiyat ve yatırım artışı olarak karşılaşmaktadır (Yentürk, 2001).

Özetle, spekülâtif sermaye girişi ile birlikte reel döviz kurunun değerlenmesi ve faiz oranının yükselmesi, gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün uluslararası rekabet gücünün azaltmış ve yatırımların esas olarak ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmesini teşvik etmiştir. Türkiye'de, 1989 yılından sonra ticarete konu olmayan özel sektör yatırımlarındaki hızlı yükselme esas olarak yukarıda sözü edilen bu etkiden kaynaklanmaktadır.

Bunlara ek olarak, Türkiye, spekülâtif sermaye girişi ile gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bu olumsuz etkilere rağmen, bu politikaları uygulamaya devam etmiştir. Şöyle ki, aşırı spekülâtif sermaye girişinin ithalat hacmini artırmasını ve yerli paranın değerlenmesini bir ölçüde de olsa önlemek için merkez bankalarının uluslararası rezerv biriktirmeleri söz konusu olmaktadır. Ancak bunun parasal tabanın genişlemesi gibi olumsuz sonuçları vardır. Bu olumsuzluklarla mücadelede gelişmekte olan ülkelerin başvurdukları iki temel uygulamadan söz edilebilir. Bunlardan birincisi spekülâtif sermaye girişlerini caydırmak için "zorunlu karşılık oranı" koyulmasıdır. İkincisi ise parasal tabandaki genişlemeyi emmek yani bunun ekonomide enflasyonist bir baskıya neden olmasını önlemek için bu genişlemenin merkez bankasının piyasaya süreceği kağıtlarla sterilize edilmesidir. Örneğin bu iki politikayı sistemli olarak özerk bir merkez bankası aracılığıyla sürdüren Şili, Latin Amerika ülkeleri arasında 1990 yılından sonra kriz yaşamamış bir ülkedir (Yentürk, 2001).

Türkiye'nin uyguladığı yöntem ise bir yandan faiz oranlarının artmasına neden olurken bir yandan enflasyonist genişlemeyi ortadan kaldırmamıştır. Bu yöntem parasal tabandaki genişlemenin merkez bankası tarafından sterilize edilmesi yerine, büyük oranda hazinenin kağıtlarıyla likiditenin kamu tarafından kullanılır

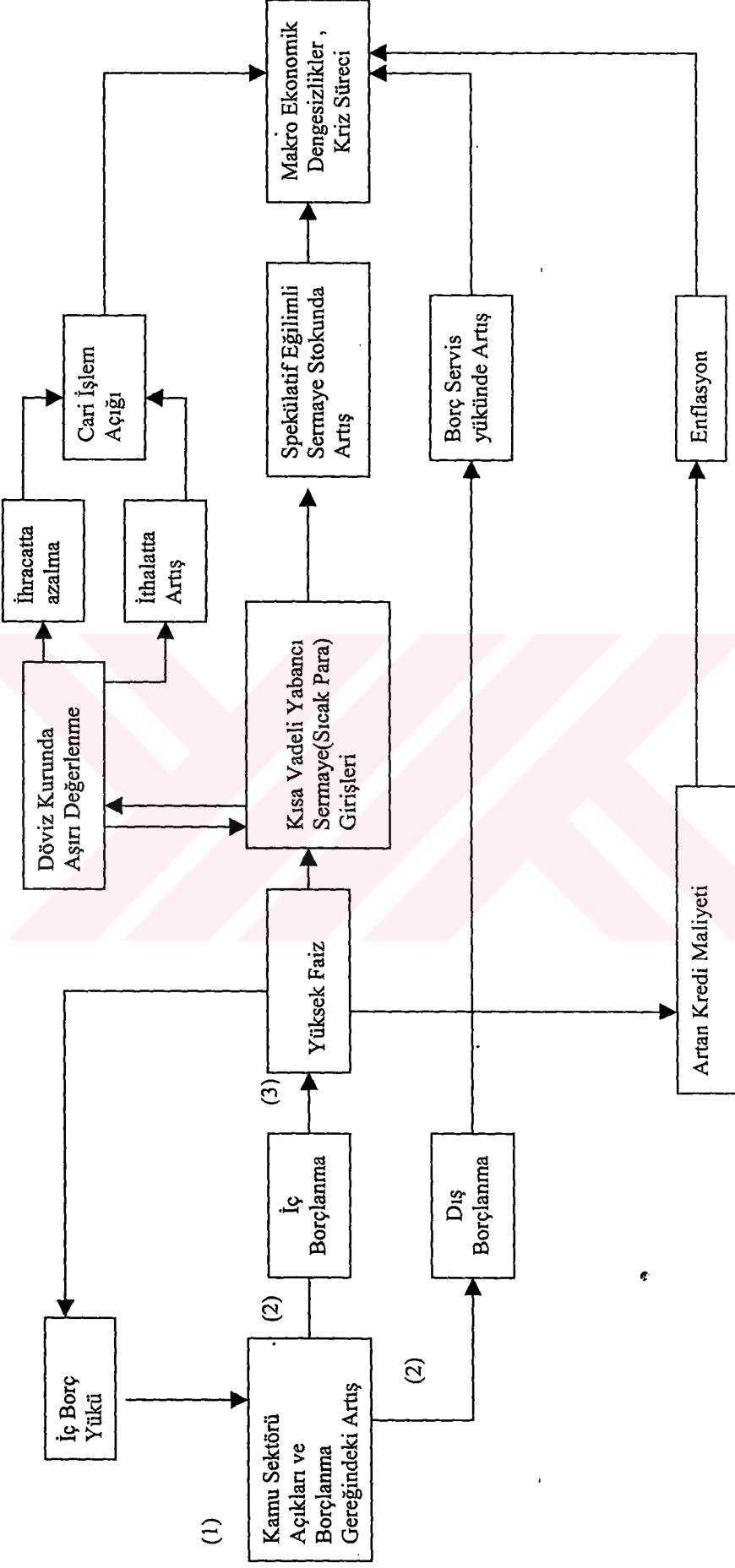
hale getirilmesidir. Bu olgu, kamunun harcamalarını artırmak için gelirlerini artırması gereğini doğurmaksızın, personel ve faiz harcamalarının artırılması olanağını sağlamıştır. Böylece 1989-1994 arası aşırı bir borçlanma, sürdürülemez bir faiz yükü ve yavaşlatılmış bir kur politikası ile ekonominin bir kısır döngüye girilmesi göze alınarak, siyasi popülerite hesaplarına dayalı ve krizle sonuçlanacağı aşikar bir genişleme ve içe dönük büyüme dönemi yaşanmıştır (Yentürk, 1999).

Mali serbestleşmenin yukarıda ayrıntılı olarak üzerinde durulan etkileri göz önünde bulundurarak, Türkiye’de yaşanan ekonomik krizler değerlendirildiğinde, 1989 sonrası, kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan artışın, kamu kaynak ihtiyacından kaynaklanması, bu fonların ağırlıklı olarak kamu harcamalarında kullanılmasına yol açmıştır. Bu süreçte önemli rol oynayan bankacılık sektörü, dışarıdan aldığı kısa vadeli kredileri, yüksek faizli kamu kağıtlarına yatırarak, asli görevi olan yatırımları finanse etmek görevini ikinci plana itmiştir.

Kamunun yüksek borçlanma gereği ve artan yabancı sermaye girişinin sürekliliğini sağlamak amacı ile yüksek tutulan faiz oranları ve aşırı değerli TL, bir yandan ülke içinde yatırımların maliyetini artırırken, öte yandan yarımların spekülatif kazançlara kaymalarına yol açmıştır. Bunun sonucunda ülke içinde özellikle ticarete konu olan üretimde bir azalma yaşanmış ve TL’nin aşırı değerlenmesi uluslararası rekabet gücünü daha da azaltmıştır. Ayrıca döviz kurundaki değerlenme, ithalat talebinde yarattığı artış sonucunda cari işlem açıklarını daha da arttırırken, tüketici kredilerinin yaygınlaşması ile birleşince tüketim eğilimi yukarı doğru kaymıştır.

1990 sonrasında yabancı sermaye hareketlerine bağımlı olarak kısa vadede ekonomik göstergelerde görülen olumlu veya olumsuz gelişmeler, yabancı sermayenin spekülatif bir etki, ekonomik veya siyasal bir nedenle hızla içeriye ve dışarıya doğru hareketlenmesi Türkiye ekonomisinde ciddi krizlerin oluşmasına yol açmıştır. Tablo 23’de 1990 sonrası Türkiye’de krizlerin gelişim süreci gösterilmiştir.

Tablo 23. Türkiye ekonomisinde Finansal Serbestleşme Sonrası Makro Ekonomik Dinamikler ve Kriz Süreci



Kaynak: Yeldan 2001a

3.3. 1994 Krizi

1989 mali serbestleşme ile birlikte Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye girişlerinin artması sonucunda büyüme hızında bir artış yaşanmıştır. Yabancı sermaye girişine bağlı olarak yaşanan bu büyüme ticarete konu olan yatırımlar ve tasarrufları arttırmak yerine daha çok kamu ve özel kesim tüketim harcamalarında artışa yol açmıştır. Bu süreçte ulusal parada meydana gelen aşırı değerlenme ihracatı azaltıp, ithalatı arttırmıştır. Cari işlem dengesindeki bozulma ve KKBG'deki aşırı artışın yabancı sermaye için risk unsurunu arttırması ve Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi ile sermaye çıkışlarının artması ekonomiyi krizé sürüklemiştir.

3.3.1. Kriz Öncesi Ekonomik Durum

1989-1994 arası ekonomik göstergeler ele alınırken iki etkenin sürekli göz önünde bulundurulması gerekir. Birincisi Türkiye ekonomisini dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecinin bir aşaması olan mali serbestleşme, diğer ise Körfez savaşıdır. Aşağıdaki tabloda bu döneme ait temel makro ekonomik göstergeler verilmiştir.

1989-1993'ü kapsayan beş yıl GSMH'nın büyüme hızı yıldan yıla şiddetli iniş çıkışlar göstermiştir. 1989'da 1,6 olarak gerçekleşen artış, ertesi yıl 9,4 oranında büyük bir patlama yaşamıştır. Bu artış oranında yabancı sermaye hareketlerinde gerçekleşen artış miktarı önemli etkide bulunmuştur(bakınız Tablo 11). 1991'de (Körfez savaşı yılı) GSMH'daki artışı bu kez 0,3'e düşmüştür. İzleyen iki yılda sırasıyla yüzde 6,4 ve yüzde 8,1 olarak gerçekleşmiştir.

GSMH artışın temel bileşenlerine baktığımızda bu dönemdeki büyümenin çok da sağlıklı olmadığı görülür. Grafik 14'te GSMH'nın bileşenleri olan tüketim, yatırım oranları gösterilmiştir.

Tablo 24. 1989-1994 Temel Makro Ekonomik Göstergeler

	GSMH(%)	TÜFE	CARİ İŞLEMLER DENGESİ / GSMH %	İHRACAT /GSMH	İTHALAT / GSMH	İTHALAT /İHRACAT
1989	1,9	63,3	-0,9	10,7	14,5	73,6
1990	9,4	60,3	-1,7	8,5	14,6	58,1
1991	0,3	66,0	0,2	8,9	13,8	64,6
1992	6,4	70,1	-0,6	9,2	14,3	64,3
1993	8,1	66,1	-3,5	8,4	16,2	52,1
1994	-6,1	106,3	2,0	13,8	17,8	77,8

Kaynak: DPT,1999.

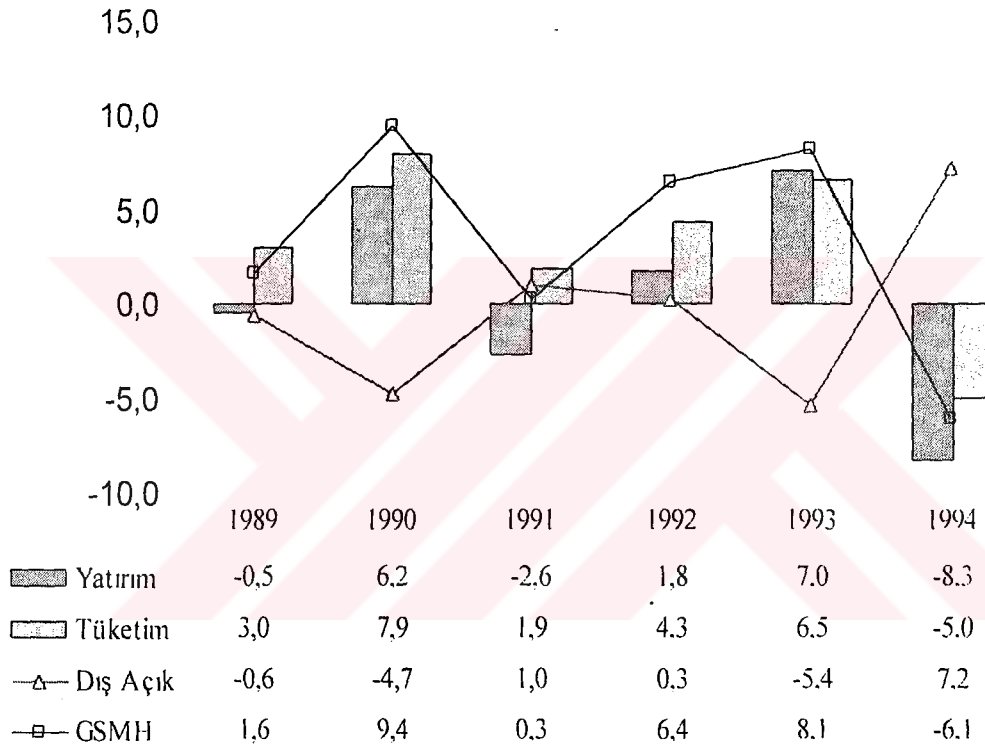
Grafikte görülebileceği gibi GSMH'daki artış ağırlıklı olarak tüketim harcamalarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Tüketim harcamalarını yabancı sermaye hareketlerinden karşılayan ve bu yolla tüketim yönelimli bir büyüme stratejisi takip eden Türkiye ekonomisinde, üretim kapasitesi, tüketim talebini karşılayacak kadar genişlememesi, 1994 yılında ciddi bir ekonomik krizle sonuçlanmıştır.

Bu istikrarsız ve tüketim temelli büyüme enflasyonu beraberinde getirmiş ve kriz öncesi döneminde enflasyon ortalama yüzde 65 dolaylarında gerçekleşirken, 1994 yılında bu oran yüzde 106'ya fırlamıştır.

Büyüme hızındaki yükselme yılları, yurt içi tasarruf yatırım açığı ve cari işlemler açıklarının patladığı yıllar oldu. Büyüme zoraki yollardan yaratıldı. Aşırı değerli kur ve AB ile ticaretteki gümrük indirimi yolu ile ucuz ithalat patlamasının getirdiği görece düşük fiyatlı girdiler, üretimi teşvikin bir ayağını; genişleyen tüketim ve konut kredileriyle ve reel artışa geçen maaş-ücret gelirleriyle pompalanan iç

tüketim artışı ikinci ayağını oluşturdu. Cari işlemler açıkları 1990'da GSMH'nin yüzde 3'üken(2,6 milyar dolar), 1992'de tekrarlayan açık 1993'de GSMH'nin yüzde 7'sine çıkararak sürdürülemez bir noktaya gelmişti (6,9 milyar dolar).(Kazgan, 1994: 226).

Grafik 14. GSMH, Tüketim, Yatırım ve Dış Açık Değişim Oranları



Toprak, Demir.2001.s.251.

3.3.2. 1994 Krizi

1994'ün başında kamu borçlanma faizlerini düşürme çabalarının yoğunlaşmasının bir sonucu olarak ortaya çıkan kurlarda dalgalanmayla (devalüasyon) mali sektörde ateşlenen kriz sistemden önemli ölçüde mevduat çekilmesine ve çekilen mevduatın önce büyük bankalara ve devlet tahvillerine ardından da buradan çekilerek dövize yönelmesi ile sistem büyük bir kriz yaşamış ve

krize Merkez Bankasının zamanında ve gerekli ölçüde müdahale edememesi nedeni ile yaygınlaşmış ve tüm bankacılık sistemini ve ekonomiyi tehdit eder hale gelmiştir (Karacan, 2000; 178-179).

Devletin tepeden tırnağa içine gömüldüğü lüks ve israf ekonomisine, özel kesimin yatırım ve üretim yerine mali piyasalarda oyunları ve zorla şişirilen genel tüketim, düşen özel tasarruflar eklenince ortaya herkesin borçlandığı bir ekonomi çıkmıştır. Dış borç stoku 66 milyar dolara yükselmiştir. 1994 yılının ilk ayında kredi derecelendirme kuruluşları (Moody's ve Standard and Poor's) Türkiye'nin kredi notunu "yatırım yapılabilir ülke" derecesinden "spekülatif ülke" derecesine düşürmeleri ile başlayan yabancı sermaye çıkışı hızlanmıştır (Kazgan, 1994: 227).

TCMB, hem olağanüstü boyutlarda şişen likiditeyi emmek hem de döviz fiyatlarındaki yükselişi önlemek için piyasaya döviz sürmeye devam etmiştir. 1993'ün son çeyreği ve 1994'ün başında 3,5 milyar dolar tutarında döviz piyasaya sürülmüş fakat bunun sürdürülemeyeceği anlaşılınca bu politika terk edilmiştir. Ocak sonunda dolar karşısında TL yüzde 13.5 oranında devalüe edildi. Bundan sonra döviz ve faiz arasında kovalamaca başlayarak bir yandan TL devalüe olmayı, diğer yandan faizler tırmanmayı sürdürmüştür (Kazgan, 1994: 228).

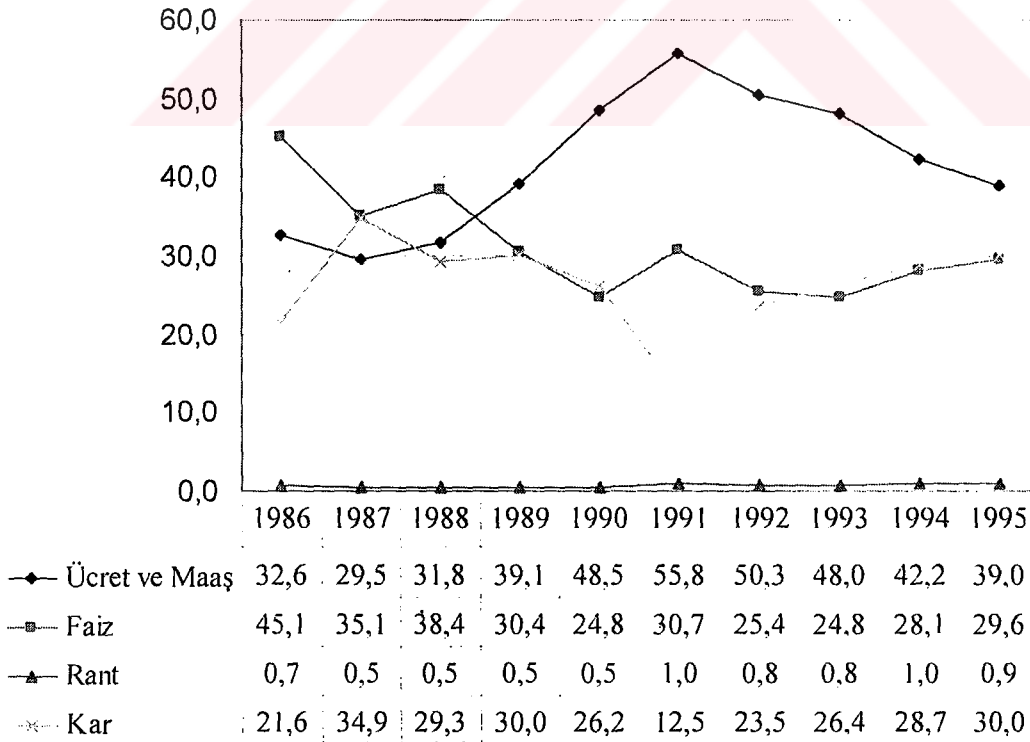
Açık pozisyonla çalışan kurumlar, borçlarını ödemek, riski artan dış sermaye bir an önce kaçmak için; diğer taraftan yerleşik kişi ve kurumlar para ikamesi amacıyla döviz piyasalarına hücum ederken, döviz fiyatları tırmanmıştır. Şişmiş hisse senetlerinin fiyatlarının sürdürülemeyeceği anlaşılınca, bunlar elden çıkarıldı ve borsa baş aşağı gitti. Üç-dört ayda doların 14 bin beş yüz TL'den 40 bin sınırına dayandığını gören hükümet, bu artışın önüne geçebilmek için faiz oranlarını arttırmıştır. Bankalar arası piyasalarda gecelik faizler yüzde 1000'e kadar çıkmıştır. Piyasadan para çekmek için tekrar döviz satışına geçen merkez bankasının rezervleri Ocak-nisan arasında, 6,2 milyardan 3,2 milyar dolara inmiştir (Kazgan, 1994: 228).

1993 yılında “devletin döviz tevdiat hesaplarına el koyacağı” söylentisi ile başlayan mevduat hesaplarına hücum ve banka iflasları sonucunda devlet mayıs 1993 tarihinde bütün mevduatları garanti altına almıştır.

3.3.3. Krize Yol Açan Temel Faktörler

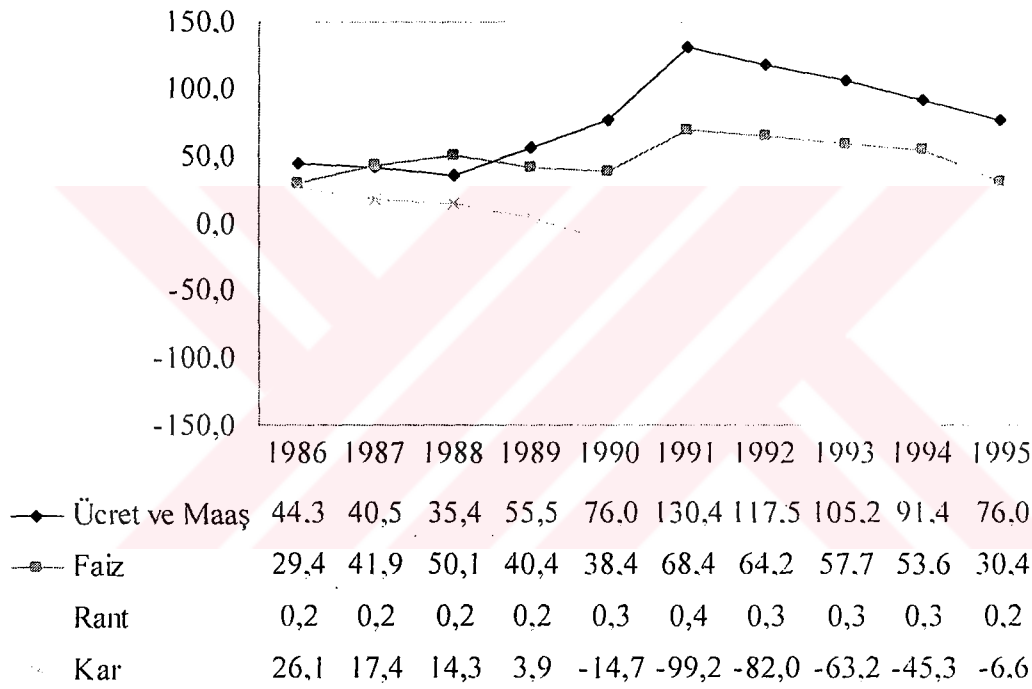
Türkiye 1986 yılında başlayan ve 1989 yılından itibaren gittikçe artan oranlarda iç talebe dayalı bir büyüme politikası izlemiş ve büyümenin belirleyicisi tüketim olmuştur. Özellikle 1989-1993 yılları arasında ücret ve maaşlara yapılan yüksek oranlı artışlar, bir taraftan tüketimi artırırken, diğer taraftan sanayi sektörünün rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemiştir. Grafik 14-15’de Özel sektör ve kamu sektörü sanayi kuruluşlarında 1985-1995 yılları arasında Katma değer bölüşüm oranı gösterilmiştir.

Grafik 15. Özel Sanayi Kuruluşlarında Katma Değerin Bölüşümü



Özel Sektör sanayi kuruluşlarında 1987'ye kadar ücretlerin toplam gelirlerindeki payında sürekli bir gerileme meydana gelmiştir. 1989 yılından itibaren ücretlerde ciddi bir artış yaşanırken, 1992'de bu trend tekrar düşüşe geçmiştir. Kamu sektöründe de 1988 yılından itibaren yükselişe geçen toplam gelirdeki işgücünün payı, özellikle 1991 ve 1992 yılında en yüksek düzeyine ulaşmıştır.

Grafik 16. Kamu Sanayi Kuruluşlarında Katma Değerin Bölüşümü



Toprak-Demir, 2001. s.303.

Konsolide bütçe harcamaları hızla artarak, kamu kesimi açıklarının belirleyicisi olma özelliğini kazanmıştır. Bütçe personel harcamalarının vergi gelirlerine oranı 1988 yılında yüzde 36 iken, bu oran 1993 yılında yüzde 64'e yükselmiştir. Diğer taraftan 1986-1987 yıllarında yoğun altyapı yatırımları nedeniyle artan kamu açıkları yüksek reel faizli iç borçlanma ile finanse edilmiştir (Tablo 26). Bunun neticesinde 1988 yılından başlayarak faiz ödemeleri giderek artan oranlarda konsolide bütçe üzerinde yük oluşturmaya başlamıştır.

1989-1993 döneminde yüksek oranlı ücret ve maaş artışlarının sonucu olarak artan faiz ödemeleri, kamu kesimi açıklarını hızlı bir artış sürecine sokmuştur. Yüksek kamu açıkları bir taraftan özel kesimin kullanılabilir fonlarını daraltırken, diğer taraftan faiz oranlarını yükselterek kamu kesimini bir faiz döngüsü içine sokmuştur. İç borç anapara ve faiz ödemelerinin vergi gelirlerine oranı 1989 yılında yüzde 58 iken, 1993 yılında yüzde 104'e yükselmiş, vergi gelirlerimiz iç borç anapara ve faiz ödemelerini karşılayamaz duruma gelmiştir. Kamu kesimi açıklarını azaltıcı tedbirler alınmadan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, yurtiçi yurtdışı faiz farkından dolayı kısa vadeli spekülatif sermaye girişini hızlandırmıştır. Kısa vadeli sermaye girişinin hızlanması bir taraftan ithalatın finansmanını kolaylaştırarak ithalatın artışını hızlandırmış, diğer taraftan Türk Lirası reel olarak değer kazanmaya başlayarak ihracatı olumsuz yönde etkilemiştir. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 1993 yılında 14 milyar dolara yükselmiş, cari işlemler dengesi 6.4 milyar dolar açık vermiş ve ihracatın ithalatı karşılama oranı 1988'de yüzde 81 iken, 1993'de yüzde 52'ye gerilemiştir.

Bu dönemde enflasyon, kamu kesimi açıkları ve faiz oranlarının artmasına rağmen, Türk Lirasının reel olarak değer kazanması ve ithalattaki artışın iç piyasadaki fiyatları kontrol altında tutması ile yüzde 60'lar seviyesinde kalmıştır.

Sonuçta, artan dış ticaret ve cari işlemler açığına rağmen, bu açığın finansmanında zorluk çekilmeyen ve rezerv artışı sağlanan, kamu açıkları ve faizlerin yükselmesine rağmen enflasyon hızında artış olmayan, kısa vadeli dış borçla tüketime dayalı bir büyüme ortamı içinde yapay dengelere dayalı sağlıklı bir ekonomik yapı oluşmuştur. Ekonominin iç ve dış dengelerindeki hızlı bozulma ciddi bir programın geciktirilmeden uygulanmasını zorunlu hale getirmiştir.

1994 Krizine yol açan temel etmenleri şöyle sıralayabiliriz (Alp, 2000:234):

- Aşırı değerli ulusal para.

- Büyüyen dış ticaret ve bütçe açıkları ve biriken kamu borçlarının finansman yükü nedeniyle kamu kesiminin giderek artan miktarda piyasadaki fonları toplaması ve faiz oranlarının artması,
- Bankaların yurt dışından sağladıkları fonlar nedeni ile açık pozisyonlarının artması, döviz kurlarındaki yükselmeye karşın geri dönmeyen krediler nedeni ile batık kredilerin yükselmesi,
- Kısa vadeli fonların hacmindeki artış ve borsada işlem gören hisse senetlerinin büyük bir kısmının yabancı yatırımcıların elinde bulunması,
- Yeterli derinliğe sahip olmayan İMKB'nin yüksek tutardaki talep sonucunda aşırı değerlenmesi.

Mali serbestleşme sonucu artan kısa vadeli yabancı sermaye girişi ile hareketlenen mali piyasaların ekonomide canlanma meydana gelmiştir. Borçluluğun yüksek olduğu bir ortamda mali serbestleşmeyle yükselen faiz ve kur seyri, borçların maliyetini etkilemekte ve kısa süreli sermaye akımlarının artmasına yol açmaktadır. Ülke riskinde artış ve dış açıkların artması ile devalüasyon beklentileri para ikamesine yol açmakta ve ulusal para iyice değer yitirmektedir. 1994 Krizi böyle bir sürecin sonucudur.

3.3.4. 5 Nisan Kararları

Yukarıda sıraladığımız 1994 krizine yol açan temel faktörlerin yanından krizde ateşleyici olarak iki önemli faktör rol oynamıştır. Bunlardan birincisi, döviz kuru ile faiz oranlarını kontrol etmek isteyen hükümetin çabaları, diğeri ise Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesidir.

Bu iki etki sonucunda döviz talebini arttıran yerli yabancı spekülatif sermaye karşısında Merkez Bankası'nın rezervleri sürekli olarak azaltması Türkiye ile IMF'yi yeniden karşı karşıya getirmiştir (Alper-Öniş, 2001:211).

5 Nisan 1994 tarihinde uygulamaya konulan Ekonomik Önlemler Uygulama Planı'nın amacı; enflasyonu hızla düşürmek, Türk Lirasına istikrar kazandırmak, ihracat artışını hızlandırmak, ekonomik ve sosyal kalkınmayı sosyal dengeleri de gözeterek sürdürülebilir bir temele oturtmaktır. Uygulama Planı istikrar programı ve yapısal önlemler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır

5 Nisan kararları olarak bilinen yeni IMF programı oldukça standart bir görünüme sahipti. Bu tedbirler sonucunda, üretim ve istihdamda ciddi bir daralma yaşanmış ve GSMH büyüme oranı yüzde -6,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu yılda ithalattaki patlama tersine çevrilmiş ve ihracatta büyük bir artış meydana gelmiştir. 1995 yılında itibaren kısa vadeli sermaye girişlerinde yeniden bir artış başlamış ve kriz kısa sürede atlatılmıştır (Alper-Öniş,2001:213).

Krizin bu kadar kısa bir sürede atlatılması, sağlıksız bir iyileşme süreci sonucunda gerçekleşmiş ve daha sonra yaşanan krizlerin temelini oluşturmuştur. Bu noktada, hükümetin izlediği politikalarla ilgili iki önemli noktadan bahsetmek faydalı olacaktır. İlk olarak, daha önceki dönemde olduğu gibi yabancı sermaye hareketlerinin teşvik edilmesi ve yurt dışına sermaye kaçışının önlenmesi amacıyla faizlerin yüksek tutulması, yurt içi borçlanmalarda hızlı bir yükselişe ve 1990'ların sonlarına doğru yıkıcı sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. İkincisi ise, krizin etkileri görülmeye başlandığı andan itibaren, bankalara rahat bir nefes aldirmek amacı ile, mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınması yönünde yapılan bankacılık sektörü düzenlemeleri daha sonraki dönemlerde sektörü olumsuz yönde etkilemiştir (Alper-Öniş,2001;213).

1995 yıllarının ilk aylarından itibaren, döviz kurlarındaki düşüşün etkisiyle artan ihracat sayesinde büyüme süreci yeniden ivme kazanmıştır. Başta

finans sektörü olma üzere bütün kuruluşlarda ekonomiye olan güven yeniden tesis edilmiştir. Bunun sonucunda, 1994 krizinin ana faktörü olan yurt dışına kaçan yabancı sermaye kaçıışı, tersine çevrilmiştir. 1997 Asya krizine kadar, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayeden Türkiye büyük ölçüde payını almıştır. 1994 yılında yapılan düzenlemelerin yüzeysel ve kırılğan bir nitelik taşıdığı görülebilir. Kamu kesiminde görülen mali dengesizlikler, farklı bir şekilde de olsa istikrarsızlığın ana sebebi olmaya devam etmiştir. Çoğunlukla KİT açıklarının gerilemesine bağlı olarak, 1994'de hemen sonra KKBG/GSMH oranında bir azalma olduysa da, bu durum çok uzun sürmemiştir. 1990'ların sonunda, bütçe açığı yeniden rekor seviyelere ulaşmıştı. Burada vurgulanması gereken nokta kamu kesimi mali dengesizliğinin ardında yatan nedenin değişmiş olmasıdır. Bu çerçevede, bütçe harcamalarında transfer harcamalarının oranının gittikçe arttığı görülebilir. Bu da aslında iç kamu borçlanmasında faiz yükünün belirgin bir yansımasıdır. Geçmiş yıllarla paralellik gösteren tek olgu, kamu kesimi yatırımlarının sınırlandırılmasıdır. (Alper-Öniş, 2001: 213).

3.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

1994 krizinden Türkiye sorunları büyütmiş bir ülke olarak çıkmış, krizden de gereken dersleri alamadığından TL'nin aşırı değerlenmesi devam etmiş bu da dış ticaret açıklarının artmasına neden olmuştur. 1997 yılında dış ticaret açığı 22,5 milyar doları bulmuştur. İthalatın ihracatı karşılama oranı yüzde 50'lere gerilemiştir. Ancak devletin borçlanma ihtiyacının çok yüksek olması nedeni ile enflasyondan arındırılmış reel faizler yüzde 25'lere ulaşmış, kur artışları da zaman zaman enflasyonun altında kaldığından ülkeye giren sıcak para dış ticaret açıklarını kapatmaya devam etmiştir (Özer, 2001: 494). 5 Nisan kararlarından sonra 1998 yılında IMF ile Yakından İzleme Programı uygulamaya konulmuş ise de bu programın kalıcı bir başarı sağladığı söylenemez. 1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizi ve arkasından 1998 yılında ortaya çıkan Rusya krizinde olumsuz yönde etkilenen Türkiye ekonomisi daralma sürecine girmiştir. 1990 sonrası kısa vadeli

sermaye hareketlerine bağımlı hale gelen Türkiye ekonomisinde dışsal etkenler belirleyici bir rol oynamış ve bu dönemde KKBG'nin aşırı derecede artmıştır. Bu şartlar altında IMF desteği ile 2000 yılında itibaren uygulanmak üzere "Enflasyonu Düşürme Programı" başlığında bir istikrar paketi uygulamaya koymuştur.

Aşağıdaki tabloda 1994-1999 yıllarına ilişkin temel ekonomik göstergeler verilmiştir.

Tablo 25. 1994-1999 Yıllarına Ait Ekonomik Göstergeler

	GSMH	KKBG/ GSMH Hazine	KKBG/GS MH IMF	TÜFE	Cari İşlem Açığı/ GSMH
1994	-6,06	7,89	9,1	106,3	2,0
1995	7,95	5,20	5,2	88,0	-1,4
1996	7,12	8,65	13,1	80,4	-1,3
1997	8,29	7,72	13,1	85,8	-1,4
1998	3,86	9,00	15,6	84,6	1,0
1999	-6,8	15,42	23,3	64,9	-0,7

Kaynak: Togan, 2001.

3.4.1. 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı

3.4.1.1. Temel Amaçları

2000-2002 yılları arasında uygulanması kararlaştırılan ve üç yılı kapsayan istikrar programının temel amaçları;

➤ Tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 12 ve 2002 yılında yüzde 7'ye indirmek.

➤ Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek.

➤ Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak.

➤ Ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak şeklinde ifade edilmiştir.

Program aşağıda temel hedefler kısmında görüleceği gibi salt enflasyonu düşürme programı olarak değerlendirilemeyeceği; ekonomide yeniden yapılandırma sürecine girerek, 1990 sonrası sürekli ifade edilen hedefleri gerçekleştirme ve ulusal ekonomik kalıpları yeniden yapılandırmayı hedeflediği ileri sürülmektedir(Yeldan, 2001a: 162).

3.4.1.2. Uygulanan Politikalar

Enflasyonu Düşürme Programı üç temel unsur üzerinde işleyecektir;

➤ Sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması birinci temel unsuru oluşturmaktadır.

➤ İkinci temel unsur enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasıdır.

➤ Bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı

kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulaması, programın üçüncü temel unsurunu oluşturmaktadır.

3.4.1.2.1.Maliye Politikası

Programda enflasyonun temel kaynağının kamu açıkları olduğu ve bunun kamu kesimi finansman yönetiminden kaynaklandığı kabul edilmiş ve bu açıkların kapatılması için tedbirler alınmıştır. Bu amaçla bir yandan, kamu harcamalarının kısılması yönünde tedbirler alınırken diğer taraftan kamu gelirlerinin artırılması amaçlanmıştır.

Yapısal reformlar ve sıkı bütçe politikasına ek olarak özelleştirmenin hız kazanması ile kamu kesimi dengesi 2000 yılı, toplam kamu sektörü GSMH'nin yüzde 2.2'si oranında bir faiz dışı fazla rakamına ulaşması amaçlanmıştır. Bu amaca ulaşmak için ayrıca ek vergiler getirilmiştir.

3.4.1.2.2. Para Politikası ve Kur Politikası

Enflasyonla Mücadele Programı'nın ikinci önemli dayanak noktası Döviz kuru ve para politikası oluşturmuştur. TL döviz kuru sepeti 1 Amerika Doları+ 0,77 Euro'ya eşitlenerek bir yıl süresince döviz kurları günlük olarak enflasyon artış oranına göre (yüzde 20 TEFE) artırılması planlanmıştır. Böylece döviz kurundaki gelişmeler önceden garanti altına alınarak yerli ve yabancı yatırımcıların ileriye yönelik yatırımlardaki belirsizliğin azaltılması hedeflenmiştir. Çünkü programa göre Türkiye'deki enflasyonun nedeni "yapışkan" enflasyon beklentilerin kırılması ile aşılabileceği öngörülmüş ve "sürekli ve yüksek enflasyon yaşanan ülkelerin, enflasyonla girdikleri mücadelelerinde yaşadıkları en büyük sorunlarından biri geçmiş enflasyonun, gelecekteki enflasyonu belirlemesi" olduğu ifade edilmiştir. Enflasyondan korunmak amacıyla yapılan, geçmiş enflasyona endeksli her türlü sözleşme (ücret, kira, vb) enflasyonun aşağı çekilmesinde bir

katılık yaratmaktadır. Enflasyonda yaşanan atalet olarak isimlendirebileceğimiz bu durum, uygulanacak programa olan güven ile yakından ilgili olduğu belirtilmiştir.

Bunun yanında, “enflasyon hedefine yönlendirilen kur sistemine” geçilmesi, kamunun borçlanma gereğinin yüksekliği, inişli çıkışlı enflasyonist ortam, döviz kur riski, politik belirsizlikten kaynaklanan riskler ve diğer kurumsal faktörler yurtiçi faizlerin üzerindeki risk priminin artmasının önüne geçerek faizlerde bir azalmaya yol açacaktır. Ayrıca Risk priminin döviz kurunun belirsizliğinden kaynaklanan bölümünün kalkması, sermaye girişini artırması planlanmıştır.

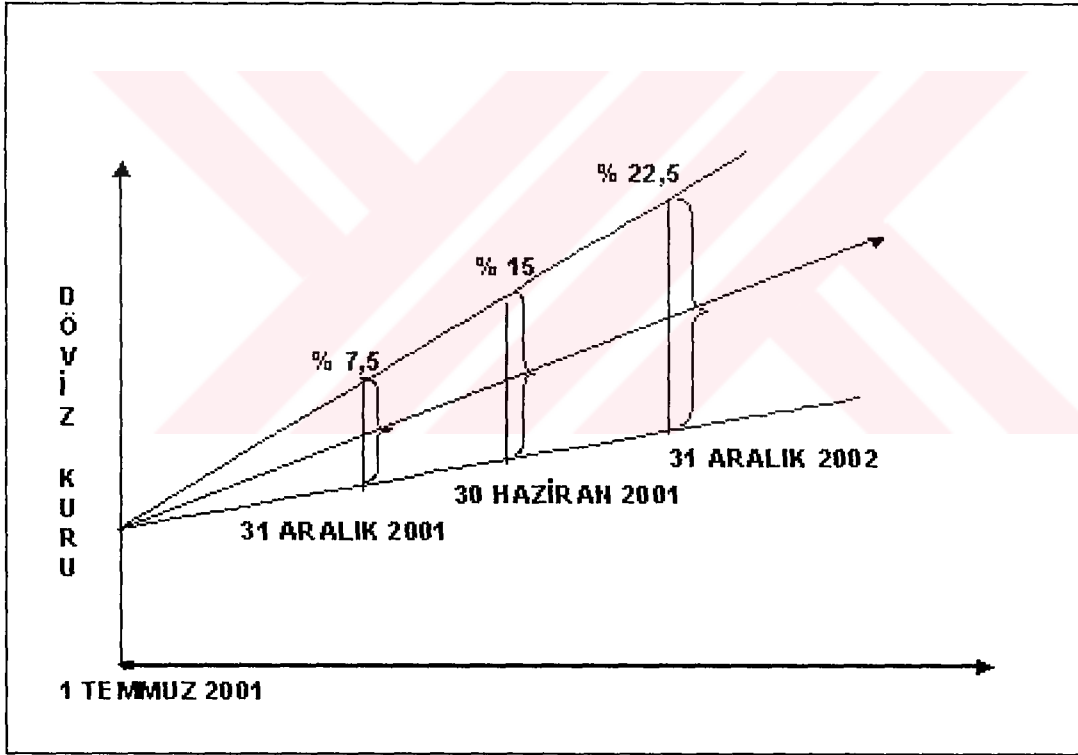
Döviz kurundaki değişimleri önceden ilan edilmiş bir takvime bağlayarak ulusal mal ve finans piyasalarındaki belirsizliğin azaltılması düşüncesi Latin Amerika ve İsrail gibi birçok istikrar programının da temelini oluşturmuştur. Örneğin, Şili 1980’lerin hemen başında uyguladığı istikrar programında döviz kurunu küçük-tablo(tablita) adını verdiği bir takvime bağlamıştır. Arjantin 1990 para kurulu programı, Arjantin pezo’sunun bire bir oranında Amerikan Dolarına sabitlemesi ile işletilmiştir. İsrail 1985 Programı da İsrail Shekel’ini yüzde 20’lik bir başlangıç devalüasyonundan sonra sabitlemiştir (Yeldan, 2001a: 166).

İstikrar Programı, döviz kurunu nominal bir çapa olarak uzun süreli kullanmanın ticaret dengesi üzerinde olası olumsuzluğunu göz önünde bulundurarak bir çıkış takvimi önermiştir. Günlük döviz kuru sepeti Temmuz 2001’e kadar sabit ölçüde değer yitirdikten sonra, merkez parite etrafında simetrik olarak genişleyen bant uygulamasına geçmeyi planlamıştır. Bu bant her yıl yüzde 15 oranında genişleyerek Aralık 2001 sonunda yüzde 7,5’e, Haziran 2002’de yüzde 15’e, Aralık 2002’de de yüzde 22,5’e çıkartılacak, daha sonra döviz kuru tekrar piyasada serbestçe belirlenecektir. Grafik 17’de döviz kuru sepetinin uygulanacağı kur bandı verilmiştir.

İstikrar programı kur politikasını desteklemek amacıyla, Merkez Bankası’nın net iç varlıklarına sınırlama getiren bir para programı uygulamaya

koymuştur. Böylece Merkez bankası bilançosunda parasal tabanın değişimi sadece net dış varlıklar kalemiyle sınırlandırılmıştır. Bu amaçla, net iç varlıklar kalemine üst limit (1,2 katrilyon) konmuştur. Bunun yanında bankacılık sisteminin likidite taleplerinin karşılanabilmesi için zorunlu karşılık oranları yüzde 8'den yüzde 6'ya indirilmiştir. Buna göre net iç varlıklar stokunun Aralık 1999 seviyesinde sabit tutulması hedeflenmiş ve bir önceki üç ayın parasal taban büyüklüğünün yüzde 5'ine eşdeğer bir bant içinde seyretmesine izin verileceği açıklanmıştır.

Grafik 17. Temmuz 2001-Aralık 2002 Arasında Uygulanacak Kur Bandı



Kaynak, TCMB, 1999

Merkez Bankası net iç varlığına sınır getirilmesi ile parasal tabanın genişlemesi ancak net dış varlıkların artması ile sınırlandırılmıştır. Ancak Merkez Bankasının analitik bilançosu açısından, para tabanını genişletmesi sadece Merkez Bankası'na dış yükümlülük doğurmayacak şekilde gelen döviz girişine bağlıdır. Yani, Merkez Bankası, örneğin bankacılık sistemine döviz borçlanarak veya IMF

kredisi kullanarak para tabanının genişletemeyecektir. Merkez Bankası ancak kendisine dış yükümlülük doğurmayacak biçimde, örneğin bankalardan döviz satın alarak emisyon hacmini genişletebilecek ve dolaşıma TL banknot çıkarabilecektir (Yeldan, 2001a: 168).

Böylece Merkez Bankası'nın para basımı sınırlandırılmış ve para kurulu gibi çalışması hedeflenmiştir. Aslında para kurlunun özünde , para politikası ile ilgili işlemlerin para kurulu ve merkez bankası arasında paylaşılması vardır. Para arzının, para kurulunca ve diğer işlemlerinde Merkez Bankası tarafından yapılması gerekirken Türkiye'de böyle bir ayırma gidilmemiştir. Döviz girişine bağlı olarak iç borçlanmanın azaltılması ve piyasaya TL sunulmasıyla likiditenin artırılması ve faiz oranlarının düşürülmesi hedeflenmiştir(Güloğlu, 2001: 524).

3.4.1.2.3. Yapısal Düzenlemeler

İstikrar Programı,maliye politikasının hedeflerini desteklemek için özelleştirme, tarımsal destekleme, sosyal güvenlik, bankacılık kesimine yönelik değişiklikleri içeren yapısal düzenlemeleri uygulamaya koymuştur.

Kamu mali kesimindeki “Yapısal Reformlar” başlığı altında, öncelikle tarım politikalarına ilişkin, destekleme fiyatları aşağıya çekilmesi ve tedricen kredi ve sübvansiyon uygulamasının kaldırılması öngörülmüştür.

Bunun yanında bütçe fonlarının kapatılması, sosyal güvenlik reformu ve özelleştirmeye hız verilmesi diğer yapısal düzenlemeler arasındadır.

3.4.2. Programın Eksik Yönleri

Türkiye daha önce de IMF ile 16 anlaşma yaparak istikrar programları uygulamış, ancak bunlarla enflasyonu indirememiş, üstelik bunların bir bölümünü de

yarıda kesmiştir. Geçmişte böyle başarısızlık tablosunun olması yeni programının uygulanabilirliği konusunda endişeler uyandırmıştır.

3.4.2.1. Döviz Kuru Çapası

Döviz kurunun nominal çapa olarak kabul edilmesi peşinen şu sorunların kabul edilmesi demektir (Parasız, 2001: 427):

➤ **Ücretlerin ve Ticarete Konu Olmayan Malların Yavaş Ayarlanması:** Bu durumda ticarete konu olan malları üreten sektörlerin karlarında daralma olacak ve TL değerlenecektir.

➤ **Döviz Kurlarının Sabitlenmesinin Ödemeler Dengesi Krizine Neden Olması:** Eğer uygun para ve maliye politikası uygulanmıyor ise ülke parasının reel olarak değerlendirilmesi ve en azından kısa dönemde ticarete konu olan malların üretiminde bir daralma kaçınılmaz olarak ortaya çıkacaktır. Bu durum cari işlemler açığının artmasına ve eğer sermaye mobilitesi yoksa döviz rezervlerinin erimesine yol açacaktır.

➤ **Sermayenin Akışkanlığının Yüksek Olduğu Bir Ortamda Döviz Kuru Hedefine Olan Bir Güvensizliğin Faiz Oranlarının Yeterince Yükseltilememesi Durumunda Sermaye Çıkışlarına Neden Olması:** Böyle bir durumun meydana gelmemesi için uygun bir parasal daralma sağlanması gerekmektedir. Eğer sermaye çıkışlarının yurt içindeki etkileri sterilize edilmezse, rezervlerdeki azalma otomatik olarak parasal daralmaya neden olacaktır. Ancak denge yeniden tesis edilmeden önce ya rezervlerin tükenmesine izin verilecek ya da bir ödemeler dengesi krizi yaşanacaktır. Sermaye kaçışları ancak yurt içi faiz oranlarının yeteri kadar yükselmesi ile önlenilecektir. Eğer bir de devalüasyon beklentisi oluşursa yurt içi faiz oranları daha da yükselecektir.

Program hakkında en çok eleştirilen nokta, programın temel dayanağı olan döviz kuru çapası olmuştur. 1990'lı yıllarda IMF'nin direktifleri doğrultusunda uygulanan ülkelerde (Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland) başarısızlıkla sonuçlanmış olması döviz kuru politikasının uygulanabilirliği konusunda olumsuz beklentilerin oluşmasına yol açmıştır.

Döviz kurunu çapa olarak belirleyen enflasyonu düşürme politikalarının fiyat istikrarını sağlamakla birlikte finansal krizlere yol açtığı IMF uzmanları tarafından bir çok ampirik çalışmada ele alınmıştır*. Bu tür politikaların uygulandığı ülkelerde görülen ortak sonuç, bu ülkelerde önce hızlı bir büyüme yaşandığı, ithalatın kontrolsüz bir biçimde artmasıyla birlikte dış dengelerin bozulduğu ve finansal bir krizle derin bir çöküntünün ortaya çıktığı şeklindedir (Yeldan, 2001c; 191).

Döviz kur çapasının uygulaması ile ilgili diğer bir eleştiri noktası, program öncesinden TL'nin değeri ile ilgilidir. Program boyunca zaten reel olarak değer kazanacak olan TL'nin, program öncesinde belli bir oranda düzeltici devalüasyon yapılması, program sırasında aşırı değerlenmesinin önüne geçilebilirdi. TL'nin program öncesi değerli bir konumda olması olumsuz sonuçların hızlı bir süreçte gelişmesine yol açmıştır.

Döviz kuru çapası, ulusal para için istikrar unsuru olarak görülmeye başladığında, döviz cinsinden borçlanmayı ve yüksek oranda döviz kuru riski almayı teşvik etmektedir. Bu dönemde kısa vadeli sermaye girişlerinin ve bankaların dış yükümlülüklerinin artması sonucunu doğurmaktadır. Döviz kuru çapasının sürdürülebilirliğinin uluslararası rezervlerle sınırlı olduğunun bilinmesi ve programa olan güvenin azalması ile spekülatif sermayenin döviz talebinin aşırı artması programın sona ermesine yol açmaktadır.

*Bakınız Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, 1998 "Leading Indicator Of Currency Crises" IMF Staff Paper.

3.4.2.2. Para Arzı

Enflasyonu Düşürme Programında önemli zayıflıklardan birisi de para arzındaki genişlemenin dış varlıklara bağlanarak Merkez bankasının Para Kurulu gibi hareket etmesinin kararlaştırılması olmuştur.

Program, para arzının belirlenmesinde ve dış dengenin sağlanmasında “ödemeler dengesi sistemine parasalcı yaklaşım” ilkesini benimsemektedir. IMF yönlendiriciliğindeki istikrar programlarının hemen tümüne kuramsal temel oluşturan bu yaklaşıma göre, dışa açık bir ekonomide döviz kuru satın alma gücü paritesinde dengeye kavuşmak için sürekli devinim halindedir. Bu dengeye ulaşabilmek için de para arzı piyasa güçleri tarafından içsel olarak belirlenmektedir (Yeldan, 2001b: 572).

Ulusal mali piyasalarda para arzını denetleyebilmek için Merkez Bankası'nı bir “para kurulu” idaresine dönüştüren bu modelin kuramsal temelleri 19. yüzyılın reel para doktrinine dayanmaktadır. Uluslararası ticarete finansal sermaye hareketlerinin görece sınırlı olduğu bir ortamda geliştirilmiş olan bu doktrine göre, ihracat sonucu elde edilecek döviz gelirleri doğrudan doğruya parasal tabanın genişlemesine yol açmaktadır. İhracat malları üretimi için ekonominin reel sektörleri para talebi yarattığı sürece söz konusu parasal genişlemenin enflasyonist etkileri olmayacaktır. Dolayısıyla, para arzının genişlemesi, sadece yurt dışından döviz girdisine bağlanırsa, enflasyonist eğilimlerin de önüne geçilmiş olacaktır.

Ancak, söz konusu doktrin daha çok mal ve hizmet ihracatı sayesinde kazanılan dövizleri odak noktası olarak ele almaktadır. Spekülatif sermaye hareketlerinin son derece akışkan olduğu günümüz finans dünyasında bir ekonominin tüm parasal tabanını dış dünyanın kısa dönemci, spekülatif nitelikli sermaye giriş-çıkışlarının denetimine bırakmak ise son derece tehlikeli bir girişim olduğunu Türkiye ağır bir bedel ödeyerek öğrenmiştir (Yeldan, 2001a: 185).

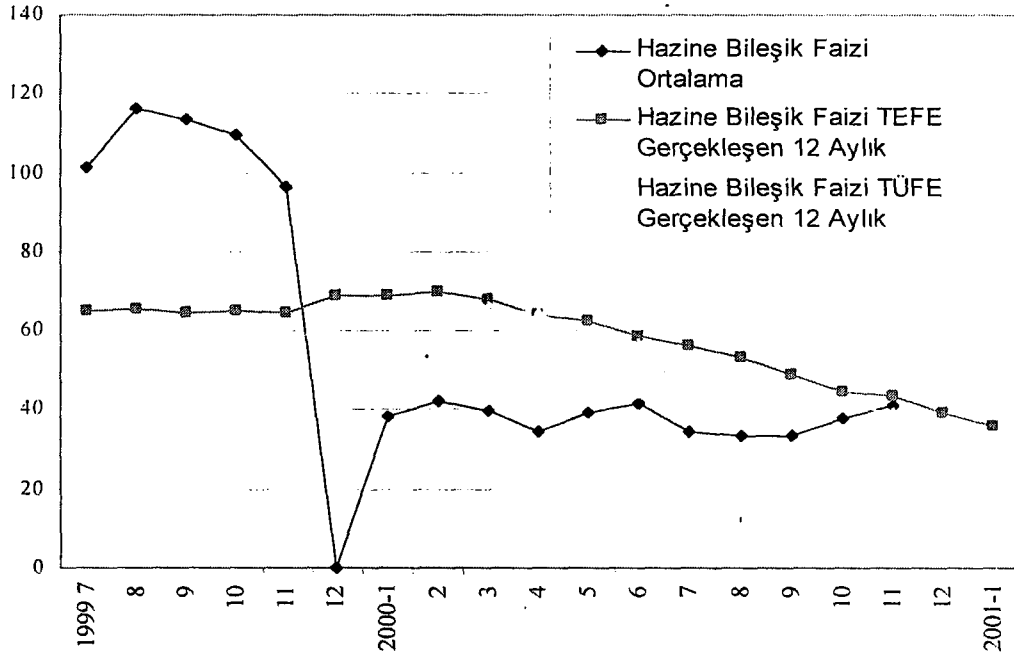
Enflasyonu Düşürme Programı'nın iki önemli zayıflığı yanında, özellikle kamu harcamalarının kısılmasında, önemli bir meblağ teşkil eden faiz ödemeleri konusunda herhangi bir düzenlemenin yapılmaması eleştirilmiştir. Ayrıca, istikrar programının gelir kaynakları açısından yabancı sermayeye ve özelleştirme gelirlerine bel bağlaması açısından zayıflıklar içermektedir.

3.4.3. İstikrar Programının Uygulanması

Enflasyonla Mücadele Programını etkisini ilk olarak faizlerin düşmesiyle göstermiştir. Devlet iç borçlanma senetlerinin ortalama bileşik faizi 1999 yılının son çeyreğinde yüzde 103 iken, 2000 yılında sürekli azalarak yüzde 40 düzeyine gerilemiştir. Faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun sabitlenmesi nedeniyle düşük faizle yapılan dış borçlanmanın artmasıdır.

Aşağıdaki grafik ve tabloda Hazine bileşik faizi ve gerçekleşen ve beklenen TEFE ve TÜFE enflasyon oranları verilmiştir.

Grafik 18. Faiz ve Enflasyon Oranları



Tablo 26. Program Öncesi ve Programın Uygulama Sürecinde Faiz ve Enflasyon Oranları

	Hazine Bileşik Faizi	TEFE Gerçekleşen	TÜFE
	Ortalama	12 Aylık	12 Aylık
1999 7	101,4	65,0	52,4
8	116,5	65,4	53,7
9	113,2	64,3	54,4
10	109,3	64,7	55,2
11	96,4	64,6	56,3
12	-	68,8	62,9
2000-1	38,3	68,9	66,4
2	42,1	69,7	67,5
3	39,9	67,9	66,1
4	34,5	63,8	64,5
5	39,4	62,7	59,2
6	41,9	58,6	56,8
7	34,5	56,2	52,3
8	33,2	53,2	48,9
9	33,6	49,0	43,9
10	38,0	44,4	41,4
11	41,0	43,8	39,1
12		39,0	32,7
2001-1		35,9	28,3

Kaynak:Uygun,2001.

Programın ilk yarısında faiz oranındaki aşırı düşüşe Merkez Bankası yetkililerinin, niyet mektubu uyarınca, müdahale etmemelerinin ticarete konu olan sektörler üzerinde olumsuz etkileri olmuştur. Programın öngörüsü, faiz oranlarının düşmesinin yatırımları artıracığı şeklinde idi. Esas olarak beklenen; TL'nin değerlenmesinin reel sektör üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin düşük faiz oranları ile telafi edilebileceği ve dış ticaret açığının çok yükselmeyeceğidir. Bu Türkiye için beklenen sonucu vermemiş, faiz oranının düşüşü, yatırımdan uzak duran ticarete konu olan sektörleri hızla yatırım, ithal ikamesi ve ihracat artışı için teşvik

edememiştir. Tam tersine faiz oranındaki düşüş, Türkiye gibi tüketim eğilimi yüksek olan bir ülkede, bireylerin tasarruf eğilimini düşürüp tüketimi artırmıştır.

Reel döviz kurunun değerlenmesinin yarattığı olumsuz etkiyi telafi edecek bir yatırım artışı reel sektörde ortaya çıkmamıştır. Tüketim artışı kur çapası uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, kendisini tüketim malı ithalatında bir patlama olarak göstermiş ve dış ticareti arttırıcı etki yapmıştır. Diğer yandan talep enflasyonunu körüklemiş ve fiyatlardaki artışın saptanan döviz kurunun üzerinde seyretmesinde etkisi olmuştur. Bu da TL'nin daha çok değerlenmesine ve ihracatta rekabet gücünü azaltarak dış açığın daha da artmasına neden olmuştur (Yentürk, 2001).

Tablo 27. Toplam Talepte Meydana Gelen Değişme

	Yıllık			2000			
	1998	1999	2000	I.	II.	III.	IV.
Toplam Tüketim	1,3	-1,7	6,5	3,9	5,5	9,8	5,8
Özel Tüketim	0,6	-2,6	6,4	4,3	4,7	9,9	5,8
Kamu Tüketimi	7,8	6,5	7,1	-0,7	12,6	9,7	5,7
Sabit Sermaye Yat.	-3,9	-15,7	16,5	9,2	17,4	20,2	17,3
Kamu	13,9	-8,7	19,7	10,8	21,8	21,6	19,9
Özel	-8,3	-17,8	15,4	8,9	15,9	19,7	15,9
Stok Değişimi ¹	0,9	2	0,8	8,3	-0,6	-3,9	1,6
Toplam Yurt İçi Talep	0,6	-3,7	9,6	13,3	7,6	8	10,3
Net Mal ve Hiz. İhracı ¹	2,6	-0,9	-2,9	-8,3	-2,2	-0,2	-2,4
Mal ve Hizmet İhracatı	12	-7	19,3	12,1	25,9	24,8	13,8
Mal ve Hizmet İthalatı	2,3	-3,7	25,4	34,8	25,2	23,4	19,5
GSYİH(Harcama)	3,2	-4,7	7,1	5,4	6,2	8	8,3

DPT, Ekonomik Gelişmeler, 2001, 1-GSYİH Büyümesine katkı.

Toplam talepteki değişimler incelendiğinde, 1999'da yüzde 3,7 gerileyen toplam yurtiçi talep, 2000 yılında yüzde 9,6 artış göstermiştir. Bu gelişmede yukarıda belirtildiği gibi; 2000 yılı başından itibaren faiz oranlarının hızla düşmesi, döviz kurlarının günlük değerlerinin önceden açıklanmasıyla belirsizliğin azalması, 1999

yılında yüksek faizler nedeniyle ertelenen tüketimin 2000 yılında realize olması belirleyici olmuştur (DPT. 2001).

GSMH'da, 2000 yılında talepte meydana gelen artışa bağlı olarak beklenenin üzerinde bir artış yaşanmış, büyüme yüzde 6.1 olarak gerçekleşmiştir. Alt sektörlerdeki büyüme oranlarına baktığımızda, hizmetler sektörü 8,7 oranında en çok büyüyen sektör olurken, sanayi sektörü katma değeri yüzde 5.6 ve tarım sektörü katma değerinde yüzde 4,1 oranında artış yaşanmıştır.

Faiz oranlarında döviz kuru sepetinin günlük olarak belirlenmiş olması dış ticaret hacminde de patlamaya neden olmuştur. Döviz kurundaki artışın enflasyonun altında kalması nedeniyle TL'nin değerlenmesi, ithal malların fiyatlarının ucuzlaması ithalatta patlamaya yol açmıştır. Aşağıdaki tabloda dış ticarete meydana gelen değişimler gösterilmiştir.

Tablo 28. Dış Ticaret Dengesi (Milyon Dolar)

	İhracat			İthalat			Dış Ticaret Dengesi		
	1999	2000	00/99	1999	2000	00/99	1999	2000	00/99
Ocak	1.883	2.123	12,7	2.227	3.229	45,0	-343	-1.106	222,4
Şubat	2.194	2.263	3,1	2.788	3.931	41,0	-594	-1.668	181,6
Mart	2.402	2.317	-3,6	3.045	4.164	36,7	-643	-1.847	188,4
Nisan	1.953	2.438	24,8	3.334	4.490	34,7	-1.381	-2.052	48,6
Mayıs	2.226	2.336	4,9	3.409	4.698	37,8	-1.184	-2.362	99,6
Haziran	2.122	2.324	9,5	3.602	4.965	37,8	-1.480	-2.641	78,2
Temmuz	2.255	2.285	1,3	3.618	4.676	29,2	-1.363	-2.391	75,4
Ağustos	1.940	2.023	4,3	3.178	4.879	53,5	-1.238	-2.853	130,5
Eylül	2.274	2.381	4,7	3.644	4.420	21,3	-1.370	-2.039	49,4
Ekim	2.659	2.182	-17,9	3.559	4.926	38,4	-900	-2.744	205,7
Kasım	2.448	2.451	0,1	3.848	5.338	38,7	-1.400	-2.887	107,8
Aralık	2.231	2.363	5,9	4.434	4.433	0,0	-2.202	-2.070	-8,4
Yıllık	26.587	27.486	3,4	40.686	54.149	32,7	-14.10	-26.660	89,1

Kaynak: DPT. 2001

2000 yılında ihracat yüzde 3,4 bir artış göstererek 27,5 milyar dolar düzeylerinde gerçekleşirken, ithalat yüzde 32,7'lik rekor bir yükselişle 54 milyar doların üzerine çıkmıştır. Dış ticaret açığı ise bir önceki yıla göre yüzde 89,1'lik bir artış gerçekleştirerek 27 milyar dolar düzeyine yaklaşmıştır.

İthalatın alt kalemlerine bakıldığında ise tüketim malları ithalatının sermaye malları ve ara yatırım malları ithalatının çok üzerinde olduğu görülmektedir. İstikrar programının uygulanması 2000 yılında, sermaye malları ithali, bir önceki yıla göre yüzde 29,9 oranında artarken, ara mallarında artış yüzde 34 ve tüketim mallarındaki artış ise yüzde 42 oranında gerçekleşmiştir. Tüketim malları ithali içerisinde binek otomobilde yüzde 95'lik rekor bir artış yaşanmıştır (Tablo 29).

Tablo 29. İthalatın Mal Gruplarına Göre Dağılımı (Milyon Dolar)

	Yıllık			Yüzde Değişme	
	1999	2000	2001	00/99	01/00
1. Sermaye malları	8.728,9	11.341,5	7.087,1	29,9	-37,5
2. Ara malları	26.568,1	35.710,2	28.919,7	34,4	-19,0
3. Tüketim malları	5.062,5	7.220,0	4.088,1	42,6	-43,4
Binek otomobilleri	1.325,0	2.596,3	588,0	95,9	-77,4
Dayanıklı tüketim malları	941,6	1.291,5	707,5	37,1	-45,2
Yarı day. tüketim malları	813,4	1.016,9	826,9	25,0	-18,7
Dayanısız tüketim malları	1.255,7	1.507,7	1.447,2	20,1	-4,0
Esası yiyecek ve içecek olan işlenmemiş mallar	141,6	170,0	116,0	20,1	-31,8
Esası yiyecek ve içecek olan işlenmiş mallar	302,7	320,5	243,0	5,9	-24,2
Motor benzini	242,5	251,9	120,6	3,9	-52,1
Sanayi ile ilgili olmayan taşıma araç ve gereçler	39,9	65,2	38,8	63,2	-40,4
4. Diğerleri	327,2	231,1	379,8	-29,4	64,3
Toplam	40.686,7	54.502,8	40.474,8	34,0	-25,7

Kaynak: DPT. 2002

Özetle istikrar programının uygulanması ile birlikte faiz oranlarında meydana gelen azalma ve günlük belirlenen döviz kuru, programda öngörülenin aksine yatırım harcamalarını arttırmak yerine, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi tüketim harcamalarını arttırmıştır. Aynı zamanda belirlenen döviz kuru artışlarının enflasyon rakamlarının altında kalması TL'nin değerlenmesi, ithalat eğilimini yüksek olduğu ülkemizde tüketim malları ithalinde patlamaya neden olmuştur. Programın başlangıcında oluşturulan iyimser hava ile yabancı sermaye girişlerinde meydana gelen artış cari işlem dengesinde meydana gelen açıkların azalmasında önemli bir denge unsuru oluştururken; kısa vadeli olan bu sermayenin ülkeye gelişi ile yaşanan ekonomik canlanma GSMH'da talebe dayalı bir artış yaşanmasına yol açmıştır. Fakat bu sermayenin spekülatif bir etki ile ülke dışına kaçmaya başlaması öncelikle Kasım, daha sonra da Şubat krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Aşağıdaki tabloda istikrar programının ekonomik sonuçları temel makro ekonomik göstergeleri verilmiştir.

Tablo 30. Kriz Öncesi ve Kriz Dönemine Ait Temel Ekonomik Göstergeler

Reel Sektör	1999	2000
GSMH Büyüme Oranı	-6,1	6,1
TEFE(12 Aylık Dönem Sonu)	62,9	32,7
TÜFE(12 Aylık, Dönem Sonu)	68,8	39,0
Hazine Bonosu Faiz Oranı	106,2	38,0
Konsolide Bütçe(GSMH'ya Oranı)		
Temel Bütçe Dengesi	1,5	4,6
Net Faiz Ödemeleri	13,1	15,8
Bütçe Dengesi	-11,6	-11,2
Konsolide kamu Sektörü(GSMH'ya Oranı)		
Kamu Sektörü Temel Dengesi	-2,0	2,8
Net faiz Ödemeleri	22,1	21,9
KKBG(Merkez Bankası Karları Dahil)	242	19,1
Net Dış Borç	21,1	19,7
Net İç Borç	40,9	38,8

Kaynak: Toprak,2001,195.

2000 yılındaki milli gelir artışı 1999 yılındaki azalışla aynı oranda gerçekleşmiştir. Programın en dikkat çekici yönü enflasyon ve faiz oranlarındaki performansdır. Her iki göstere de olumlu sonuçlar alınmıştır.

Konsolide bütçe temel dengesindeki fazla 1999 yılına göre büyük bir artış göstermiştir. Aynı şekilde operasyonel dengedeki açık oranı 1999'daki oranın yarısında inmiştir. Konsolide kamu sektörü temel dengesi 1999'da açık verirken, 2000 yılında önemli bir fazlaya sahiptir. KKBG'nde de bir önceki yıla göre bir iyileşme dikkati çekmektedir. Kamu kesimi borç stokunda ciddi bir farklılık görülmemektedir.

Programın en olumsuz sonuçlarından biri 1999'da milli gelirin yüzde 0,7'si kadar olan cari işlem açığının, 2000 yılı sonunda yüzde 4,8'e ulaşmasıdır. Özelleştirme gelirleri, hedeflenen gelirin yüzde 50'si civarında gerçekleşmiştir.

Programla birlikte faiz oranları aşağıya çekilmiş, enflasyon oranı hedeflenen rakam gerçekleşmese bile düşüş sağlanmış, diğer ekonomik göstergelerde de gözle görülür bir iyileşme yaşanmıştır. Yani Kasım ayına gelinceye kadar "sorunsuz bir şekilde işleyen" program, bu tarihte bankacılık sektörü kaynaklı bir krizle karşı karşıya kalmış, fakat bu kriz IMF ek kredisi ile aşılmaya çalışılmış ve istikrar programının uygulanmasına devam edilmiştir. 19 Şubat Krizi ile İstikrar Programı uygulamasından vazgeçilmiştir.

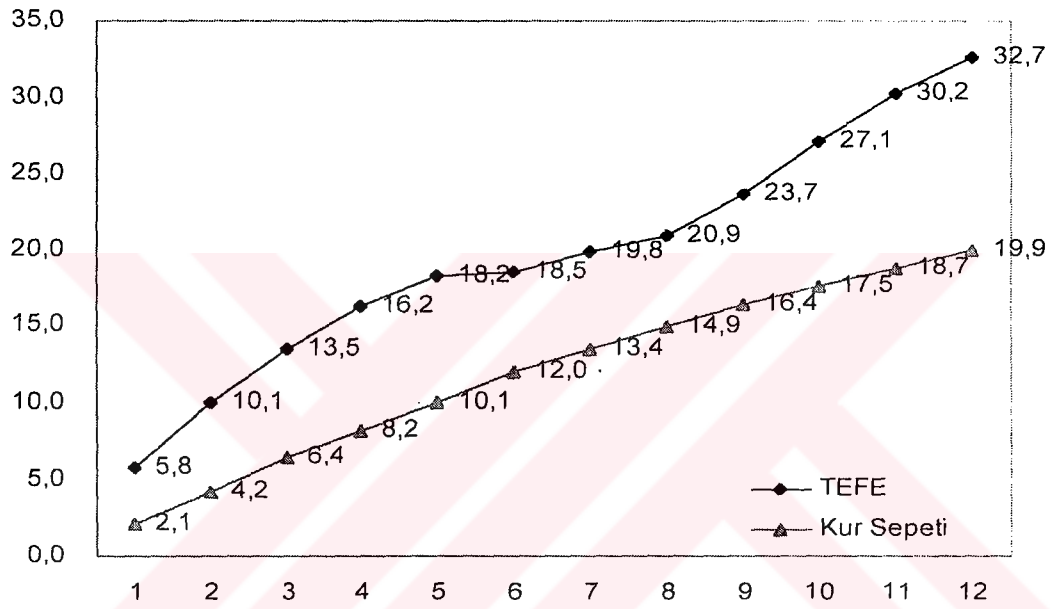
3.4.4. Kasım 2000- Şubat 2001 Krizlerine Zemin Hazırlayan Temel Faktörler

3.4.4.1. TL'nin Aşırı Değer Kazanması

2000 Enflasyonu Düşürme Programının uygulanması sırasında, artan enerji fiyatları ve programda gelirler politikasına yer verilmemesi nedeni ile enflasyon tahminin üzerinde gerçekleşmiş (TÜFE %39), döviz kurundaki artış ise

yüzde 20 olarak öngörülmüştür. Grafik 13' de belirlenen döviz kuru artışı ve TEFE enflasyonu kullanılarak TL'de meydana gelen değerlenme gösterilmiştir. Bu durumda TL, bir önceki yıla göre yüzde 13 oranında değer kazanmıştır (Keyder, 2001: 38).

Grafik 19. Aşırı Değerli Döviz Kuru



Kaynak: TCMB, DPT,2002

3.4.4.2. Cari İşlemler Dengesi

Cari işlem dengesinde bir yandan faiz oranlarında meydana gelen düşmeye bağlı olarak ucuz kredilerin tüketimi ve ithalatı kamçılması, diğer yandan TL'deki değerlenmeye bağlı olarak ucuz hale gelen ithalatın ayrıca yükselmesi açıkların artmasına neden olmuştur. Cari işlem açığı 1999 yılı sonunda -1.360 milyon dolar olarak gerçekleşirken, 2000 yılında bu rakam -9.819 milyona yükselmiştir (DPT, 2002). Cari işlem açıkları ilk aşamada yabancı sermaye girişleri ile dengelenmeye çalışılmıştır.

Tablo 31’de Programın başlangıcından krize kadar olan süreçte Cari işlem dengesi aylık olarak gösterilmiştir.

Tablo 31. Kriz Öncesi ve Kriz Döneminde Cari İşlem Dengesi(Milyon Dolar)

Ocak,2000	-131
Şubat,2000	-1.076
Mart,2000	-1.062
Nisan,2000	-915
Mayıs,2000	-1.048
Haziran,2000	-1.301
Temmuz,2000	-359
Ağustos,2000	-747
Eylül,2000	-254
Ekim,2000	-704
Kasım,2000	-1.512
Aralık,2000	-710
Yıllık Toplam	-9.819
Ocak,2001	-643
Şubat,2001	-102

Kaynak: TCMB, EVDS, 2002

GSMH’da yüzde 6’nın üzerinde yüksek bir büyüme hızı ve hızla düşen faiz nedeniyle tüketici kredilerinin yüzde 300 oranında artması iç talep patlamasına yol açması sonucu üretimin ihracat yerine iç tüketime yönelmesi cari işlem açığının artmasındaki en önemli nedenlerden biridir. 2000 yılında cari açık GSMH’nın yüzde 5’i seviyesine ulaşmıştır. Genel olarak kabul edilen kritik eşik GSMH’nın yüzde 3,5 düzeyidir. Bu düzeyden sonrası özellikle yabancı yatırımcılar açısından dış borçlanmanın sürdürülebilirliğinin zor olduğu kabul edilmektedir.

3.4.4.3. Mali Sektör

1990'lı yıllarda banka kurmanın aşırı derecede kolaylaştırılması sonucunda bankalar hızla çoğalmış sayıları kasım krizi öncesinde 80'i bulmuştur. Bunların önemli bir kısmı küçük, sermayesi yetersiz ve kurucunun iştirakini veya üretimini finanse etmek amacıyla kurulmuş bankalardır. Sınırsız mevduat güvencesi nedeniyle risk unsuru ortadan kalktığından, sağlıklı olmalarına karşın piyasanın üzerinde faiz vererek mevduat toplayabilmekteydiler (Keyder, 2001:39).

2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı, bankacılık sisteminin bilanço yapısını şekillendirmesinde önemli ölçüde etkili olmuştur. Programın uygulanmaya başlanmasıyla birlikte, döviz sepetinin önceden belirlenmesi, yabancı para cinsinden kaynakları Türk Lirası cinsinden kaynaklara göre daha cazip hale getirmiştir. Bu bağlamda, bankalar kaynaklarını kısa vadeli ve döviz cinsinden, kullanımlarını ise uzun vadeli ve Türk Lirası cinsinden belirleme eğilimi içine girmişlerdir.

2000 yılında bankacılık sektörünün aktif yapısında ciddi bir değişim yaşanmış ve kredi payında önemli artış olurken, likiditesi yüksek olan menkul kıymet portföyünün toplam aktifleri içinde payı azalmıştır. Krediler içinde özellikle uzun vadeli krediler içinde çok hızlı bir artış gözlenmiş ve tüketici kredileri bir önceki yıla göre yaklaşık dört kat artmıştır (Erdoğan, 2001: 641).

2000 yılı sonuna doğru ekonomideki belirsizliklerin artması ve programda sapmaların meydana gelmesi, bankacılık sisteminde biriken risklerin realize edilmesine sebep olmuştur. Öyle ki, sistemde diğer bankalara göre marjinal pozisyon alan ve risklerini oldukça yükselten bankalar bir iki hafta içerisinde bütün mali sistemi tehlikeye atar hale gelmişlerdir.

Açık Pozisyon: Program sonrasında uygulanan sepete bağlı yarı-sabit kur, dış borcu ucuz kaynak haline getirmiş, özellikle kaynak yetersizliği çeken bankalar, bu dönemde açık pozisyonlarını arttırmışlardır. Bu da bankacılık sistemini

kur riskine açık hale getirmiştir. Merkez Bankası önlem olarak, bankaların tutabilecekleri açık pozisyon miktarını sermayenin yüzde 50'sinden yüzde 20'sine indirmiş ve Haziran 2000'de yayınladığı bir tebliğle bunun üzerindeki pozisyon aşımının yüzde 8 yerine yüzde 100 munzam karşılığa tabi tutmuştur. Eylül 2000 itibariyle, bankacılık kesimi bilanço içi açık pozisyonu, 18,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Tablo 33). Bankaların açık pozisyonları Ocak 2000 verileri ile karşılaştırıldığında dokuz aylık dönemde yüzde 42 oranında bir artış yaşanmıştır. Programın uygulanması sırasında kurlardaki belirginliğin artması nedeniyle, türev ürünlere talep artmış, bu enstrümanlar, likidite temini ve risk dağıtımını amacıyla sıkça kullanılmıştır. Bu yollar kağıt üzerinde yüzde 20 tutturulmaya çalışılmış, ancak bu borçlanmaların bir kısmı döviz pozisyonu olmayan bankalardan yapılmıştır. Devalüasyon beklentisinin ortaya çıkması, özellikle vadeli alacakları şüpheli olan bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için dövize hücum etmesine neden olmuştur (Keyder, 2001: 40).

Tablo 32. Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonu(Milyon Dolar)

	Ocak 2000		Eylül 2000		Mart 2001	
	I	II	I	II	I	II
Kamu Bankaları	-177	-191	-1	19	-66	-25
Özel Bankalar	-6061	-773	-9637	-847	-6185	-429
TSMF Bankalar	-5345	-2684	-6271	1362	-4552	-4670
Yabancı Bankalar	-1201	-60	-2112	-78	-1131	4
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	-2	91	-168	200	-226	-29
Toplam	-12786	-3617	-18189	-5783	-12160	-5149

Kaynak: Keyder, 20001, I- Vadeli İşlemler Hariç Yabancı Para Net Genel Pozisyon. II-Vadeli İşlemler Dahil Yabancı Para Net Genel Pozisyonu(yasal sınırlamaya esas olan)

Kriz öncesi dönemde kur riskine açık olan sadece bankacılık kesimi değildir. Reel sektörün 20 milyar dolar civarında net döviz borcu olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca kamu sektörüne ait dış borç miktarı 50 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Keyder, 2001: 41).

3.4.5. Kasım 2000 Krizi

22 Kasım'da yaşanan krizi ateşleyen temel etkenlerden biri “döviz talebindeki artış ve bunun yarattığı TL talebi artışı, diğeri de güven verici öğelerdir. Açık pozisyonları giderek artan bankalar yılbaşı yaklaşırken bunu kapatabilmek için döviz taleplerini, döviz satın alabilmek içinde TL taleplerini artırdılar; buna devalüasyon beklentilerindeki yükselme dolayısıyla yabancı yatırımcıların spekülatif döviz talebi eklenince likidite talebi artmıştır. Merkez Bankası'nın istikrar programı gereği likidite yaratamaması gecelik faizleri ve fonlama maliyetlerini arttırdı. TCMB, kasasına döviz girmeyince TL arzının arttıramadığı için artan sıkışıklığı ve faizlerdeki fırlamayı gören yabancı alacaklı bankalar bu kez vadesi gelmeyen kredileri geri çekmeye başladılar; bu durum TL ve döviz talebinin daha da artmasına neden olmuştur.

Krizi tetikleyen ikinci temel faktör piyasalarda güvenin sarsılması olmuştur. Yılın ortalarına doğru, devletin iç borçlanma rakamlarının gerçeği yansıtmadığı, çünkü kamu bankalarının görev zararlarının bu rakama dahil edilmediği kamu oyuna yansımıştır. Bütçe açıklarının bu sayede düşük çıkmış olması piyasalarda güvenin sarsılmasına neden olmuştur (Kazgan, 2002: 456).

Bunun yanında yaz aylarında sekiz ticari bankanın varlıklarının yükümlülüklerini aştığı gerekçesi ile fona devredilmesi ve Eylül ayında göreve başlayan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun (BDDK) bu sekiz bankanın bütçeye getirdiği yükün 7,5-9 milyar dolar düzeyinde olduğunu açıklaması piyasadaki güvenin daha da azalmasına yol açmıştır.

Kasım ayının son on gününde ortaya çıkan “likidite krizi” Türkiye’de birkaç büyük bankanın küçük bankaları köşeye sıkıştırması, Türk Telekom ve THY'nın özelleştirmesinde gecikmeler sonucu yabancılar tarafından “istikrar programı” hedeflerinin zamanında gerçekleşemeyeceği konusunda bir güven bunalımının yaratılması ve bu sebeple Alman bankası ile bir ABD bankasının bir

gecede 7 milyar doları aşan bir meblağı geri çekmelerinde kaynaklandığı ileri sürülmüştür (Çarıkçı, 2001: 475).

Şubat 2001’de yayınlanan OECD’nin Türkiye raporuna göre Kasım 2000 krizine yol açan temel faktörler şunlardır (Çarıkçı, 2001:476):

➤ Yılların birikimi olan, Ziraat Bankası ve Halk Bankalarının görev zararları, 1999’dan 2000’e 19 milyar dolardan 21 milyar dolara çıkmıştır.

➤ Kamu kesimi borç stoku/GSYİH oranı yüzde 45’den yüzde 62’ye fırlamıştır,

➤ Kamu Bankalarının görev zararları/GSYİH oranı yüzde 8,2’den yüzde 11,4’e yükselmiştir,

➤ Kamu bankalarının açık pozisyonları(döviz gelir-gider farkı) 18 milyar dolara ulaşmıştır,

➤ Bankaların döviz cinsinden açık pozisyonları 20 milyar dolara ulaşmıştır,

➤ Niyet mektubunda taahhüt edilen özelleştirmeler zamanında gerçekleştirilemediği için, 780 milyon dolarlık Dünya Bankası kredisi askıya alınmıştır,

➤ 1999 yılında ortaya çıkan iki büyük depremin maliyeti devlete 12-15 milyar dolarlık bir yük getirmiştir,

➤ 2000 yılı boyunca TL yüzde 20 dolayında aşırı değerlenmiş, petrol fiyatlarındaki aşırı artış ve Euro’nun değer kaybetmesi Türkiye’nin ödemeler bilançosunu aşırı şekilde etkilemiştir,

➤ Ocak Ağustos dönemi faiz hadlerinin hızla aşağı düşmesi sonucu küçük ve orta büyüklükteki bankaların hazine kağıtlarını zararına satmaları, bu bankaların karlılığını azaltarak, Kasım başından itibaren likidite krizi ile karşılaşmaları ve bu küçük bankaların işlemlerinin büyük bankalar tarafından devre dışı bırakılması likidite krizinin patlak vermesini hızlandırmıştır.

2000 Kasım sonunda Türkiye’de meydana gelen öncü şoku, likidite sıkışması, bankaların uluslararası piyasadan borçlanamaması sonucunda iç piyasadan borçlanmaya girişmesi; ancak büyük bankaların buna engel olması nedeniyle küçük bankaların elindeki kamu kağıtlarını satmaya başlaması sonucunda iç ve dış piyasada güvenin sarsılması sonucu, döviz açık pozisyonlarının kapatılma girişimi gibi nedenlerle piyasada güven bunalımına neden olmuştur. Merkez Bankası, başlangıçta piyasaya para aktarmış, ancak belirsizlik sürdüğü için bu ek likidite de dövize yönelmiştir. Merkez Bankası likidite girişimini durdurunca da gecelik faizler yüzde 2000 düzeyine kadar yükselmiştir. Dolayısıyla Devlet iç borçlanma piyasasında çıkan kriz sonucu, devlet kağıtlarının fiyatlarında keskin düşüşler yaşanmış ve kriz kısa sürede diğer piyasalara yayılmıştır. Bu süreçte sistemden yaklaşık 6 milyar dolar sermaye çıkışı olmuştur. Rezervlerdeki bu azalma ile, IMF anlaşmasında konulan alt sınırın altında bir rezerv düzeyi gerçekleşmiştir (Toprak, 2001: 184).

TCMB, 2000 Kasım ayında döviz hedef alan yoğun spekülasyonla yüksek faiz, önemli döviz rezervi kayıpları ve 7,5 milyar dolarlık ek IMF kredisiyle mücadele etmiştir. IMF kredisi, Ek Rezerv Olanğı (SFR:Supplemental Reserve Facility) biçiminde verilmiş ve vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksektir. Bu tür maliyetli bir savunma aracının kullanılması sonraki benzer bir saldırıya karşı savunma gücünü büyük ölçüde kaybetmesine yol açmıştır (Uygur, 2001:55).

Kasım Krizi sonrasında 18 Aralık 2000 tarihinde, programın temel araçlarında bir değişiklik yapılmaksızın yapısal önlemlerin takvime bağlanması, değişen hedefleri içeren ayrıntılı Ek Niyet Mektubu verilmiştir.

3.4.6. Şubat 2001 Krizi

Kasım krizi, IMF'nin ek rezerv kolaylığı ve Türkiye'nin uygulamakta olduğu programa desteğini sürdürdüğünü açıklamasıyla 2000 yılı sonunda kısmen giderilmiştir. Ancak bu dönemde özellikle bankacılık kesiminin zafiyeti daha da artmış ve orta ölçekli bankaların da fona devredilmesiyle kamu kesiminin yükümlülükleri ciddi oranda artmıştır. Bu gelişmeler yabancı yatırımcıların güveninin sağlanmasında önemli bir engel oluşturmuş ve Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu dış kaynağın gelmemesi, faiz oranlarında aşırı bir yükselmeye neden olmuştur. Böylece kur politikasında değişikliğe gidilmesi kaçınılmaz olmuştur (Temel, 2001:560).

Kasım Krizini maliyetli savunma araçları ile atlatan Türkiye ekonomisinde Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki tartışmayla ikinci bir spekülasyon atak başlamıştır. 19 Şubatta 7,6 Milyar dolarlık döviz talebi olmuş, Merkez Bankası yüksek seviyedeki bu döviz talebine karşı likiditeyi kontrol etmeye çalışmış, likidite sıkışıklığı özellikle kamu bankalarının aşırı düzeyde günlük likidite ihtiyacı nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Merkez Bankası bu döviz talebinin sadece 1,2 milyar dolarına cevap verebilmiş ve diğer döviz taleplerini iptal etmek zorunda kalmıştır. Bunun üzerine Türkiye'nin kredi notu düşürülmüş ve risk primi artmıştır (Parasız, 2001: 463). Krizin ilk iki gününde Merkez Bankası döviz rezervi 5 milyar dolar azalmıştır. 21 Şubat 2001'de ortalama gecelik faizler yüzde 4.019'a yükselmiştir. Devalüasyon beklentilerinin artması sonucunda döviz talebindeki patlama uygulanmakta olan sabit döviz kuru sistemini çökmesine ve Türkiye ekonomisinde ciddi bir finansman krizine neden olmuştur.

Kasım 2000'de mali piyasalarda başlayan kriz ekonomide belirsizliğe neden olmuş, faiz oranları hızla yükselmiştir. 2001 yılının ilk aylarında faiz oranları yüksek seviyesini korurken ekonomide belirsizlik ortamı da sürmüştür. Ekonomik risklerin artması sonucunda Şubat 2001'de kur politikası değiştirilmiş ve döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu belirsizlik ortamı 2000 Kasım'ından itibaren

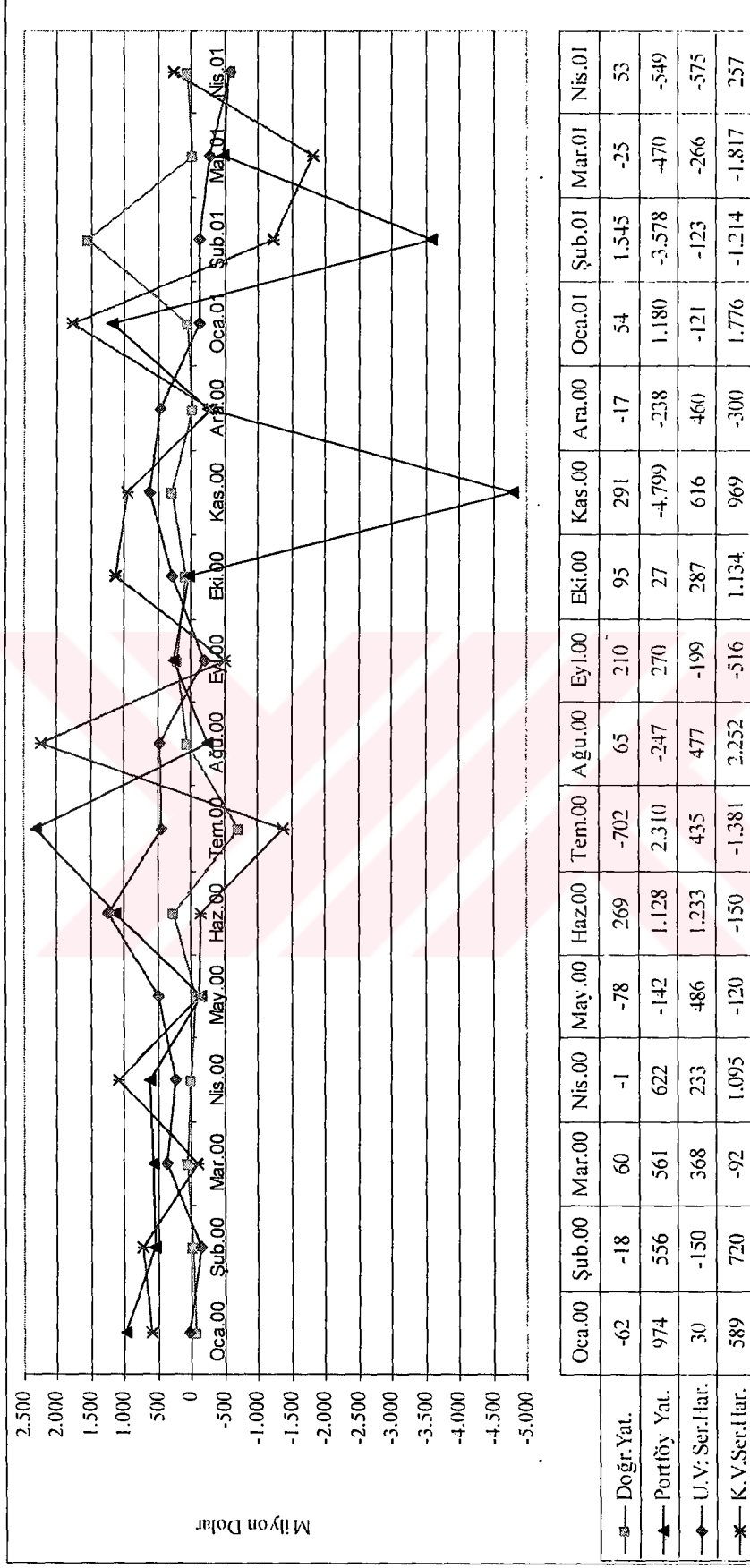
üretim, yatırım ve tüketim kararlarını olumsuz etkilemiş ve ekonomik aktivitede belirgin bir yavaşlamaya neden olmuştur. 2001 yılına ait ilk üç ayda GSMH yüzde 4,4 oranında bir gerileme yaşanmıştır. Nitekim, 2000 yılı Ekim ve Kasım aylarında, bir önceki yılın aynı aylarına göre sırasıyla yüzde 14,5 ve 12,7 oranında artan aylık imalat sanayi üretim endeksi Aralık ayında yüzde 4,3 oranında daralmış, Ocak ayında yüzde 7,6 oranında artmış, Şubat ve Mart aylarında sırasıyla yüzde 5 ve yüzde 7,6 oranında gerilemiştir (DPT, 2001). 2001 Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 23,2 oranında artan ithalat Şubat ayında yüzde 12,3 oranında azalmıştır.

3.4.7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Krizler

İstikrar programının uygulanmaya konulması ile, nominal döviz kurunun inandırıcılığı ve sıcak paranın pozitif arbitraj getirisinin düşen faizlere rağmen süregelmesi sayesinde net yabancı sermaye girişleri artarak devam etmiş ve kriz öncesi Ekim sonunda 12.628 dolara ulaşmıştır. Sermaye girişlerinin artması reel faiz oranlarının düşmesine yol açtığı; aynı zamanda değerlendirilen yerli paranın da katkısı ile iç talepteki genişleme daha öncede değinildiği gibi cari işlem açığına yol açmıştır.

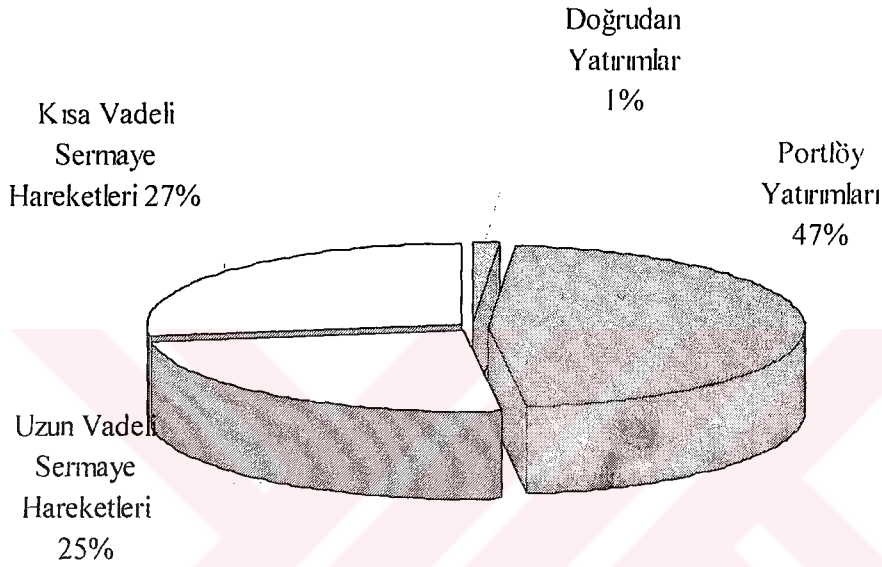
Aşağıdaki tabloda Kriz öncesi ve Kriz sonrasında Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye hareketleri toplu olarak gösterilmiştir. Sermaye hareketleri Ödemeler bilançosuna uygun olarak dört ayrı başlık altında ele alınmıştır. Ülke içinde bağlı ortaklık veya satın alma yolu ile sermaye girişleri net miktar olarak verilmiştir. Konumuz açısından önem arz eden yabancı sermaye kalemleri kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları uzun vadeli sermaye şeklinde değerlendirilebilir. Fakat özellikle Kasım ve Şubat krizleri döneminde yoğun bir şekilde yabancıların ellerindeki menkul kıymetleri satarak yurt dışına çıkarmaları, bu tür sermaye girişlerinin de kısa vadeli sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilmesini gerektirmiştir.

Grafik 20. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Öncesinde ve Sonrasında Sermaye Hareketleri



TCMB.EVDS 2002

Grafik 21. 2000 Yılı Ocak-Ekim Arasında Türkiye'ye Gelen Yabancı Sermaye Türlerine Göre Oranları



Kaynak: TCMB, EVDS,2002

Program sonrasında artan yabancı sermaye girişlerinin ne tür yatırımlara yöneldiği incelendiğinde karşımıza diğer gelişmekte olan ülkelerde görülen benzer bir tablo ortaya çıkar. Ocak kasım döneminde Türkiye'ye yönelen toplam yabancı sermaye girişlerinin büyük bir bölümünü "sıcak para" olarak tanımlanabilecek olan kısa vadeli sermaye hareketleri yüzde 27 oranında ve portföy yatırımları yüzde 47 oranında artış göstermiştir. Kısacası Programın uygulandığı ilk on ay içerisinde Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye toplamının yüzde 74'üne tekabül eden 9.590 milyon dolarlık kısmı kısa vadeli sermaye olarak nitelendirilebilir. Yabancı sermaye içerisinde uzun vadeli sermaye hareketlerinin yüzde 25'i uzun vadeli sermaye hareketlerini oluştururken; ülke ekonomisinde üretim kapasitesini artırması bakımından önemli sayılabilecek doğrudan yatırım miktarı yüzde 1 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Kasım öncesi dönemde yoğun sıcak para girişi ile karşı karşıya kalan Türkiye ekonomisinde görece bir refah ortamı yaratılmış ve bu durum İstikrar Programı'nın başarı göstergesi olarak değerlendirilmiştir. Ancak artan yabancı sermaye ile birlikte faiz oranlarının düşmesi ve değerli döviz kuru tüketici kredilerinin artmasına ve ithalat patlamasına yol açmıştır. Bu durum cari işlem açıklarının artmasına neden olmuş ödemeler bilançosu açıkları sermaye girişleri ile karşılanmıştır. Cari işlem açıklarının ciddi boyutlara ulaşması(GSMH'nın yüzde 5'i) yabancı yatırımcılar tarafından döviz krizi nedeni olarak algılanmış ve sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Yurt içinde özellikle bankacılık sektörünün döviz talebinin arttırması ile başlayan spekülasyon döviz talebi ile artan sermaye çıkışları "likidite krizi" yaratmıştır.

Kasım krizi esnasında yurt dışına 4.799 milyon dolar sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Kasım krizi IMF'den alınan ek kredi ile savunulmaya çalışılmış ve kriz esnasında başlayan sermaye çıkışı Aralık ayında da devam etmiş, bu ay içinde 238 milyon dolar menkul kıymet satışı, 300 milyon dolar kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Ocak 2001'de yeniden Türkiye'ye yönelen sermaye portföy yatırımlarında 1.180 milyon dolar ve diğer kısa vadeli sermaye girişlerinde 1.776 milyon dolarlık bir artışa yol açmışlardır. Sermaye girişinde yaşanan bu artışın nedeni IMF'nin ek kredisi ve kasım krizi sonrasında faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesi nedeni ile getirinin yüksek olmasıdır.

Şubat ayına gelindiğinde ise Kasım krizi ile spekülasyon bir saldırıyla zayıflamış olan ekonomik yapı ve yabancı yatırımcıların piyasalara olan güvenin tam olarak sağlanamamış olması nedeniyle, siyasi bir tartışma bahane edilip yerli ve yabancı sermaye devalüasyon beklentisi ile dövize hücum etmiş ve bu dönemde sermaye çıkışı hızlanmıştır. Şubat ayı içerisinde yabancı yatırımcılar 3.578 milyon dolar tutarında menkul kıymet satarak ve 1.214 milyon dolar diğer kısa vadeli sermaye çıkışı ile toplam 4.782 milyon dolar tutarındaki sıcak parayı dışarıya

çıkarmışlardır. Artan likidite ve döviz talebi karşısında Merkez Bankası rezervlerinin yetersiz kalması nedeniyle sabit döviz kuru uygulamasından vazgeçilmiş ve döviz kuru serbest piyasada dalgalanmaya bırakılmıştır. Aşağıdaki tabloda Merkez Bankası rezerv miktarı ve aylık değişim oranları gösterilmiştir.

Tablo 33. Merkez Bankası Döviz Rezervleri (Brüt-Milyon Dolar)

	Milyon Dolar	Yüzde Değişim
Oca.00	23.537	2
Şub.00	23.236	-1
Mar.00	22.926	-1
Nis.00	22.487	-2
May.00	23.605	5
Haz.00	24.547	4
Tem.00	24.380	-1
Ağu.00	24.592	1
Eyl.00	24.530	0
Eki.00	24.256	-1
Kas.00	18.942	-22
Ara.00	25.097	32
Oca.01	25.928	3
Şub.01	21.521	-17
Mar.01	18.796	-13
Nis.01	18.163	-3

Kaynak: TCMB, evds

Sermaye çıkışı takip eden aylarda da devam etmiş ve mart ayında 2.287 milyon dolar sıcak para çıkışı yaşanmış ve Nisan ayında bu rakam 549 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Kasım ve Şubat krizleri sonucu sermaye çıkışı toplam 13.292. milyon dolar seviyesine ulaşmıştır(Grafik 19). Şubat ayında yoğun sermaye çıkışları ile tarihinin en ciddi krizlerinden birini yaşayan Türkiye ekonomisi Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile yeniden IMF ile masaya oturmuştur.

Sonuç

Yeni dünya düzenine ayak uydurabilmek için mali piyasalarını gerekli ekonomik ve kurumsal altyapıyı hazırlamadan liberalleştiren gelişmekte olan ülkeler, 1990'lı yıllardan itibaren önemli ölçüde kısa vadeli yabancı sermaye girişine sahne olmuşlardır. Çoğunlukla menkul kıymet ve döviz piyasaları gibi likiditesi yüksek piyasalara yönelen kısa vadeli sermaye, ekonomide suni şişkinlikler oluşturarak, tüketim harcamalarını ve prodüktif olmayan yatırımları arttırmış; sabit döviz kurunun uygulanması nedeni ile ulusal paralar değer kazanarak, cari işlem açıkları artmaya başlamıştır. Risk unsurunun politik, toplumsal, ekonomik bir nedenle artması veya spekülatif bir atakla başlayan sermaye çıkışları, 'asimetrik bilgilenme' ve 'sürtü psikolojisi' ile hareket eden yabancı sermayenin hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmesi ile sonuçlanmaktadır. Piyasalarda yeterince derinliğin oluşmaması ve mali piyasaların etkin işlememesi nedeni ile sermaye çıkışları ciddi likidite sıkışıklıklarına ve banka iflaslarına yol açabilmektedir. Genellikle sabit kur sisteminin uyguladığı bu ülkelerde merkez bankası rezervlerinin sermaye çıkışlarını karşılayamayacak boyutlara ulaşması devalüasyonu zorunlu kılmakta ve ciddi bir ekonomik kriz ortamına zemin hazırlamaktadır. 1994 yılında Türkiye'de ve Meksika'da, 1997 yılında Güneydoğu Asya ülkelerinde, 1998'de Rusya ve Brezilya'da, son olarak da Türkiye ve Arjantin'de bu tür bir ekonomik kriz yaşanmıştır.

Bu ülkelerde piyasa ekonomisinin yerleşmemiş olması, finansal derinliğin oluşmaması, kayırmacı kapitalizm (crony capitalism)'in ekonomik ve toplumsal ilişkilerde ön plana çıkması, piyasalarda şeffaflığın olmaması, demokrasi kültürünün oturmaması gibi nedenlerle gelen kısa vadeli yabancı sermaye rantabl yatırımlara dönüşmemiştir. Bunun yanında bu tür sermayenin, ekonomik, siyasi ve sosyal olaylara aşırı duyarlılığı ve spekülatif ataklar nedeni ile kısa sürede ülkeyi terk etmesi, son on yılda yaşanan finansal krizlerin temel sebebini oluşturmaktadır.

Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası uygulamaya konulan liberal politikaların bir uzantısı olarak mali piyasaların serbestleştirilmesi sonucunda yabancı sermaye girişi artmıştır. Bu dönemde kamu kesimi açıklarının büyümesi ve KKBG'nin yükselmesi, kaynakların mali piyasalar aracılığıyla kamu kesimine aktarılmasına yol açmıştır. Ayrıca diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, ulusal paranın değerlenmesi sonucunda dış rekabet gücünün azalması, cari açıkların artmasına neden olmuştur. 1994 yılı başında devalüasyon beklentisi ile başlayan spekülasyon sermaye çıkışı ve artan döviz talebi sonucunda rezervlerin yetersiz kalması ekonomiyi krize sürüklemiştir.

2000 yılı başında uygulamaya konulan enflasyonu düşürme programı çerçevesinde kısmen esnek kur sisteminden, döviz kurunun enflasyonla mücadelede çapa olarak kullanılmasıyla sabit sisteme dönmüştür. Programla birlikte yabancı sermaye girişlerinde artış yaşanmıştır. Bu arada enflasyonun hedeflenen orandan yüksek çıkması nedeniyle TL'nin değerlenmeye başlaması ihracatı azaltıp, ithalatı arttırarak cari açıklarını arttırmıştır. Kasım 2000 yılında bankacılık kesiminde başlayan panikle sermaye çıkışları artmıştır. Fakat Merkez Bankası programı uygulamaya devam etmiş bu spekülasyon talep IMF'nin ek kredisi ile karşılanabilmiştir. Şubat 2001'de tekrar başlayan sermaye çıkışları karşısında, Merkez Bankası rezervlerinin yetersiz kalması döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ile sonuçlanmıştır.

Finansal serbestleşme ile engellerin kaldırılması ile artan kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkelere ucuz ek finansman kaynağı sağlarken, ulusal paranın değerlenmesine sebep olmaktadır. Bunun sonucunda dış rekabet gücünün azalmasına ihracat azalıp, ithalat artmakta ve ihracat yapan sektörlerde yatırımlar ticari olmayan sektörlerle kaymaktadır. Ayrıca ucuzlayan kredi imkanı tüketim harcamalarını arttırarak ithalatı daha da arttırıcı bir unsur haline gelmektedir. Artan ithalat ve gerileyen ihracat karşısında hem cari açıklar aşırı derecede artmakta hem de ticari

yatırımlar azalmaktadır. Bu etkilerin yanında, sermaye girişleri ekonomiyi dışa bağımlı hale getirmekte ve ekonomi politikalarının etkinliğini sınırlandırmaktadır.

Kısa vadeli sermayenin yarattığı bu olumsuz etkilerinin yanında vurgulanması gereken yapıları gereği çok hareketli olmaları ve ülkeyi hızlı bir biçimde terk etmeleri, dışa bağımlı ekonomilerini ödeme güçlüğü içinde bırakarak krize sebep olmaktadır.

Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye ekonomisinde de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ani kaçışları krizin ortaya çıkmasında en önemli etken olmuştur. Kısa vadeli sermayenin bu tür olumsuz etkilerinin bertaraf edilebilmesi için literatürde sıkça tartışılan, çeşitli kısıtlamalar ve kontroller gündeme gelmektedir. Bu ülkelerin sermaye hareketlerine getirecekleri kısıtlama ve kontrollerin sağlayacağı faydalar şu şekilde sıralanabilir:

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önüne geçilmesi,
- Yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlarda kullanılmasını sağlamak ve yabancıların yurt içi üretim faktörlerine sahip olmalarını sınırlandırmak,
- Yerel finansal aktifler, gelir ve servet üzerinden kamu otoritesine vergileme olanağı sağlamak,
- Yurtdışına çıkabilecek sermaye akımlarını önlemek,
- Yurtiçi dengeleri uluslararası faiz ve kur dalgalanmalarından(dış şoklardan) korumak.

Sermaye kontrollerinin sağladığı bu faydalar yanında olumsuz etkileri de görülebilmektedir. Bunlar:

- Finansal varlıkların uluslararası ticaretini kısıtladığı için, tasarruf ve yatırımları caydırmakta, büyümeyi olumsuz etkilemektedir.
- Sermaye kontrolleri, ülkelerarası kaynak dağılımı etkinliğini bozmakta ve zamanla maliyetleri arttırmaktadır.

Sermaye kontrollerinin ekonomide yaratacağı bu maliyetlere rağmen, istikrarsızlıkların ve spekülatif atakların önlenmesi için, gelişmekte olan ülkelerde uygulanması zorunlu politikalar olduğu söylenebilir.

Sermaye kontrollerinin uygulama biçimleri farklılıklar arz etmekle birlikte genel olarak, merkez bankasının döviz piyasası operasyonları, yabancı sermayeye ekstra zorunlu karşılık oranı uygulanması, sermaye işlemlerinin ve getirilerinin vergilendirilmesi ve bankacılık dışı kesimin yurtdışı kredilerine zorunlu karşılık getirilmesi gibi dolaylı kontroller şeklinde olabileceği gibi; bazı işlemlerin yasaklanması ve izne tabi tutulması, bankaların dış pozisyon yönetimine ilişkin kontroller, bankaların kredi hacimlerini daraltılması, şube sayılarının sınırlandırılması gibi doğrudan kontroller şeklinde olabilmektedir.

Sermaye kontrolleri, ulusal düzeyde uygulanabileceği gibi küresel düzeyde de uygulanabilir. Ulusal düzeyde uygulanabilecek sermaye kontrolleri, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında lisans işlemleri ve doğrudan sınırlandırmalar, katlı kur uygulaması, miktar kısıtlaması, bankacılık kesimine yönelik düzenlemeler şeklinde gerçekleştirilebilir.

Küresel düzeyde işbirliği dayalı önlemlerden en önemlisi Tobin vergisi olarak bilinen döviz işlemlerinden alınacak vergidir. James Tobin'in 1972 yılında ortaya koyduğu görüşe göre döviz işlemleri üzerinden alınacak düşük bir vergi

spekülatif sermaye hareketlerinin önemli bir bölümünün karlılığını azaltarak, uluslararası mali sistemin daha istikrarlı bir hale sokacaktır. bu verginin etkin işleyebilmesi için küresel düzeyde uygulanması gerekir. Ancak , büyük devalüasyon beklentileri dayalı spekülatif ıkışlar karşısında bu verginin başarılı olma ihtimali düşüktür. Küresel düzeyde sermaye kontrolleri konusunda yapılan başka bir öneri de, özellikle sermaye kaçışlarına karşı uluslararası işbirliğine gidilmesidir.



KAYNAKÇA

- Akdiş, Muhammet (2000). **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**. Beta Yay. İstanbul.
- Aktan, C.C.-Şen, H.(2001). “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri” Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II. Sayı, 42 Kasım-Aralık ss,1225-1230
- Aktürk, İ.-Güran, N.(1992). **Uluslararası İktisadi Kuruluşlar**, Aklıselim Matbaası, İzmir
- Akyüz, Y-Cornford, A.(1999).“Capital Flows to Developing Countries and The Reform of International Financial System” UNCTAD Working Paper, No:143, erişim: http://www.unctad.org/en/docs/dp_143.en.pdf
- Alp, Ali (1999).“Türkiye’de Kamu Gölgesinde Piyasa ekonomisi Arayışları ve Mali Piyasalara Genel Bakış” Yeni Türkiye Dergisi, Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı I. Sayı: 28. Mayıs Haziran 1999. ss, 489-510
- Alp, Ali (2000). **Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, Yapı Kredi yay.1. Baskı, İstanbul
- Alpar, C.-Ongun, M.T. (1987). **Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar**. 2.baskıTürk Ekonomi Kurumu yay. Ankara 1987
- Alpar, Cem (1992).“Yabancı Sermaye Kaynakları” Türkiye Ekonomisi “ Sektörel Gelişmeler” iç. Ed. Çelik Aruoba- Cem Alpar. Türkiye Ekonomi Vakfı, 1992 ss.207-216
- Alper, C.E.- Öniş Z. (2001). “Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi” Doğu-Batı Dergisi. Yıl 4 sayı 17, Kasım, Aralık, Ocak, 2001-2002. ss, 203-225
- Altıntaş, Halil (1999). “Global Ekonomilerde Finansal istikrarsızlığın Ekonomik Analizi: Güneydoğu Asya Krizinin Ekonomik Yansımaları” İktisat İşletme Finans Dergisi, Ekim 1999, Yıl 14 sayı, 163 ss, 37-54

- Arı, H.Tolga (2002). “Arjantin Ekonomisi” Şekeryatırım, Aylık Bülten No: 54 Ocak
- Ataklı, Aynur Dülger (2001).“Yabancı Sermaye ve Endüstri Bölgeleri Yasa Tasarısı Üzerine Bir Yorum” Mülkiye Dergisi, cilt XXV sayı 228. Mayıs-Haziran 2001 ss 223-238
- Aydoğuş, İsmail (2000). “Global Büyüme ve Kriz” Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 2. sayı 1. Temmuz 2000. ss.,29-45
- Bozkurt, Veysel (2000). “Küreselleşme, Kavram, Gelişim ve Yaklaşımlar” Küreselleşmenin İnsani Yüzü iç. Ed. Veysel Bozkurt, Alfa Yay. İstanbul.
- Chang, R. Velasco, A.(1999) “Liduidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy” NBER working paper:7272 Temmuz 1999, erişim: www.nber.org/papers/7272
- Chuhan, P. Perez-Quiros, G. Poper, H. “International Capital Flows: Do Short-Term and Direct Investment Differ?” Policy Research Working Paper 1669 erişim: http://econ.worldbank.org/files/833_wps1669.pdf
- Çarıkcı Emin (2001). “2000-2001 Yılı Ekonomik Krizlerin Sebepleri ve Sonuçları” Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001. ss,475-490
- Çaşkurlu, Sibel İnce (2001). “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ya da Modern Bir Kırmızı Başlıklı Kız Masalı” Mülkiye Cilt 25. sayı 299. ss, 163-184
- Davis, E.Phillip (1995). **Dept, Financial Fragility and Sistemik Risk**. Clarendon Press, Oxford,
- Demir, Gülten (1999). **Asya Krizi ve IMF**. Der yay. İstanbul
- DPT (1995). **Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu**, Kitap 2 Yayın No:DPT:2375-ÖİK:440,1995 s.1
- DPT (1998). “RUSYA krizi ve Türkiye üzerine muhtemel etkileri” Komisyon Raporu, 1998 Erişim: <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf>
- DPT (1999). Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950-1998. erişim: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-98/>

DPT (2000). **Sekizinci Beş yıllık kalkınma Planı, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Özel İhtisas Komisyon Raporu**, Ankara, 2000 erişim: www.dpt.gov.tr

DPT (2000).8. Beş yıllık Kalkınma Planı,Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu” erişim: <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/oik560.pdf> 2000.

DPT (2001). “Ekonomik Gelişmeler” Mayıs 2001 erişim: <http://ekutup.dpt.gov.tr/eg/2001/05.pdf>

DPT (2002). Temel Ekonomik Göstergeler Ocak 2002 erişim: <http://ekutup.dpt.gov.tr/teg/2002/01/teg.html>

DTM (2001). “1923’den Günümüze Türkiye Ekonomisi” Erişim: <http://www.dtm.gov.tr/EKONOMI/TRKEKON.htm>

Durusoy, Serap (2000). “Finansal liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”Dış Ticaret Dergisi Temmuz 2000 erişim:<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/tem2000.htm>

Edwards, S.(1998). “Capital Flows, Exchange Rate and Capital Controls, Some Latin American Experience” NBER working paper 6800. erişim: www.nber.org/papers/w6800

Edwards, S. (1999). “On Crisis Prevention Lesson From Mexico and East Asia”s, 42 NBER Working Paper, erişim: www.nber.org/papers/w7233

Emek, Uğur (2000). “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme üzerine Etkileri” Rekabet Dergisi, Cilt 1, 2000, Sayı:3 58-83

Erdoğan, Niyazi (2001). “ Türkiye’de Ekonomik Kriz ve Bankacılık Sistemi” Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001. ss,640-654

Eren, Ercan- Bildirici, Melike (2001). “Türkiye’de 1990 Sonrası İktisadi Krizlerin Siyasal ve İktisadi Nedenleri” Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001. ss,166-173

Ertuna, Özer (2001). “Türkiye’de Ekonomik Krizler, Nedenleri ve Çıkış Yolu” Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001. ss.491-510

Eser, Uğur (1995). “Küreselleşme: Tehdit mi yoksa Fırsat mı?” Ekonomik Yaklaşım, Cilt 6, sayı 17, ss.5-20

- Fukuyama, Francis (1999). **Tarihin Sonu ve Son İnsan**. Gün Yay. İstanbul
- Gerek. Sevgi (1999). **Finansal Küreselleşme ve Türkiye**. Anadolu Üniv.Yay.no:1095, Eskişehir
- Giddens Antony (1994). **Modernliğin Sonuçları**. Çev. E. Kuşdil, Ayrıntı Yay. İstanbul.
- Güloğlu, Bülent (2001). "İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri" Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001. ss.524-530
- Hirst, P.- Thompson G. (2000). **Küreselleşme Sorgulanıyor**. Çev. Ç.Erdem-E.Yücel. Dost Kitabevi, 2.Baskı. Ankara.
- IMF (1998) "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability" World Economic Outlook, May, 1998.
erişim:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>
- IMF (1999). World Economic Outlook, May 1999.
Erişim: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/weo/1999/01/0599ch1.pdf>
- IMF (2000a). World Economic Outlook May 2000.
erişim: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/01/index.htm>
- IMF (2000b). "Financial Sector Crisis and Restructuring Lessons From Asia" Occasional Paper 188, January 21
erişim: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/opfinsec/index.htm>
- IMF (2001). World Economic Outlook, October, 2000, erişim:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/02/index.htm>
- IMF (2001). World Economic Outlook. December 2001.
erişim: www.imf.org/external/pubs/ft/wo/2001/03
- Kaminsky L., Lizondo S., Reinhart C.M.(1998) "Leading İndicator of Currency Crisis" IMF Staff Paper, Vol.45 no.1 March 1998.
erişim: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9779.pdf>
- Karacan, Ali İhsan (2000). **Bankacılık ve Kriz**. Creative Yay. 3. Baskı. İstanbul.

- Karluk, Rıdvan (1995). **Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Entegrasyonlar**. Anadolu Üniv. Basımevi. Eskişehir.
- Karluk, Rıdvan (1999). **Türkiye Ekonomisi**. Gen. 6. Baskı. Beta yay. İstanbul.
- Kazgan, Gülten (1988). **Ekonomide Dışa Açık Büyüme**. Altın Kitaplar Yay. 2.Baskı. İstanbul
- Kazgan, Gülten (1994). **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri**. Altın Kitaplar Yay. Bilimsel Sorunlar Dizisi, İstanbul.
- Kazgan, Gülten (2000). **Küreselleşme Ve Ulus Devlet, Yeni Ekonomik Düzen**. İstanbul Bilgi Üniv.Yay. İstanbul.
- Kazgan, Gülten (2002). **Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**. İstanbul Bilgi Üniv. Yay. İstanbul.
- Keçenek, Y.- Yentürk, N. (2001). **Türkiye Ekonomisi**. Gen. 11. Basım. Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Keskin, Yıldırım (2001). "Küreselleşme ve Avrupa Birliği" İktisadi Kalkınma Vakfı Dergisi Ocak-Nisan 2001, sayı 148, ss, 40-48.
- Keyder, Nur (2001). "Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları" İktisat, İşletme Finans Dergisi. Haziran 2001. ss,38-53.
- Kılıçbay, M.Ali (1993). "Globalleşmenin Programı: Batılılaşma" Ekonomik Yaklaşım. Cilt 4, Sayı 9. 1993. ss, 17-34
- Kızıl, Ahmet (1991). "Türkiye'de Kambiyo Mevzuatında Liberalleşme ve bunun Uluslar arası İlişkilerimize Yansıması". 1980-1990 Döneminde Türkiye'de Ekonomik Politika ve Uygulamalar iç. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü Ankara, 1991.
- Köse, Salih (2000). **24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programları Çerçevesinde Yapılan Hukuki ve Kurumsal Düzenlemelerin Mukayeseli Analizi**. DPT Uzmanlık Tezleri. Yay.No: 2508. Ankara, 2000
- Krueger, A- Tornell, A.(1999). "The role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-1998" erişim: www.nber.org/papers/w7042

- Krugman, Paul (1998). "Saving Asia: It's Time to Get Radical" Fortune. 7 Eylül 1998. erişim:
<http://www.geocities.com/Eureka/Concourse/8751/fl0901z.htm>
- Krugman, Paul (1998). "Currency Crises" Kasım
Erişim: <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>
- Krugman, Paul (2001). **Bunalım Ekonomisine Geri Dönüş**. Çev. Neşenur Domaniç. Literatür yay. 2. baskı. İstanbul.
- Marshall, David (1998). "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure". Economic Perspectives. Federal Reserve Bank of Chicago. Erişim:
http://www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/1998/ep3Q98_2.pdf
- Mishkin S. Frederic (1997). The Economics of Money, Banking and Financial Market. 5th ed. Addison-Wesley y. Boston.
- Mishkin S. Frederic (1998). "International Capital Movemet, Financial Volatility and Financial Instability", 1998. NBER working paper 6390, erişim:
www.nber.org.tr/papers/w6390
- Nair Sami (2000). "İktisadi Liberalizmin Dünya Ölçeğinde Yayılması" Bir Uygarlık Siyaseti içinde. Çev. S.Köm. Om Yayınevi 1. baskı İstanbul Eylül 2000
- Ongun, M. Tuba (1998). "Yabancı Sermayenin Doğrudan Yatırımları" Türkiye Ekonomisi, Sektörel Analiz iç. Yay. haz. Ahmet Şahinöz. Turhan Kitabevi, Ankara, 1998. ss.331-352.
- Ongun, M. Tuba (1993). "Finansal Globalleşme" Ekonomik Yaklaşım, Cilt 4, Sayı 9, ss.35-45
- Önder İ.-Türel, O. Ekici, N. Somel, C. (1993). **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**. Tarih Vakfı Yay. İstanbul
- Önder, İzzettin (2001). "Ekonomik Kriz" Yeni Türkiye Dergisi, Eylül-Ekim 2001, sayı:41 s,45-55
- Özer, Mustafa (1999). **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**. Anadolu Üniv. yay. Eskişehir.

- Özgüven, Ali (2001). "İktisadi Krizler". Yeni Türkiye Dergisi, Eylül-Ekim 2001, sayı:41. ss,56-63
- Parasız, İlker (2001). **Enflasyon-Kriz- Ayarlamalar, Dünyada ve Türkiye’de Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları**. Ezgi Kitapevi. Bursa.
- Parasız, İlker, Başoğlu Ufuk (2000) " Dünya Ekonomik Kriz ve Türkiye’ye Yansımalarının Çağdaş İktisat Kuramları Çerçevesinde İrdelenmesi" Halil Aksu’ya Armağan. İTÜ İşletme Fakültesi Yay. ss,131-151.
- Reich, Robert (1998). "Küresel Ağlar". Küresel Rekabet içinde. Edisyon ve Çeviri M. Özel. İz Yay. 2. Baskı. İstanbul
- Rodrik, Dani (1999). **Küreselleşme Sınırı Aştı mı ?**. Çev: İ.Akyol, F.Ünsal Kızılelma Yay. İstanbul
- Rodrik,D- Velasco,A.(1999) "Short-term Capital Flows" Annual World Bank Conference On Development Economics 1999. Ed. B. Pleskovic ve J.E. Stiglitz. ss. 59-90 erişim: www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2001/03/07//00094946_01021705482845/Rendered/PDF/multi_page.pdf
- Rosier, Bernard (1991). **İktisadi Kriz Kuramları**. Çev.Nurhan Yentürk.İletişim Yay.1.baskı. İstanbul
- Sadıklar, C.Tayyar (2001). "Türkiye’deki Son 20 Yılın Ekonomik Krizleri Konusunda Bir Değerlendirme" Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül Ekim 2001, ss,35-44
- Sağlam, Dündar (1996). "Meksika Ekonomik Krizi". Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ocak 1996.
- Sayılgan Şevket (1998). "Uluslar arası Finansal Entegrasyon Süreci ve Ekonomik Sonuçları", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Aralık 1998, ss,3-15
- Seyidoğlu, Halil (2001). **Uluslararası İktisat**. Gel.14.baskı, Güzem yay. İstanbul.
- Somçağ, Selim (2001). "Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı" Doğu- Batı yıl:4 sayı:17 Kasım Aralık Ocak 2001-2002 ss.153-157

Stiglitz, J.E.-Bhattacharya, A.(1000) “The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System:From Old Debates to a New Paradigm” Annual World Bank Conference On Development Economics 1999. Ed. B. Pleskovic ve J.E. Stiglitz. ss. 91-130. erişim: www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2001/03/07//000094946_01021705482845/Rendered/PDF/multi_page.pdf

Şahin, Hüseyin (2000). **Türkiye Ekonomisi**. Genişletilmiş Altıncı Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa.

Şaylan, Gencay (1995). **Değişim Küreselleşme ve Devletin Yeni İşlevi**. İmge yay. Ankara

Taş, Seyhan (2001). Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, Afyon Kocatepe Üniv. Yayınlanmamış Doktora Tezi

TCMB (1997). **Üç Aylık Bülten**. 1996, IV. Ekim- Aralık, Ankara.

TCMB (1999). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması. erişim:<http://www.tcmb.gov.tr>

TCMB (2002). EVDS(Elektronik Veri Dağıtım Sistemi) Erişim: <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi>

Temel, Adil (2001). “Ekonomik Program Uygulamasının Değerlendirilmesi ve Makroekonomik Gelişmeler” Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Sayı, 41. Eylül-Ekim. ss,559-569

Togan, Sübidey (2001). “Kasım ve Şubat Krizleri Üzerine” Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001. ss,511-517

Toprak Metin (2001). **Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi**. Siyasal Kitapevi, 1. Baskı, Ankara, Aralık.

Toprak.M.-Demir,Ö.,Vd. (2001). **Küreselleşen Dünyada Türkiye Ekonomisi**. Siyasal Kitapevi, 1. Baskı, Ankara.

Tunç, Güngör (1999). “Asya Krizi” Banka ve Ekonomik Yorumlar, Mayıs 1999. ss.3-39

Türkay, Mehmet (1998). “Avrupa Birliği ve Türkiye Üzerine Notlar”, **İktisat**, S.383, İstanbul, Ekim 1998, s.34-42

- Reich, Robert, “Küresel Ağlar” Küresel Rekabet iç. Ed. Mustafa Özel. İz yay. 2.baskı, İstanbul 1998
- Uludağ, İlhan-Arıcın Erişah (1999). “Finansal Liberalizasyon ve Küreselleşme Sürecinde Oluşan Ekonomik Etkiler” Orhan Oğuz’a Armağan , Marmara Üniv. Yay. İstanbul. ss. 413-420
- UNCTAD (1998). The Growth Of Domestic Capital Markets, Particularly In Developing Countries, And Its Relationship With Foreign Portfolio Investment, Yayın no: TD/B/COM.2/EM.4/2. erişim: <http://www.unctad.org/en/docs/c2em4d2.en.pdf>
- UNCTAD (1999). Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI). UNCTAD/GDS/DFSB/5. erişim:<http://www.unctad.org/en/docs/pogdsdfsbd5.pdf>
- Uslu, Kamil (1999). “Meksika Finansal Krizi ile Asya Finansal Krizinin Karşılaştırılması ve Asya Finansal Krizinin Çıkışı” Orhan Oğuz’a Armağan. Marmara Üniv.yay.ss, 421-436 İstanbul 1999.
- Uygur, Ercan (2001). “Krizden Krize Türkiye: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri” Türk Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, Nisan 2001, Erişim: www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf
- Ülgen, Gülten (1999). “İkinci Yılında Küresel Kriz ve Dünya Ekonomisi”. Banka ve Ekonomik Yorumlar, Temmuz 1999.ss,9-18.
- Worldbank (1996). “Managing Capital Flows In east Asia” Worldbank publication 15645. May,1996. erişim: www.worldbank.org/servlet/WDSContentServer
- Yalınparla, Jale (1999).“Türkiye Ekonomisinde Yabancı Sermaye Yatırımlarının Niteliği” Orhan Oğuz’a Armağan, Marmara Üniversitesi yay.no:640 İstanbul 1999 ss.491-505
- Yay, T.- Yay, G.G.-Yılmaz, E. (2001). **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**. İstanbul Ticaret Odası. Yayın No: 2001-47
- Yeldan, Erinç (2001a). **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**. 2. Baskı İletişim Yay. İstanbul.

- Yeldan, Erinç (2001b). "Türkiye'de IMF Destekli Enflasyonla Mücadele Programı: Bir İstikrar ve Düzen Programı mı Yoksa Fakirleşme ve Mali Kaos Reçetesi mi?" Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı. Sayı 41. Eylül-Ekim. ss, 570-585
- Yeldan, Erinç (2001c). "Türkiye Ekonomisi'nde 2000-2001 Krizin Yapısal Kaynakları Üzerine" Doğu Batı Dergisi, Sayı, 17. ss,187-195
- Yentürk, Nurhan (2000). "90'lı Yıllarda Gelişmekte Olan Ülkelere Neler Oldu?". İktisat Dergisi, Eylül, Sayı, 405. ss,26-33
- Yentürk, Nurhan (2001). "Türkiye Ekonomisinin Son 20 Yılı: Yangın Söndü. Arsayı Kurtardık. Eylül 2001. erişim: <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/yazilar>
- Yıldızoğlu, Ergin (1996). **Globalleşme ve Kriz**. Alan Yayınları, 1.Baskı, İstanbul , Kasım
- Yılmaz, Rasim (2001). "Bankacılık Krizleri, Makro Ekonomik İstikrara ve Ahlaki tehlike". İktisat, İşletme Finans Dergisi, Sayı,180 Yıl:16 Mart 2001, ss,53-61
- Yılmaz. Levent. "Umberto Eco ile Kriz Üzerine", Cogito,sayı:27, yaz 2001,Yapı Kredi Yay. s,10-31