

**TC  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK ve SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASASI ve BORSA BÖLÜMÜ  
ANA BİLİM DALI**

**KISA VADELİ YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ ve GELİŞMEKTE OLAN  
ÜLKELERDE YAŞANAN KRİZLERE ETKİSİ  
(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**HAZIRLAYAN: GÜROL GÜNAY**

**DANIŞMAN: PROF. DR. A. OSMAN GÜRBÜZ**

**İSTANBUL 2007**



T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ



Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Krizlere Etkisi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Gürol GÜNAY

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 30.10.2007

JÜRİ ÜYELERİ :

**GÖREVİ**

**ADI SOYADI**

**İmza**

Danışman

Prof.Dr.Osman GÜRBÜZ

Üye

Yrd.Doç.Dr.İdil Özlem KOÇ

Üye

Yrd.Doç.Dr.Hayati ERİŞ

## ÖNSÖZ

20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren yeni oluşum sürecinde şekillenmeye başlayan dünya ekonomisinde, liberalizasyon dönemlerinden sonra ortaya çıkan, küresel olarak çeşitli fikirler ve teoriler ortaya çıkartarak paradoks yaratan çeşitli gelişmeler görülmüştür.

Bu tez çalışmamızda bunların içinden belki de dünya genelindeki ekonomik gidişatı en çok etkileyen ve ilgilendiren paradoksu incelenecektir; kısaca kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarının makroekonomik değişkenler ve krizler üzerindeki etkilerini.

Bu konudaki akademik kariyerli kişilerin fikirleri ve resmi otoritelerin görüşleri farklılık gösterebilmektedir. Bu çalışmamızda tam olarak herkes tarafından benimsenmemiş ya da detayları üzerinde anlaşmaya varılamamış bu konuda üzerinde net bir açıklamaya getirmeye çalışılacaktır. Bu konunun net açıklanabilmesi için de ele alınan olay ve örneklerin çok yönlü açılması, incelenmesi ve analiz edilmesi gerekmektedir. Tek değişkene bağlı kalınıp diğer etkenleri göz önünde bulundurulmayarak sağlıklı bir sonuç alınabilmesi mümkün gözükmemektedir.

Bu yüksek lisans tezinin hazırlanmasında ve buraya kadar gelinmesinde büyük emekleri geçen ve sevgilerini hep yanımda hissettiğim babam ve annem Erol ve İnci Günay'a, kardeşim İpek'e, yine en az onlar kadar emekleri geçen, sabır ve desteklerini esirgemeyen amcam ve yengem Bülent ve Bengi Günay'a ve hem yardımlarını hem de tavsiyelerini esirgemeyen tez danışmanı hocam Sayın Prof. Dr. A. Osman Gürbüz'e teşekkür ederim.

# İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLolar VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	iv
KISALTMALAR .....	vi
GİRİŞ .....	1
I.BÖLÜM- KÜRESELLEŞME OLGUSU, GELİŞİMİ VE ETKİLEDİĞİ ALANLAR .....	2
1.1. KÜRESELLEŞME KAVRAMI .....	2
1.2. KÜRESELLEŞME ANALİZLERİ .....	8
1.3. KÜRESELLEŞME SÜRECİNİN BAŞLAMASININ SEBEPLERİ .....	9
1.3.1. TEKNOLOJİK GELİŞMELER .....	9
1.3.2. İDEOLOJİ FAKTÖRÜ .....	10
1.3.3. EKONOMİK FAKTÖRLER.....	10
1.4. FİNANSAL SINIRLAMALARIN NEDENLERİ.....	13
1.5. FİNANSAL SERBESTLEŞME .....	14
1.5.1 İÇ FİNANSAL SERBESTLEŞME.....	15
1.5.2. DIŞ FİNANSAL SERBESTLEŞME .....	17
II. BÖLÜM – ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK DENGELERE VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİNE ETKİLERİ .....	20
2.1. SERMAYENİN KÜRESELLEŞME BİÇİMLERİ.....	20
2.1.1. YABANCI SERMAYE.....	20
2.1.2. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI .....	25
2.1.3. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI.....	31
2.2. KISA VADELİ YABANCI SERMAYE AKIMLARININ MAKRO EKONOMİK TEMEL YAPIYA ETKİLERİ .....	47
2.2.1. ÖDEMELER BİLANÇOSU DENGESİ .....	47
2.2.2 ÖDEMELER BİLANÇOSU HESAP GRUPLARI.....	51
2.2.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN EKONOMİLERİNİ GENEL DENGESİ .....	55
2.2.4. FİYATLAR GENEL SEVİYESİ VE ENFLASYON .....	57
2.2.5. DÖVİZ KURLARI.....	59
2.3. EKONOMİK KRİZLER VE TÜRLERİ.....	61
2.3.1. REEL KRİZLER .....	61
2.3.2. BANKACILIK KRİZLERİ.....	62
2.3.3. PARA KRİZİ.....	64
III. BÖLÜM – KISA VADELİ SERMAYE KAÇIŞLARI SONRASINDA YÜKSELEN PİYASALARDA YAŞANAN KRİZLER VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ .....	67
3.1. LATİN AMERİKA KRİZLERİ.....	67
3.1.1. YAPISAL REFORMLAR.....	67
3.1.2. KRİZLERİN BULAŞMASI.....	68
3.1.3. 1994 MEKSİKA KRİZİ .....	70
3.1.4. 2001 ARJANTİN KRİZİ.....	73
3.1.5. LATİN AMERİKA KRİZLERİNİN GENEL BİR DEĞERLENDİRMESİ.....	77

3.2. ASYA'DA YAŞANAN KRİZLER .....	78
3.2.1. ASYA KRİZLERİNİN GELİŞİMİ .....	78
3.2.2. TAYLAND VE GÜNEY KORE KRİZLERİ .....	82
3.2.3. GÜNEYDOĞU ASYA KRİZLERİNİN GENEL BİR DEĞERLENDİRMESİ.....	84
3.2.4. GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİNDE SPEKÜLATİF HAREKETLERİN ROLÜ .....	85
3.3. TÜRKİYE'DE YAŞANAN KRİZLER(2000–2001) .....	86
3.3.1. GÜNEYDOĞU ASYA ÜLKELERİ İLE TÜRKİYE'NİN KRİZ ÖNCESİ KARŞILAŞTIRILMASI .....	86
3.3.2. TÜRKİYE' DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ.....	87
3.3.3. TÜRKİYE'NİN YABANCI SERMAYE ÇEKME KONUSUNDA GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ .....	89
3.3.4. KASIM 2000 KRİZİ .....	92
3.3.5. ŞUBAT 2001 KRİZİ .....	99
3.3.6. YABANCI SERMAYE AKIMLARININ NEGATİF ETKİLERİNE KARŞI KRİZ SONRASI ALINABİLECEK ÖNLEMLER.....	103
KAYNAKÇA .....	108

# TABLolar ve ŞEKİLLER LİSTESİ

## TABLolar

<b>Tablo 2.1:</b> Yabancı Sermayenin Tercih Nedenleri	22
<b>Tablo 2.2:</b> Dünya'da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	26
<b>Tablo 2.3:</b> Doğrudan Sermaye Yatırımlarını Hükümetlerin Çekmekte kullandığı Etkili Politikalar	30
<b>Tablo 2.4:</b> Uluslararası Mali İşlem Yapan Başlıca Kurumlar ve Kullandıkları Başlıca Araçlar	37
<b>Tablo 2.5:</b> Çeşitli Sermaye Akımlarının Getiri ve Risk Durumu	44
<b>Tablo 2.6:</b> Bankacılık Krizleri ve Maliyeti	62
<b>Tablo 3.1:</b> Finansal Reformlar ve Hisse Senedi Piyasalarının Gelişimi	67
<b>Tablo 3.2:</b> Doğu Asya ve Latin Amerika: Yakınsama İşaretlerini	69
<b>Tablo 3.3:</b> Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri	71
<b>Tablo 3.4:</b> Arjantin'in Temel Ekonomik Göstergeleri	74
<b>Tablo 3.5:</b> Kriz yaşayan ülkelerdeki cari işlemler dengesi	79
<b>Tablo 3.6:</b> Asya Ülkelerine Yönelen Net Sermaye Akımları	84
<b>Tablo 3.7:</b> Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri	87
<b>Tablo 3.8:</b> Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	88
<b>Tablo 3.9:</b> Türkiye'nin Yabancı Sermaye Çekme Konusunda Güçlü ve Zayıf Yönleri	89
<b>Tablo 3.10:</b> Temel Makroekonomik Göstergelerdeki Gelişmeler	95
<b>Tablo 3.11 :</b> 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri	96
<b>Tablo 3.12:</b> TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi	97

## **ŞEKİLLER**

<b>Şekil 2.1.</b> Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Sermaye Girişleri	21
<b>Şekil 3.1:</b> Meksika'nın Sermaye Hareketleri	72
<b>Şekil 3.2:</b> Asya Ülkelerindeki Sermaye Hareketleri	80

## **KISALTMALAR**

**AB:** Avrupa Birliği

**ABD:** Amerika Birleşik Devletleri

**APEC:** Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği

**DYY:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar

**DTM:** Dış Ticaret Müsteşarlığı

**EFTA:** Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi

**ERM:** Avrupa Döviz Kuru Mekanizması

**GATT:** Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması

**GSMH:** Gayri Safi Milli Hasıla

**GSYİH:** Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

**IFC:** Uluslararası Finans Şirketi

**IMF:** Uluslararası Para Fonu

**MERCOSUR:** Güney Amerika Ortak Pazarı

**MFA:** Çok Elyaflılar Antlaşması

**NHN:** Net Hata Noksan Kalemi

**NİV:** Net İç Varlıklar Kalemi

**NAFTA:** Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi

**OECD:** Ekonomik İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı

**OPEC:** Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

**WTO:** Dünya Ticaret Örgütü

**PACTO:** Ekonomik Birlik Antlaşması

**SSCB:** Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği

**TCMB:** Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

**TEFE:** Toptan Eşya Fiyat Endeksi

**TL:** Türk Lirası

**TÜFE:** Tüketici Fiyat Endeksi

**UNCTAD:** Birleşmiş Milletler Ticaret ve Gelişim Konferans



# GİRİŞ

1990 yılların ortalarından itibaren, mal ve hizmetlerin sınır tanımaksızın transferinin sağlayan küreselleşme süreci birçok tartışma ve teoriyi de beraberinde getirdi. Çalışmamızın temelini oluşturan finansal serbestleşme ve beraberinde ülkelerarası fon transferleri, ekonomilerdeki küreselleşme hareketleri sonucunda oluşmuştur. Bu tez çalışması başlıca üç kısımdan oluşmuştur.

Birinci bölümde, finansal serbestinin ve uluslararası fonların transferlerinin altyapısının nasıl oluştuğunu hem daha iyi analiz edebilmek hem de daha iyi açıklayabilmek amacıyla küreselleşme olgusuna yer verilmiştir. Hem nasıl ortaya çıktığını hem de bunun altında yatan nedenleri ana başlıklarıyla açıklayıp finansal serbestleşme hareketleriyle olan bağlantısı açıklanmaya çalışılmıştır. Finansal serbestleşme hareketleri hem ulusal hem uluslararası bazda açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, öncelikli olarak yabancı sermaye ve çeşitleri açıklanmıştır. Bu yabancı sermaye çeşitleri içinde tezimizin konusunu teşkil eden kısa vadeli yatırımlara daha fazla ağırlık verilmiş ve bir ülkenin makroekonomik göstergeleriyle etkileşimleri irdelenmiştir. İkinci bölümün son kısmında ise oluşabilecek kriz türleri gruplar halinde incelenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise yakın geçmişte ekonomik kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerin bu geçirmiş oldukları dönem öncesi ve kriz dönemiyle beraber açıklanılmaya çalışılmıştır. Örnek teşkil etmesi açısından Güney Amerika krizini yaşayan ülkelere Arjantin ile Meksika, Asya krizi ülkelerinden Tayland ile Güney Kore ve Türkiye ele alınmıştır. Krizin oluşum aşaması ve kriz süreci tüm etkenler göz önünde bulundurularak genel olarak değerlendirilmiş, ayrıca bu durumun oluşmasında kısa vadeli yatırımların rolü ayrı parantez içinde altı çizilerek açıklanmıştır.

## I.BÖLÜM- KÜRESELLEŞME OLGUSU, GELİŞİMİ ve ETKİLEDİĞİ ALANLAR

Günümüzde en popüler kavramlardan biri haline gelen küreselleşme, en basit anlatımla tüm dünya genelinde, bütün sınırların kalkmasıdır. Özellikle bilginin ve sermayenin serbest bir şekilde dolaşımı, yeni bir dönemin başlamasına sebebiyet vermiştir.

### 1.1. Küreselleşme Kavramı

Günümüzde, yeryüzü küresel bir köy halini almıştır. Bu formatın oluşmasında farklı gruplardaki etmenlerin bir araya gelmesi etkili olmuştur. Uluslararası arenada ülkeler arası ticaret engellerin azalması hatta birçok ülke arasında tamamen kalkması ve bu sayede uluslararası ticaret hacminin genişlemesi, ileri teknoloji transferi denilen üretimde verimi artıran önemli faktörün transfer miktarının ve ülkelerarası işgücü akımının hacminin artması küresel olarak ekonomik değişimler yaratmış, bunu yanı sıra sosyal ve kültürel değişimler ve etkileşimlerde yaşanmıştır.<sup>1</sup> Bu özellikle 1960'lardan itibaren başladığı kabul edilen ve günümüzde hala devam edip gelecekte de varolması beklenen sürece 'küreselleşme' adı verilmektedir.

IMF'nin tanımına göre küreselleşme; ülkeler arasında mal, hizmet, uluslararası sermaye akımları ve teknolojik gelişimin hızlı bir şekilde artmasını ve serbestleşmesini ve bunlar sonucu ortaya çıkan ekonomik gelişmeyi ifade eder. Birbirleriyle mal işlemleri, çeşitliliği, değer artışları, hizmetler, uluslararası sermaye akımları, teknolojinin çok hızlı ve yaygın bir şekilde yükselmesi ve bu sayılanların ülkeler arasında giderek serbestleşmesi sayesinde ekonomik gelişmeyi ifade eder.<sup>2</sup>

Friedman küreselleşmeyi, teknolojik gelişmelerle birlikte insanların ve piyasaların eskisine oranla daha ucuz, daha hızlı ve daha derin şekilde etkileşmesi ve bütünleşmesi olarak tanımlamaktadır. Giddens ise küreselleşme sürecini, dünyanın girdiği köklü bir değişim süreci olarak nitelemiş ve temelleri ekonomiye dayalı olan bu değişim sürecinin yeryüzünün herhangi bir bölgesiyle sınırlı olmayıp, daha şimdiden hemen her yeri kapladığından

---

<sup>1</sup> BENK, Serdar, AKDEMİR, Tekin, **Globalleşme ve Ekonomik Değişim**, [www.ceterisparibus.net/dunya/kuresellesme.htm](http://www.ceterisparibus.net/dunya/kuresellesme.htm), s.12

<sup>2</sup> IMF, **World Economic Outlook 1997**, <http://www.imf.org/external/pubs/FT/Weo/WEO1097/WEOCON97.htm>, Ocak 1997

bahsetmiştir.<sup>3</sup> Küreselleşmeyle ilgili tanımlamalar ve yorumlar bununla da sınırlı değildir, Monstreat Guibernau; uzak yerelliklerin yerel olayların kilometrelerce uzağında gerçekleşen olaylarca şekillendirildiği dünya çapındaki toplumsal ilişkilerin yoğunlaşması olarak belirtirken, Ronald Robertson; tek bir mekan olarak tüm dünyanın kristalleşmesi, küresel insan koşullarının açığa çıkışı ve dünya bilinçliliği olarak tanımlamıştır.<sup>4</sup> Dünya bilinçliliğinden kasıt hızlı gelişen iletişim teknolojileri sayesinde herhangi bir anda dünyanın herhangi bir yerinde meydana gelen olayla ilgili bilgi edinmedeki kolaylık ve hızdır.

Kavram olarak ‘küresel’ sözcüğünün kökeni 4 asır öncesine gitse dahi yukarda da belirttiğimiz gibi küreselleşme döneminin özellikle 1960’dan itibaren ortaya çıktığı ve 1980’lerde sıkça kullanılmaya başlandığı görüşü savunulmaktadır. Küreselleşme kavramı, 1961 yılında Webster sözlüğüne girmiş ve 1980’lere doğru Harvard, Stanford, Columbia gibi tanınmış üniversitelerin iktisat bölümlerinde ders olarak gösterilmeye başlanmıştır.<sup>5</sup>

Küreselleşme olarak bilinen ekonomik serbestleşme ve teknolojik gelişmelerin bir sonucu olarak ülkelerin ve insanların gittikçe birbirlerine yakınlaşmasına rağmen gelir farklılıkları dünyanın en göze çarpan gerçeklerinden biridir. Bazı çevrelere göre küreselleşme eşitsizliğe neden olmaktadır. Modern teknoloji ve ekonomik serbestleşme yoksulu daha da yoksul yapmamıştır. Fakat zenginlerin daha da zengin olmasına yardımcı olmuştur.<sup>6</sup>

Günümüzde küreselleşmeye yönelik yaklaşımları Held, McGrew, Goldblatt ve Platon üçlü bir sınıflamaya sokarak incelemiştir. Bu grupları ‘aşırı küreselleşmeciler’, ‘kuşkucular’ ve ‘dönüşümcüler’ olarak adlandırmışlardır.<sup>7</sup>

---

<sup>3</sup> GIDDENS, Anthony, **Elimizden Kaçıp Giden Dünya**, Çeviren: Orhan Akınhay, Alfa yayınları, İstanbul, 2000, s.20

<sup>4</sup> AKDEMİR, Seher, **Küreselleşme Sürecinde İstikrar ve Yapısal Uyum Programları**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2000, s.4

<sup>5</sup> BENK ve AKDEMİR, a.g.m., s.13

<sup>6</sup> DTM, **Küreselleşme, Büyüme ve Gelir Dağılımı**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi7/kuresel.htm>, s.1

<sup>7</sup> BOZKURT, Veysel, **Küreselleşme, Eğitimsel Yoksunluk ve Yetişkin Eğitimi**, <http://yayim.meb.gov.tr/dergiler/159/akcay.htm>, Haziran 2003

Aşırı küreselleşmeciler; aynı zamanda radikaller olarak da adlandırılmaktadır, bunlara göre endüstri devrimiyle beraber başlayan ‘ulus devlet’ kavramı anlamını ve gücünü yitirmiş, yerini ‘küresel piyasa’ almıştır. Artık siyasetlerin ve politikacıların etkileri sadece yerel bazda kalırken, küresel piyasalar ve uluslararası ekonomideki etkileri çok sınırlı kalmıştır. Neoliberal harekete göre, küresel ekonomik rekabetin sıfır toplamı üretimde bulunması söz konusu değildir. Ekonomi içinde belli grupların durumu küresel rekabet sonunda kötüleşse bile, ülkelerin tamamına yakını belli malların üretiminde karşılaştırmalı avantajı söz konusudur. Burada potansiyele bağlı bir durum vardır ve her ülke kendi güçlü olduğu yönden avantaj sağlamaktadır.

Kuşkucular ise radikallerin tam karşıt görüşlerini savunmaktadırlar ve küreselleşme kavramı içinde yeni olan hiçbir şeyin bulunmadığını, bunun sadece yüz yıl öncesine benzer bir duruma dönüşten ibaret olduğunu düşünmektedirler. Bu grubun bazı önde gelen düşünürleri küreselleşmeyi, kapitalizmin savaşı olmayan yeni yüzü ya da sınır tanımayan jeo-ekonomik emperyalist bir akım olarak görmekte, bazı üyeleri ise Chomsky gibi düşünürlerinde söylediği gibi sınır tanımadan kar kovalayan mega işletmelerin oluşturduğu bir ağ olarak nitелеmektedir.

Dönüşümcüler ise, küreselleşme ile birlikte yeni bir dünya düzeni ve modern toplum yapısı oluştuğunu kabul etmekte. Bu yeni düzenle beraber siyasal gücün, ekonomik ve sosyal değişimlerdeki baş aktör olduğu görüşünde birleşmektedirler. Daha büyük ve daha iyi bütünleşmiş bir küresel piyasa mekanizması dışında, hizmet sektörünün büyük bir gelişme gösterdiğini kabul eden dönüşümcüler; bilgi, eğlence, iletişim ve en önemlisi elektronik ve finans ekonomisi içeren hizmetlerin, ekonomideki en önemli sektör haline geldiğini düşünmektedirler.

Küreselleşmeyi iki farklı açıdan ele almak gerekirse; hem nicel açıdan hem de nitel açıdan bakabiliriz. Küreselleşme olgusuna nicelik yönünden bakarsak; ticaret, yatırımlar ve beraberindeki sermaye akımları ile insanların ülkeler arasındaki dolaşımında meydana gelen artışı ifade etmektedir. Bu olgu, artık ulus devlet kavramının anlamını yitirip klasik sınırlamalar dışına çıktığı ya da karşılıklı bağımlılık içerdiği anlamını taşımaktadır. Nitel yönden küreselleşme ise iktisadi, siyasi ve sosyal süreçleri içerir. Bu süreci biraz açmak gerekirse klasik ‘ulus – devlet’ anlayışının ötesinde teknolojik gelişmelerin ve hükümetlerin

gerçekleştirdikleri deregülasyonlarla oluşan üretim, finans ve ticaret alanlarında ulus-ötesi ağların kurulması sağlanmıştır.<sup>8</sup>

Küreselleşme yönündeki tarih içindeki ilk adımlar 'sömürgecilik' şeklinde atılmıştır. Bu konuda öncülüğü yapan Batı Avrupa, kapalı tarım ekonomisinden ticari kapitalizme dönemi yaşayarak bu süreci başlatmıştır. Dayanıklı gemilerin yapılmaya başlanmasıyla beraber deniz ticareti başlamış ve uzak ülkelerde sömürgeler elde edilmiştir. Kapalı tarım ekonomisi ile feodal yapı ve yerini 'ulus devlet' ve 'uluslararası ticaret' kavramlarına bırakmıştır. Bu geçiş döneminden sonra yeni siyasal ve ekonomik yapı içinde tek tip yasaların çıkarılmasını, aynı sınırlar içinde tek bir vergi sisteminin düzenlenmesini, dil ve kültür yönünden homojenleşme ile yeni ve güvenli hukuk sistemlerini benimsemişlerdir. Bu gelişmeler deniz ticaretlerini gerçekleştiren burjuvazi sınıfının da çıkarlarını korumalarını kolaylaştırmış ve daha fazla denizaşırı seyahat yapmalarına olanak tanımıştır. Bu denizaşırı ticaret ve sömürge ülkeler elde edilmesi sayesinde yeni kültürler tanınmış, dil ve din açısında etkileşimler yaşanmış, dünya ticaret hacmi yeni hammadde ve işgücü sayesinde hacim ve işlerlik kazanmıştır.

Bu dönemin ardından küreselleşmenin ikinci evresi 18. yüzyıldaki 'sanayileşme devrini' ve beraberinde izleyen sanayileşme sürecini izlemiştir. Bu sınıai üretim döneminde etkili olan faktörler; taşıma, ulaşım ve iletişim alanında yaşanan teknolojik gelişmelerden sonra ulaşım ve iletişim maliyetlerinin azalmış olması ve de artan üretim hacminin yeni pazarlar bulma ve daha çok hammadde ihtiyacını ortaya çıkarmasıdır. Burada özellikle kapitalizmin ortaya çıktığı ve sınıai üretimin arttığı 1870- 1914 yılları arasında dünya üretim şeklini ve hacmini, uluslararası ticarete yaşanan gelişmeler ve teknolojidaki ilerlemeler tamamen değiştirmiştir. Buharlı makinenin icadının sağladığı üretimde makineleşme hem verimliliği artırmış hem de üretim hacminde değişmeler yol açmıştır, bu dönemde uluslararası ticaret % 2,7 oranında artarken ihracatta % 3,5 oranında yükselmiştir. Ulaşımında ise maliyetler gemiler ve trenler kullanılarak % 50 oranında düşürülmüştür.<sup>9</sup> Birinci dünya savaşına kadar süren bu süreçte gerçek anlamda finansal küreselleşmenin de ilk adımlarının atıldığı kabul edilmektedir.

Bu dönemi takiben I. ve II. Dünya savaşları ve bu iki dönem arasındaki 1929 Dünya İktisadi Buhranı küreselleşme akınının ve beraberinde uluslararası ticaretteki gelişme hızını

---

<sup>8</sup> ACAR, Mustafa, **Ekonomik, Siyasal ve Küresel Boyutlarıyla Küreselleşme: Tehdit mi, Fırsat mı?**, [www.liberal-dt.org.tr/index.php?lang=tr&message=article&art=211](http://www.liberal-dt.org.tr/index.php?lang=tr&message=article&art=211), Mayıs 2004

<sup>9</sup> BENK ve AKDEMİR, a.g.m., s.14

kesmiş hatta dondurmıştır. Bu dönem 1960'lara kadar sürmüş bu süreçte küreselleşme, yavaş bir hızda seyretmiştir. Bu dönemden sonra gelişmiş ülkelerin ticaretlerini serbestleştirmeleri ve ithal mallarına uyguladıkları tarifeleri düşürmeleri etkili olmuştur.

Küreselleşmenin momentumunun hız kazanmasında özellikle 1970'lerle birlikte gelişmiş ülkelerin kendi piyasalarının belli bir doyuma ulaşması ve petrol krizi nedeniyle dış piyasalara açılma ihtiyacı ile iktisadi faaliyetlerin hacimlerinin artması küreselleşmeye hız kazandıran faktörler olmuştur.<sup>10</sup>

Bu dönemden sonra artık dünya genelinde küreselleşmeden maksimum faydayı sağlayacak şartlara sahip olan ülkelerde birbirine benzeyen siyasi ve ekonomik politikalar yürütüldü. Liberal görüşe sahip hükümetler başa geldi ve sosyal politikalarını buna uygun şekilde reforme ettiler. Kamu alanında özelleştirme yoluna gidildi, kurulan çeşitli ekonomik, siyasi ya da bölgesel birliklerin içinde yer alındı, bunlara örnek olarak Avrupa Birliği (EU), Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi (NAFTA), Güney Amerika Ortak Pazarı (MERCOSUR), Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi (EFTA), Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC)' i sayabiliriz. Ayrıca özellikle 1980'li yıllarla beraber çok uluslu şirketler çoğalmış ve faaliyet alanları dünyanın her bir köşesine uzaklık tanımaksızın yayılmıştır. Bu şirketler gittikleri ülkelere ya direkt yatırım yapma yolunu seçmişler ya da o ülkenin yerel şirketleriyle birleşme ya da bünyesine katma yolunu seçmişlerdir.

Özel bir danışmanlık şirketi olan A.T. Kearney, Inc. ve Foreign Policy isimli derginin yapmış olduğu araştırmada belli kriterlere dayandırılarak ülkelerin küreselleşmeye katılma oranlarını incelemişler, yani bir anlamda "küreselleşme endeksi" hesaplama çalışması yapmışlardır. Bu çalışmada baz alınan ülkeler, dünya nüfusunun da % 85 'ini oluşturan 62 ülke olmuştur. Küreselleşme endeksinin sonuçlarına geçmeden önce bu endeks oluşturulurken belirlenen ve değerlendirmede kullanılan ölçütlere değinmek daha doğru olacaktır. Ekonomik ölçütler olarak, dünya ekonomisine ve küresel piyasaya entegrasyonunu gösteren kalem olarak "dış ödemeler bilançosunu" oluşturan etmenler olan doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımlarını, dış ticaret rakamlarını ve uluslararası transfer ödemelerini dikkate almıştır. Bireysel olarak bakıldığında turizm ve uluslararası seyahat, ülkelerarası telefon

---

<sup>10</sup> BOZKURT, Veysel, **Küreselleşme; Kavram, Gelişim ve Yaklaşımlar**, Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Nisan 2000, s.28

görüşmeleri, çalışanların yaptığı ve hükümet adına olmayan uluslararası para transferleri gibi ölçütler bulunmaktadır. Politik ölçütler ise uluslararası organizasyonlara katılım sayısı, bireysel ya da finansal olarak birleşmiş milletlere katılım ve barışı koruma adına yapılan yardımlar dikkate alınmaktadır. Son değerlendirme ölçütü ise teknolojiye dayalı istatistiklerdir. O ülkenin kaç tane internet kullanıcısı, web sunucusu olduğu ve servis sağlayıcılarının rakamı burada ele alınan ölçütlerdir.<sup>11</sup>

Küreselleşme endeksi araştırmasının sonuçlarına baktığımız zaman en şaşırtıcı nokta ilk iki sırada dünyanın en üst düzey enformasyon toplumları olan ABD ve Japonya'yı görmeyişizdir. Dünya genelinde 2005 yılı itibariyle küreselleşme endeksinde ilk sırada Singapur yer almaktadır. Bu listeden birkaç ülke ismi vermek gerekirse, uluslararası ticarete söz sahibi olan ülkelerin başında gelen ABD bu listede 4.sırada, onun en büyük rakibi olan Japonya ise 28. sırada bulunmaktadır. Avrupa Birliği üye ülkeler açısından bakarsak daha önceki yıllarda bu listede birinci sırada olan İrlanda 2., Britanya Ada'sının en güçlü ekonomisi olan İngiltere 12., bu birlikteki oran olarak en fazla söz sahibi ülke konumunda olan Almanya 21., İtalya ise 27. sırada bulunmaktadır. Asıl bizi ilgilendiren kısım olan ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin listedeki yerlerine bakarken bu konuda en çok dikkat edilmesi gereken ülkeler, bu ülkelerin başını çeken Çin ile yapılan araştırmalarda gelişme potansiyeli en yüksek iki ülke olarak gösterilen Brezilya ve Türkiye yeridir. Bu listede 2005 yılı verileriyle birbirine çok yakın yer bulan ülkelere Çin 54. sırada, Türkiye 56. sırada ve Brezilya'da 57. sırada yer almıştır. Türkiye 56. sırada kapattığı 2004 yılından sonra 1 sıra gerilemiştir. Listede küreselleşme adına en hızlı gelişmeyi Sri Lanka yaşamış ve 8 sıra birden çıkmış, en büyük düşüşü ise 13. sıra birden gerileyen Arjantin yaşamıştır. Başka bir dikkat çeken nokta ise listede ilk 20 arasında bulunan ülkelere 14'ünün Avrupa Birliği üyesi olması, oran olarak % 70'ini oluşturmasıdır.<sup>12</sup>

Burada küreselleşmenin ölçülmesiyle ilgili bir dip not düşmek gerekirse, dikkate alınan politik, ekonomik, bireysel iletişim ve teknoloji faktörleri haricinde kültürel faktörler hiçbir şekilde değerlendirmeye katılmamıştır.

---

<sup>11</sup> KEARNEY, A.T., **Measuring Globalization**, [http://www.atkearney.com/shared\\_res/pdf/2005G-index.pdf](http://www.atkearney.com/shared_res/pdf/2005G-index.pdf), 2005, s.51

<sup>12</sup> KEARNEY, a.g.m., s.52

Sermaye dolaşımının serbestleşmesi, uluslararası ticaret hacminin artması, yeni yatırım araçları ve piyasalar, bilgisayarların yaygınlaşması, iletişim ve bilgi işlem teknolojilerinin hızlanması, bu sektörlerde fiyatların ucuzlaması ve diğer teknolojik gelişmeler 1970'lerden sonra küreselleşmenin artan gelişme hızının ana hatlarını çizmektedir. Siyasal olarak da neo-liberal anlayışın devamı olarak ulusal hükümetlerin, ülke ekonomilerinden ve piyasa mekanizmasında kendi rollerini azaltmaları ya da sadece izleyici olmaları, özerkleşme ve özelleştirmeler gerçekleştirmeleri sonucunda otoritesini azaltmıştır.

## 1.2. Küreselleşme Analizleri

Küreselleşme kavramından akademik çevrelerde ilk olarak işletme ve finans alanlarında bahsedilmeye başlanmış, 90'lardan sonra kültür, medya ve sosyoloji gibi kavramlarla uluslararası ilişkiler ve siyaset bilimi gibi bilim dalları da alt başlıklar olarak anılmaya başlanmıştır. Taylor ve Flintz'e göre, bu bilim dallarının kendi perspektifleri doğrultusunda farklı küreselleşme analizleri ortaya çıkmıştır, bunları 8 ayrı başlık altında gösterirsek;<sup>13</sup>

- Ekonomik küreselleşme; Çok uluslu şirketlerin, dünyanın her yerindeki sermaye ve emek potansiyelini kullanarak küresel ve esnek üretim sistemlerine geçmesi
- Siyasal Küreselleşme; Finansal serbestleşme, devlet etkisinin azaltılması, kamu harcamalarının kısılması, özelleştirmeler ve diğer neo-liberal politikalar
- Sosyal Küreselleşme; Dünya toplumu, küresel köy, uluslararası sivil toplum hareketlerinin yaygınlaşması
- Teknolojik Küreselleşme; Başta bilgisayar ve internet olmak üzere enformasyon ve iletişim teknolojilerinin yaygınlaşması
- Finansal Küreselleşme; Dünya genelinde ülkelerin sermaye piyasalarının karşılıklı etkileşimi ve yarı bağımlı hale gelişi, küresel Pazar oluşumu
- Coğrafi Küreselleşme; Artan ulaşım ve iletişim imkanlarıyla sınırsız dünya
- Kültürel Küreselleşme; Başta ABD ve batılı ülkeler olmak üzere egemen ve baskın olan bir kültür oluşumu ve küresel ürünler tüketimi

---

<sup>13</sup> GÜNEŞ, İsmail, **Uzun Süreçte Küreselleşme**, <http://bilgitoplumu.blogspot.com/2004/12/uzun-srete-kreselleme.html>, Aralık 2004



- Ekolojik Küreselleşme; Ortak eylem planı gerektiren büyük ekolojik sorunlar ve bunlara karşı oluşan Greenpeace gibi küresel sivil toplum örgütleri

### **1.3. Küreselleşme Sürecinin Başlamasının Sebepleri**

Küreselleşme sürecinin bu şekilde hız kazanmasında, tarihi gelişiminden de anlaşılacağı üzere çok çeşitli faktörlerin etkisi olmuştur, ancak bu etkenleri üç ana grup altında toplamamız mümkündür. Bu gruplar teknolojik gelişmeler, ideolojik ve ekonomik faktörlerdir.<sup>14</sup>

#### **1.3.1. Teknolojik Gelişmeler**

Aslında teknolojik gelişmelerin küreselleşme sürecine olan etkisini ilk olarak ‘sanayi devriminin’ başladığı yıllarda buhar makinesinin icadı ve dokuma tezgahlarının kullanılmaya başlanmasıyla beraber gerçekleştirmiştir. Küreselleşme üzerinde teknolojinin etkisini inkar etmek de mümkün değildir. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren enformasyon teknolojilerinin yaygınlık kazanması, dünyada mesafe kavramının eski anlamını ortadan kaldırmıştır. Bu durum küreselleşme bağlamında belki de ilk etkisini finans piyasalarında hissettirmekle birlikte, bu etki günümüzde çok daha geniş bir alana yayılmıştır. Dünyanın küresel bir köye dönüşmesinde enformasyon teknolojilerindeki büyük gelişmelerin etkisi büyüktür. İnternet, telefon, faks, televizyon, radyo gibi ilk planda sayabileceğimiz kitle iletişim araçları hem sınırları kaldırmış, hem de iletişimin kalitesini artırıp, maliyetini azaltmıştır. Burada Türkiye ile ilgili istatistikî bilgi verirsek; internet kullanıcılarının, genel nüfusa oranı açısından dünyada 41. sırada yer almaktadır. Bu konuda ilk iki sırayı İskandinav ülkeleri İsveç ve Danimarka almaktadır. Web sunucusu ve servis sağlayıcılarının rakamları açısından ise Türkiye, dünyada her iki grupta da 36. sırada yer almaktadır. Bu konuda dünyada ilk sıralarda ABD ve İsveç yer almaktadır.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> BOZKURT, a.g.m., s.4

<sup>15</sup> KEARNEY, a.g.m., s.55

### 1.3.2. İdeoloji Faktörü

Doğu Blok'unun yıkılması sonrasında liberal piyasa ekonomisine yönelik güven duygusu artırmıştır. Kısa bir sürede tüm maliyetine rağmen, eski planlı/devletçi ekonomiler, piyasa mekanizması süreci içinde, serbest ticaretin ve yabancı sermayenin olanaklarından yararlanma çabası içine girmişlerdir. Bu çaba içersine giren son ülkede Çin olmuş, hatta haddinden fazla hızlı bir giriş yapması nedeniyle başta ucuz işçilik ve hammadde kaynakları nedeniyle kendisinin en büyük müşterileri olan ABD ve AB ülkelerinin daha sonra kısmi blokaj uygulamalarına maruz kalmıştır. Çünkü Çin'in büyüme hızı tahminlerden daha büyük bir boyuta ulaşmış, bu da özellikle ABD ve İngiltere'nin Çin mallarına özel gümrük tarifeleri uygulamasına yol açmıştır.

1980'lerin başından itibaren başta ABD olmak üzere piyasa ekonomisinden devlet müdahalesini çıkartan anlayışın yaygınlaşması ve 1990'ların başında da Doğu Blok'unun dağılması ve kapitalizmin güvenilirlik kazanması, küreselleşmeyi destekleyen ideolojik faktörler olurken, tam aksi bir görüşle 1997–1998 yıllarında yaşanan Asya ekonomik krizleri yine ideolojik anlamda küreselleşmenin sorgulanmasını yol açmış, bazı kesimlerde bu sürece ve sonuçlarına olan güveni sarsmıştır. Anti-küreselci akımlar hala da varlıklarını korumaktadırlar ancak kapalı ekonomiyi benimseyen ülke sayısı çok nadir olması nedeniyle savundukları tezler sadece ideoloji bazında kalmaktadır.

### 1.3.3. Ekonomik Faktörler

Dünya Sistemi yaklaşımına göre küreselleşme, kapitalizmin tarihsel gelişiminin aşamalarından biridir ve dünya ekonomisinin şu andaki aşaması kapitalizmin yapısal gelişmesine paralel olarak yeni bir biçim/başka bir aşama olarak varolmaya devam edecektir.<sup>16</sup>

Globalleşmenin ekonomik boyutu, farklı ülkelerin üretim ve pazarlarının giderek artan hız ve derinlikte birbirlerine daha çok bağımlı hale gelmelerini ifade etmektedir. Ülkelerin birbirleriyle olan ekonomik bağlarının çok güçlü olmaya başladığı dönem, İngiltere ve

---

<sup>16</sup> ERDOĞAN, Emre, **Küreselleşme; Mitler, Öyküler ve Dersler**, [www.urbanhobbit.net/ppt/küresellesme.ppt](http://www.urbanhobbit.net/ppt/küresellesme.ppt), 2004, s.5

Fransa'nın öncülüğünü yaptığı gümrük tarifelerini düşürme antlaşmaları ve serbest ticaret bölgeleri kurulması ile başlamıştır.

Uluslararası ticaretin hız kazanmasında ve özellikle 1950 yılında GATT'ın kurulması ile ithal mallara uygulanan gümrük tarifelerinin oranının % 40 oranında düşürülmesi sonucu II. Dünya Savaşıyla beraber yaşanan durgunluk dönemi atlatılmış ve yeni bir küreselleşme dalgası yaşanmaya başlanmıştır.<sup>17</sup>

Özellikle 1970'li yıllara gelindiğinde Bretton Woods sisteminin çöküşü ve yaşanan petrol krizi sonrası 1973 yılında OPEC ülkelerinin elinde devasa sermaye fazlası bulması ve bunları değerlendirecek başka dış piyasalar aramaları ve bu arayışın diğer ülkelerde yarattığı yabancı sermayeyi kendi sınırlarına çekebilme rekabeti, uluslararası arenada finansal serbestleşmeye imkan tanımıştır.

- Petrol Krizleri:
  - Tüm petrol tüketen ülkelerin artan ekonomik yükü,
  - Değişen ülkeler arası gelir dağılımı:
    - Gelişmiş ülkeler girdilerindeki bu artışı ihracat fiyatlarına yansıtarak karşılımda başarılı:
    - 1970 ile 79 arasında petrol ihraç etmeyen üçüncü dünya ülkelerinin ticaret hadleri 0.7 puan azalmış,
    - Üçüncü dünya ülkelerinin ortalama yıllık büyümeleri 1970'lerde yüzde 5.7 ve 1980'lerde yüzde 4.1,
    - üçüncü dünya ülkelerine yönelik sermaye: 1973 ile 1983 arasında gelişmekte olan ülkelerin toplam dış borcu 809 milyar dolar,
  - OPEC ülkelerinin ellerinde riskli ve yüksek getirili yatırım alanları arayan fonların toplanması:
- 1982 Borç Krizi:
  - Ticari banka kredileri hacimlerinde görülen yükselme,
  - Vadelerde kısılma,
  - Artan faiz oranları => Geri ödemenin zorlaşması

---

<sup>17</sup> BENK ve AKDEMİR, a.g.m., s.4

- Varolan finansal rezervler için artan rekabet ortamı gelişmekte olan ülkeleri gerekli tedbirleri almadan borçlanma;
- Krizin ertelenmesi yerine ticari borçların dondurulması<sup>18</sup>

Bunun yanında uluslararası para fonu olan ‘IMF’ ve Dünya Bankası ‘World Bank’ın küresel ekonomide artan rolü ve Washington konsensüsünden ortak amaçlar da ekonomilerin ve finansal piyasaların küreselleşmenin diğer nedenleri olarak gösterilebilir. Bu Washington Konsensüsünde belirlenen ortak amaçlar genel hatlarıyla, korumacı politikaların ve duvarların kaldırılması, hem ticaretin hem de yatırımların serbestleştirilmesi ve daha önce de belirttiğimiz gibi devletin küçültülmesidir.

Diğer taraftan, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve ortak yatırım fonları gibi yatırımcıların sahip oldukları büyük ölçekli fonlar, uluslararası piyasalarda etkinliklerini artırarak küresel finansın oluşumun katkıda bulunmuştur.<sup>19</sup>

Çok uluslu firmalar “yeni uluslararası iş bölümü” çerçevesinde, üretimi bütün yeryüzüne yaymışlardır. Her gün finans piyasalarında büyük miktarlarda para, bir ülkeden başka ülkeye akmaktadır. Ekonomik yönden bugün yeryüzündeki ülkelerin önemli bir kısmı birbiriyle bütünleşmeye başlamıştır.<sup>20</sup> Dünya genelinde her ülkede bir McDonalds ya da Sony mağazaları görme ihtimaline sahipsiniz. Japonya’ya bir kasabasında Burger King’te karnınızı doyurabilir, Malezya seyahatiniz sırasında açtığınız televizyondan MTV ya da CNN’i izleyebilirsiniz. Burada çok uluslu şirket kültürünün kendi alt kültürünü oluşturarak bazı tüketim trendleri yakaladığını ve bunu dünya geneline yayarak bir franchise; yani şube zincirleri oluşturarak, kendisine kar optimizasyonu yarattığı söylenebilir. Geleneksel üretim yöntemleri kullanılarak gerçekleştirilen kitle üretiminin artık cazibesi kalmamış, reel sektörden kaçan sermaye finansal sermayeye yönelmiş, bu da finansal küreselleşmenin hızını artıran bir faktör olmuştur. Bu sayede ulusüstü şirketlerin yönlendirdiği yatırım fonları, spekülasyon amaçlı para hareketleri olarak kar optimizasyonu sağlayacak faaliyet alanlarına yönelmiştir. Bu şirketlere rakamsal olarak örnek verirken McDonalds uygun olduğundan mercek altına tutulabilir. Dünya genelinde 119 ülkede faaliyet gösteren McDonalds’ın 31

<sup>18</sup> ERDOĞAN, a.g.m., s.8

<sup>19</sup> SARIDOĞAN, Ercan, **Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Temel Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Ekonomik Analizi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2001, s.15

<sup>20</sup> BOZKURT, a.g.m., s.7

binden fazla restorantı bulunduğunu, her gün 50 milyondan fazla müşteriye ulaşmakta olduğunu söyleyebiliriz. 2005 yılı içinde satışlarının 50 milyar doları aşmış, net gelirleri ise 2,2 milyar doların üstüne çıkmıştır.<sup>21</sup>

Dünya Bankası'nın ( World Bank ) dünyadaki ekonomilerin ve toplumların süregiden bütünleşmesi' isimli yayınında küreselleşmenin ekonomik nedenlerini 'neoliberalizm' ve 'neoliberal kurumsalcılık' başlıkları altında 5 maddede sıralamıştır. Bunlar;<sup>22</sup>

- taşıma maliyetlerinin düşmesi,
- düşük ticari engeller,
- düşüncelerin hızlı iletişimi,
- artan sermaye akışları
- artan göç baskısı olarak sıralanmıştır.

#### **1.4. Finansal Sınırlamaların Nedenleri**

Gelişmekte ve gelişmiş olan birçok ülkede 1980 öncesi sermaye hareketlerini sınırlayıcı politikalar yaygın olarak uygulanmıştır. Sermaye hareketlerini engellemek amacıyla ülkeler, özellikle vatandaşlarının döviz buldurmalarını yurt dışında döviz hesabı açmalarını, yabancı firma ve kuruluşların hisse senedi ve tahvillerini almalarını yasaklamakta veya sınırlamaktadırlar. Ülkeleri sermaye hareketlerine sınırlama getiren politikaların ekonomik temelleri;

- Sermaye hareketlerinden kaynaklanan finansal işlemlerin vergilendirilmesini sağlamak,
- Yeniden yapılanma sürecine giren ülkelerin ekonomik reform programlarını uygulamak amacıyla ekonomik istikrarı bozucu sermaye hareketlerini önlemek,
- Yurtiçi tasarrufların yurtdışı varlıklara yönelmesini engelleyerek, yurtiçi tasarrufları yatırımların finansmanında değerlendirmek,

---

<sup>21</sup> Hürriyet Gazetesi, **McDonalds Anadolu Grubunda**,  
<http://www.abank.com.tr/docs/bireysel/haberler/haberalt.html>, 2005, s.1

<sup>22</sup> ERDOĞAN, a.g.m., s.4

- yurtiçi yatırımların yabancıların kontrolüne girmesini engellemek,
- kısa vadeli sermaye akışının döviz kurlarında yarattığı istikrarsızlığı ve ödemeler dengesindeki açıkları önlemek,

anlayışına dayanmaktadır.<sup>23</sup>

### **1.5. Finansal Serbestleşme**

Finansal serbestleşme, genel olarak piyasaya yönelik arz ve talepteki her türlü kısıtlamanın kaldırılması olarak yorumlansa da, daha geniş çapta bir bakışla; finans piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirerek coğrafi sınırlar içinde ve dışında miktar ve fiyat kontrollerini kaldırması olarak tanımlayabiliriz.

Uluslararası finansal altyapıyı, sermaye yapısında meydana gelen liberalleşme ve hükümetlerin yaptıkları deregülasyonlar oluşturmaktadır. Sermaye hareketlerinin coğrafi sınırlara takılmaması ve jeopolitik engelleri aşması ‘finansal serbestleşmenin’ gerçekleşmesini sağlamıştır.

Bu uluslararası fon hareketlerinin önündeki engellerin kalkmasını sağlayan müzakere ve antlaşmalara baktığımızda ilk olarak Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşmasını(GATT) görmekteyiz. Bütün ülkelerin refahını sağlayacak tek yolun uluslararası ticaretin serbestleşmesi olduğu görüşü egemendi ve GATT sonrasında düzenlenen 7. çok taraflı ticaret müzakeresi olan ‘Kennedy Round’ ile uluslararası ticaret devam etti. Bunu takip eden yıllarda ‘Tokyo Round’(1973-79) tarife dışı engellerin gündeme gelmesine neden olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin kendilerine ‘büyük pastadan’ küçük dilimler düşüğünü düşünmeleri ve paylarını artırmak istemeleri sorun yaratmıştır. İşgücü bol ve ucuz olan gelişmekte olan ülkeler ekonomik serbestleşmede, emek yoğun sektörler olan tekstil ve hazır giyim ihracatına yönelmişler ve buradaki mukayeseli üstünlüklerini kullanmak istemişlerdir. GATTın öncelikli ve temel hedefi finansal liberalleşme olmasına rağmen, gelişmiş ülkelerin avantajlarının daha fazla olması nedeniyle GATT dışında tarife-dışı engeller olarak bazı eylemler ortaya çıkmıştır. GATT’dan ilk sapma olmuş ve Çok Elyaflılar

---

<sup>23</sup> KAR, Muhsin, KAYA, M. AKİF, **Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/sermaye%20hareketleri.htm>, Temmuz 2003

Antlaşması(MFA) düzenlenmiş, bununla beraber gelişmekte olan ülkeler tekstil ile hazır giyim ihracatı konularında gelişmiş ülkelere önemli tavizler vermişlerdir.<sup>24</sup>

Uluslararası çok taraflı ticaret görüşmelerinin sonuncusu olan ‘Uruguay Round’u önemli bir dönemeçti çünkü hedefte çita yükseltilmiş; ‘giderek ‘liberalleşme yerine’ yerine ‘uluslararası tam liberal ticaret’ olmuştur. Bu görüşmelerde GATT’tan farklı olarak mal ticareti dışında hizmet ticaretiyle ilgili maddelerde eklenmiş, enformasyon teknolojileri de en önemli gündem maddesi olmuştur. 1986 yılında başlayarak 1993 yılına kadar süren görüşmeler sonunda bakanlar düzeyinde 1994 yılında Fas’ta imzalanmış ve 1 Ocak 1995 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir, Türkiye bu antlaşmaları 1995 yılında ratifiye etmiştir. Uruguay Round sonucunda, mal ve hizmet ticaretinde klasik gümrük tarifeleri ve vergiler, ilke olarak ve belirli bir takvim dahilinde % 33 oranında indirilmekte, bir dizi ürün ve hizmet alanında yeni liberalleşme girişimleri öngörülmektedir. Buradan çıkan yine en önemli kararlardan biri, daha önce değindiğimiz Tokyo Round’da gelişmekte olan ülkeleri göreceli olarak mağdur eden ve sorun çıkmasına neden olan konularda ‘ayrıcalık gözetmeme’ ilkesi altında toplanılmıştır.

Uruguay Round ile birlikte 1947 yılından beri süregelen GATT’ın kurumsal işlevi sonra ermekte ve yetkiyi Dünya Ticaret Örgütü’ne(WTO) bırakmaktadır.<sup>25</sup>

Finansal serbestleşme hem kamusal hem de yabancı sermaye açısından bir ülke açısından hem içsel serbestleşme hem de dışsal serbestleşme olarak iki farklı açıdan bakabiliriz.

### 1.5.1 İç Finansal Serbestleşme

İç finansal serbestleşmenin genel bir tanımını yapacak olursak, bir ülkenin kendi ulusal parası cinsinden gerçekleştireceği işlemlerdeki tüm engel ve sınırlamaları kaldırması ya da finansal piyasanın serbest işleyişini etkilemeyecek oranda azaltmasıdır. İç finansal

---

<sup>24</sup> İLYASOĞLU, Eyüp, **Uluslararası Ticaret Müzakerelerinde Önemli Bir Dönemeç; Tokyo Round**, <http://www.netyorum.com/sayi/70/20010510-04.htm>, 2001

<sup>25</sup> İLYASOĞLU, Eyüp, **Uruguay Round: GATT’dan Dünya Ticaret Örgütü’ne**, <http://www.netyorum.com/sayi/75/20010614-02.htm>, 2001

serbestleşme uygulamalarında en önemli rolü hükümetler adına para politikalarını yürütmekle yetkili kurum olan merkez bankaları gerçekleştirmektedir. Özellikle finans piyasalarının nabzı olan faiz oranlarının belirlenmesindeki uygulamasına son vermekte ve finansal enstrümanların çeşitliliğini sağlamaya çalışmaktadır.<sup>26</sup> Tamamen serbest piyasa koşullarında belirlenen nominal faiz oranı, aynı zamanda piyasa denge faizi de olabilmektedir.

Merkez bankasının piyasayı yönlendirmedeki en etkin silahı olan para politikaları üzerindeki etkisini azaltması, nominal faiz oranının serbest piyasa rekabet koşulları içinde denge faiz oranına bırakılması, sanayi ve tarımda teşvik edici ayrıcalıklı kredilere son verilmesi ve de en önemlisi, burada ki en önemli aktörler durumunda bulunan bankaların ve bankacılık sisteminin serbestleştirilmesidir. Devlete ait bankaların sayılarının azalması, ziraata ve sanayiye dönük kredilerde de azalmaya yol açmaktadır, özel bankalar çoğunlukla serbest piyasa koşullarında tarımsal kesimden gelecek kar marjı çok düşük olduğundan daha karlı sektörlerle kredi vermeyi amaçlamaktadır. Yabancı bankaların, yerli bankacılık sektörüne girişine izin verilmesi ve bunun yoğunlaştığı dönem, daha önce de bahsettiğimiz Uruguay Round Antlaşmasına(1994) dayanmaktadır. Yine içsel finansal serbestleşmenin uygulaması olan özleştirmeler kapsamında devletin bankacılık kurumları yabancılara satılmaktadır.<sup>27</sup>

Burada ekonominin can damarları olan bankaların yabancı sermayeli şirketlerin eline geçmesi kısa vadede likidite açısından avantaj uzun vadede makro hedefler açısından dezavantaj gibi görünse de iç finansal serbestleşmenin, kamu kesimine likidite açısından sağladığı başka avantajlar da bulunmaktadır. Örneğin devletin en büyük gelir kaynaklarından biri, paranın ihraç maliyetiyle nominal değeri arasındaki farktan elde edilen gelirdir. Bir ülkede kamu kesiminin parasal genişleme sonucu elde edeceği senyoraaj gelirlerinin boyutu, finansal sistemin serbestlik düzeyi ile yakından ilişkilidir.<sup>28</sup>

Bunun sayılan avantajların yanında, özellikle makro ekonomik istikrarsızlığın olduğu ve ticari bankalara yönelik gözetim ve denetimlerin etkin olmadığı piyasalarda yaşanacak iç finansal serbestleşmeye yönelik eleştirilerde bulunmaktadır.

---

<sup>26</sup> ESEN, Oğuz, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım**, İşletme ve Finans Dergisi, Nisan 1998, s. 32

<sup>27</sup> CHOSSUDOVSKY, Michael, **Yoksulluğun Küreselleşmesi**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul Çiviyazıları, 1999, s.76

<sup>28</sup> AKTAN, Coşkun CAN ve Diğerleri, **Nasıl Bir Para Sistemi**, İstanbul: İMKB Yayını, 1998, s. 36



Finansal serbestleşme görüşü, neo-klasik yaklaşıma dayandığı için yatırımların finansmanı konusunda bir husus atlanmaktadır. Önemli olan yatırımların sadece kısa vadeli finansmanını sağlamak değildir. Finansal piyasalar yatırımlar için uzun vadeli finansmanı sağlamalıdır. Bu anlamda, finansal piyasaların ana fonksiyonu ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasaların ana rolü, sistemdeki kısa vadeli yükümlülüklerin uzun vadeli yükümlülüklerle dönüşümünü sağlamasıdır ki, bu olgu finansal sistemin gelişmişlik derecesi ile ilgilidir. Yatırımların kısa vadeli finansmanının yanı sıra uzun vadeli finansmanını da sağlayacak sağlam finansal yapılar oluşturulmadığı sürece sağlıklı finansman biçimlerinin oluşturulması olanaksızdır.

Bu konuda yine başka bir eleştirel yaklaşım ise iç finansal serbestleşmenin, o ülkenin gelir dağılımına yapabileceği olumsuz katkıdır. Eğer ekonomide atıl kapasite varsa, finansal serbestleşme sonucunda ortaya çıkacak olan faiz oranı artışları enflasyon oranını artırır, gelir dağılımını kötüleştirir, ekonomik büyüme oranını düşürür. Oysaki finansal serbestleşme modelleri faiz oranlarındaki artışın gelir dağılımı ve dolayısıyla ekonomide harcama düzeyi üzerine yapacağı etkileri göz ardı etmektedir. Faiz oranlarının serbest bırakılması, ulusal paraya yönelik talebin arttırılmasıyla ilişkilendirildiğinde; artan nominal faiz oranları halkın yabancı mevduat yerine ulusal paraya yönelmesine neden olacaktır. Ancak, bu politika kamu kesimi açıklarının artmakta olduğu bir ortamda uygulanıyorsa, bu durum banka bilançolarının aktif yapısını krediler aleyhine, kamu menkul kıymetleri lehine bozabilir. Bu bağlamda değerlendirildiğinde, faiz oranlarının serbest bırakılması, makro ekonomik istikrar ve bankaların denetimi arasındaki karşılıklı ilişkiler önem kazanmaktadır.<sup>29</sup>

### **1.5.2. Dış Finansal Serbestleşme**

Bir ekonominin dışsal ekonomik serbestleşme modelini seçmesi demek; yurt içinde serbest olarak gerçekleştirebildikleri finansal işlemlerin dışında, yurt dışı ile alacak-borç ilişkisi içine girerek finansal işlemler ya da sermaye transferleri de yapabilmeleridir. Bu tanımı biraz daha genişletirsek, dışsal finansal serbestleşmenin üç aşamadan oluştuğunu söyleyebiliriz.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> AKTAN ve Diğerleri, a.g.e., s. 38

<sup>30</sup> ÖZTÜRK, Nurettin, **Finansal Küreselleşmenin İktisat Politikaları Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2001, s.32

- İlk evrede, o ulusal sınırlar içinde ikamet etmekte olanlar, başka bir ülke piyasasından borçlanabilmekte, aynı şekilde başka ülkeden bir kaynak o ülkenin iç piyasasına serbestçe plasman yapabilmektedir
- Yine bir ülkenin ulusal sınırları içinde ikamet etmekte olan kişiler başka bir ülkeye sermaye transfer edebilmekte ya da o ülkede bir varlık satın alabilmekte, aynı şekilde yabancı kişiler o ülkenin piyasasında borçlanabilmektedirler.
- Üçüncü evrede ise o ulusal sınırlar içinde yaşayan kişiler, yabancı paralar üzerinde herhangi bir sınır ya da engele maruz kalmadan istedikleri işlemleri yapabilmektedirler.

Dış finansal serbestleşmenin, savunular ile buna karşı çıkanlar avantaj ve dezavantajları konusunda ayrı düşmektedirler. Bunu savunan çevreler, uluslararası sermaye akışının serbest olması sayesinde ülke ekonomilerinin kaynak kullanımını genişleteceğini, hem tasarrufları hem de üretime yönelik yatırımları artıracığını düşünmektedirler. Bunu daha açacak olursak yurt içi tasarrufları istenilen büyüme oranında olmayan ülkeler için, yüksek faiz oranlarıyla tasarruf fazlası olan ülkelerdeki bu kaynakları kendi ülkelerine çekebileceklerdir. Bu sürecin sonunda uluslararası faiz oranları dengeye gelecek, rekabetinde artmasıyla piyasalar daha etkin çalışacak ve bu da tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için daha iyi olanaklar sağlayacaktır. Yine başka olumlu bir sonuç bütün bu gelişmelerin sonucunda piyasaların başarılı politikaları ödüllendirip yanlış politikaları da aynı şekilde cezalandırması sayesinde hükümetlerin de daha disiplinli ve etkin politikalara yöneleceği dış finansal serbestleşmeyi savunular tarafından ileri sürülmektedir.<sup>31</sup>

Bu yaklaşımlara karşılık ekonomide dışsallığı savunular farklı tezler ortaya atmaktadırlar. Karşıtlara göre, serbestleşme sürecinde finans piyasaları yatırım ve tasarruf kararlarını uyumlu hale getiren aracılık görevinden uzaklaşmış, kısa vadeli sermaye hareketlerinin fazlaca etkisi altında kalmıştır. Sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli ve spekülasyon sermaye hareketleri nedeniyle, kaynakların etkin ve verimli kullanılması için gerekli olan ekonomide ki istikrar ortamını olumsuz etkilediği ve oluşabilecek potansiyel krizlere de zemin hazırladığını savunmaktadır. Karşıtların yine savunduğu başka bir tez dış ticaret konusundadır. Aşırı sermaye girişleri sonucunda yerli para yabancı para karşısında aşırı değer kazanmakta, bunun sonucunda da ithalatın cazip hale gelip bütçe açığının

---

<sup>31</sup> İNSEL, Aysu, SUNGUR, Nesrin, **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III- 1999:IV**, Türkiye Ekonomi Kurumu, 2003, s.6

büyümesine neden olduğunu ileri sürmektedirler.<sup>32</sup> Bu arada makro açıdan bakıldığında uzun vadede hükümetlerin kambiyo ve faiz oranları üzerindeki otoritelerinin zayıf olması, istikrar politikası yürütülmesini ya da gerçekleştirebilecekleri muhtemel ekonomik reformlar için de gerekli olan yapısal ortamı mümkün kılmamaktadır.

Finansal olarak dışa açılmanın özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bazı nedenleri vardır ve iç piyasadaki gereksinimlerin sonucunda ortaya çıkmıştır. Genel nedenlere dört ana grupta bakacak olursak;

- Yatırımcıların tüm dünya genelinden rahatlıkla haberdar olabilmeleri, bütün finansal verilere ulaşmadaki kolaylık ve hükümetlerin döviz alım-satımları ile sermaye akışı üzerindeki denetimini zayıflatan bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan çok hızlı gelişim,
- Dünya Bankası ve İMF'nin yeni finans piyasaları açmaya yönelik baskıları
- Emeklilik ve tasarruf fonları artan gelişmiş ülkelerin yatırımlarını tüm dünya geneline yayma istekleri,
- Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermayeden pay kapma istekleri.<sup>33</sup>

Finans piyasalarının yaşanan serbestleşme süreçlerinde ülkeler bazında en önemli itici güç olarak ABD gözükmektedir. ABD'de 90'lı yılların hemen başında ' SEC 1444 A Yasası' ile tahvil piyasasını yabancılara açmış, diğer enformasyon çağını yaşayan ülke olan Japonya ise finans piyasalar yabancılara girme serbestisinin önündeki engel olan '65 Sayılı Yasa'yı yürürlükten kaldırmıştır. Yine AB üyesi ülkelerde tüm sınırları kaldırma girişimlerinin finansal piyasaları da kapsamı ve 90'lı yılların başında SSCB'nin yıkılmasıyla beraber kapalı ekonomiyi tercih etmeyip AB'ye katılan ülkelerle beraber birbirleriyle etkileşim içinde olan çok geniş bir küresel yelpaze oluşmuştur.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> İNSEL ve SUNGUR, a.g.m., s.7

<sup>33</sup> ALLEN, Larry, **Keseden Bankaya, Tezgahtan Borsaya**, İstanbul; Kitap Yayınevi, 2003, s.63

<sup>34</sup> PARASIZ, İlker, **Kriz Ekonomisi; Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları**, Bursa; Ezgi Kitabevi, 1995, s.148

## II. BÖLÜM – ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK DENGELERE ve GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİNE ETKİLERİ

### 2.1. Sermayenin Küreselleşme Biçimleri

Günümüzde finansal sınırlamaların kaldırılması ve yerel yönetimlerin teşviklerinin artmasıyla beraber sınır tanımaksızın dolaşan global sermayenin yapısını ve çeşidini, ne şekilde girdiği, kaldığı süre ve taşıdığı amaç gösterir.

#### 2.1.1. Yabancı sermaye

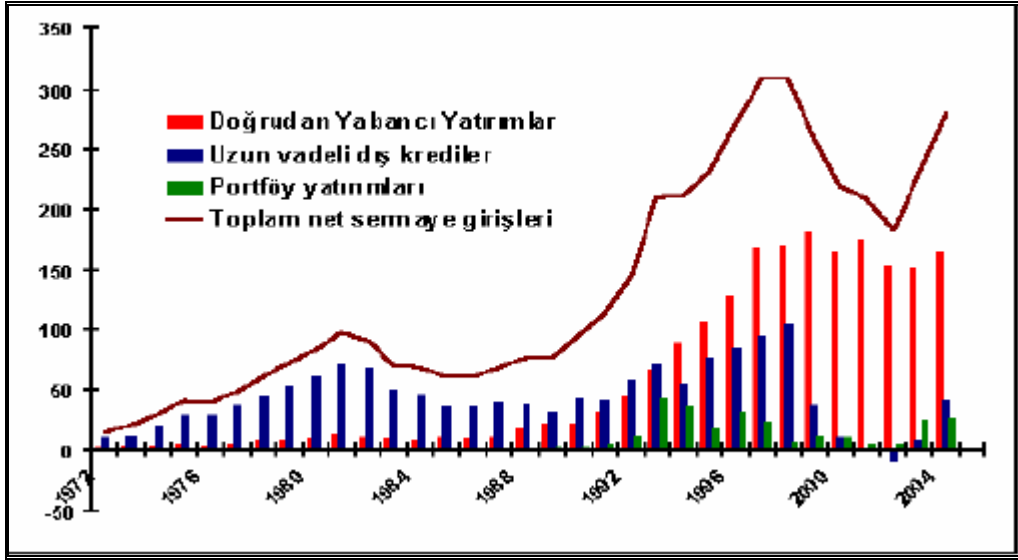
Yabancı sermaye yatırımlarından bahsetmeden önce, yabancı sermaye kavramını tam anlamıyla tanımlamak ve açıklamak, dünya ekonomisinin son 30–40 yılına damgasını vuran küreselleşme sürecinin daha iyi anlaşılabilmesinde kolaylık sağlayacaktır.

Yabancı sermayenin genel tanımı; bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan elde edeceği ve ekonomik gücüne ekleyebileceği mali, teknolojik kaynaklar olarak tanımlayabiliriz. Ayrıntılı bir tanımlama yapmak gerekirse; yabancı sermaye, ülkelerin doğal kaynaklarını kullanılabilir hale getirmek, mevcut üretim faktörlerini etkin bir şekilde değerlendirebilmek için gerekli olan, fakat ülke içi kaynaklardan yeterli ölçüde sağlanamayan, bu nedenle de diğer bir ülkeden ithalatı kaçınılmaz bir zorunluluk olarak karşımıza çıkan sermayedir.

Bu çalışmanın içerisinde sıklıkla geçecek olan ‘sıcak para’ kavramını açıklarsak; kısaca “arbitraj arayan sermaye hareketleri” olarak tanımlanabilecek olan bu kategori, (a) hisse senetlerine, (b) kısa vadeli borç senetlerine (hazinenin veya özel sektörün bonolarına) yönelen portföy yatırımlarından, (c) bankalara ve (d) diğer özel aktörlere açılan (ancak ticari kredileri içermeyen) kısa vadeli kredilerden, (e) banka mevduatında veya (f) banka-dışı diğer

varlıklardaki değişmelerden oluşur. Tüm bu öğeler için sermaye hareketinin kaynağına göre yabancı veya yerli kökenli sıcak para arasında ayrıştırma yapılır.<sup>35</sup>

Şekil 2.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Sermaye Girişleri ( Milyar ABD Doları)



Kaynak:Dünya Bankası, www.worldbank.org

Günümüzde devletler, yabancı sermayeyi kendi ülkelerine çekebilmek ve daha cazip hale getirebilmek için birbirleriyle yarış haline girmişlerdir. Bu rekabet ortamının başlıca nedenlerini irdelemek gerekirse; ülkeye giren yabancı sermaye sayesinde yeni istihdam alanları oluşmakta, bu da ülkenin üretim kapasitesini artırmakta, yeni teknolojiler gelmekte, döviz girişi artmaktadır.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> BORATAV, Korkut, **2000–2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri**, [http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar\\_Uye/Boratav\\_agu01](http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01), Ağustos 2001

<sup>36</sup> İNAN, Mahmut, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**, [http://www.ekometre.com/get\\_article.asp?article\\_id=825](http://www.ekometre.com/get_article.asp?article_id=825), Mart 2005

**Tablo 2.1:** Yabancı Sermayenin Tercih Nedenleri

<b>TERCİH NEDENLERİ</b>	<b>YÜZDE (%)</b>
Yüksek Karlılık	20,6
Dış Pazar Büyümesi	19,6
Dış Ticarete Korumacılık	14,4
Hammadde Gereksinimi	12,4
Düşük Maliyet	7,2
Pazar Çeşitlendirmesi	5,2
Ev Sahibi Ülkenin Döviz Darlığı	4,1
İş İlişkilerinin Devamı	4,1
Yerel Pazarlama Kanallarının Bozukluğu	3,1
Ürünlerin Yabancı İsteme Uyumu	3,1
Patent Haklarının Korunması	2,1
Diğer Nedenler	4,1
<b>Toplam</b>	<b>100</b>

**Kaynak:** Ahmet Erol , Yabancı Sermaye I, Mükellefin Dergisi , Eylül 2000, Sayı: 93, s.79

Sonuç itibariyle yabancı sermayenin belirlenmesinde birçok faktör etkili olmakla beraber, asıl belirleyici unsur karlılıktır. Dünya genelinde yapılan araştırmalar ve göstergeler doğrudan yabancı yatırımcı için karlılığın istenilen düzeyde olduğu yerde diğer unsurlar yatırım yapmasını engelleyememektedir.

## **A- Yabancı Sermaye Hareketini Etkileyen Etmenler**

Sermayenin, kendi ulusal sınırlarından çıkarak başka ülkelerde yatırıma dönüşmesi için onu cazip kılacak bazı etmenlerin bulunmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu yatırımı çekici yapacak olan etmenleri başta ekonomik etmenler olarak şu şekilde sınıflandırabiliriz;

- Ekonomik etkenler
- Hukuki etkenler
- Toplumsal etkenler
- Kültürel etkenler
- Tarihsel etkenler
- Siyasi Etkenler<sup>37</sup>

## **B- Yabancı Sermaye Gereksinim Nedenleri**

Genel kanı az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin sadece yabancı sermaye yatırımlarına gereksinim duyduğu yönündedir. Ancak bu tamamen doğru değildir. Çünkü başta belirli dönemlerde gelişmiş ülkelerin de bu şekilde sağlanacak sıcak paraya ihtiyaç duyabilmektedirler. Başta sıcak para olmak üzere çeşitli nedenlerle gelişmiş ülkelerin de yabancı sermaye yatırımlarına talepleri olsa da asıl buna gereksinim duyanlar az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdir. Bu gereksinimlerinde başlıca sebepleri de vardır, bunlar; tasarruf ve sermaye açığı, teknoloji açığı, bilgi açığı, istihdam açığı, ödemeler dengesi açığı ve vergi açığıdır. Kısaca bu nedenlere değinmek gerekirse.<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> DURSUN, Gülten, **Yabancı Doğrudan Yatırımlar ve Belirleyicileri**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yayınlanmamış İktisat Doktora Tezi, İstanbul 2004, s.75

<sup>38</sup> METİN, Ahmet, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarına Sağlanan Teşvikler**, Marmara Üniversitesi İdari ve İktisadi Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Bitirme Tezi, İstanbul 2003, s.5

### **a- Tasarruf ve Sermaye açığı**

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde temel sorunların başında gelen, iktisadi hayatın devamını sağlayacak ve geleceğine yön verecek olan tasarruf ve sermaye temini, kendi imkânlarıyla sağlayamadıkları için, yabancı ülkelerin kendi sınırları içinde yatırım yapmalarına ve sıcak parayla beraber sermaye temininde bulunmalarına ihtiyaç duymaktadırlar. Yatırımlar için gerekli tasarrufların bulunmaması ve ihracat eksikliği nedeniyle sermaye miktarının istenen düzeyde olmaması, yabancı kaynaklardan bu ihtiyaçların giderilmesi gereksinimi açığa çıkarmaktadır. Dış borçla beraber yatırım yapmanın riskli ve maliyeti yüksek oluşu da yabancı sermayeyi daha cazip hale getirmektedir.

### **b-Teknoloji Açığı**

Yeni teknolojiler üretme ya da üretilen bu yeni teknolojilerden yararlanma az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler için mümkün olmadığından bunu gelişmiş ülkelerin doğrudan yapacağı yabancı sermaye yatırımları sayesinde ulaşabilirler. Kalkınma, gelişme, ulusal geliri artırma, dışsatımı artırma ve dış piyasalarda rakiplerle eş koşullarda mücadele için gelişen teknolojilerden ve gelişen üretim biçimlerinden yararlanmak artık bir zorunluluktur. Ayrıca yabancı sermaye yatırımı sayesinde sağlanacak olan sermaye ile birlikte de dolaylı yoldan da olsa yeni teknoloji sahibi olunabilir

### **c- Bilgi Açığı**

Az gelişmiş ve gelişmekte olan toplumlarda eğitim konusunda yaşanan sıkıntılar, bu nedenle nitelikli eleman bulunamaması yönüyle de iktisadi hayatı olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca sanayinin fazla gelişmemiş olması ve yeni teknolojilerinde gelişmiş ülkelerin bünyesinde barınması nedeniyle bu konularda gelişmemiş ülkelerde bilgi açığı bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının da beraberinde bilgiyi de getirmesi göz önünde bulundurulduğunda gereksinim artmaktadır.

### **d- İstihdam Açığı**

Gelişmekte olan toplumlar tasarrufların yetersiz olması ve yeterli yatırımların yapılamaması nedeniyle istihdam açığı yaşanmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ise sermayedar şirket, karar ve denetim mekanizması olarak genelde üst yönetime kendi yöneticilerini getirmesiyle beraber diğer departmanlar için yatırımı gerçekleştirdiği ülkenin bireylerine istihdam olanağı yaratmaktadır. Bu da istihdam açığının azalmasına katkıda bulunmaktadır.



### e- Ödemeler Dengesi Açığı

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarının en karakteristik özelliklerinden bir tanesi önemli bir oranda cari bütçe açığı bulunmasıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının bu konuda yatırımı yaptığı ülkeye katkısı sağladığı gelire göre değişmektedir. Kısa vadede yaptığı yatırımlarla üretim ve istihdam yaratarak cari bütçe dengesine olumlu yönde etkide bulunmaktadır. Ancak sermayedar şirketin orta ve uzun vadede önünde iki alternatif bulunmaktadır. Eğer karlılık oranları istedikleri düzeyde değilse kendi ülkelerine kar transferi yapmak suretiyle yatırım yaptıkları ülkeden sermaye çıkışına neden olurlar, bu da cari bütçe açığına olumsuz yönde katkı yapar. Ancak eğer karlılık oranları fazlaysa sermayeyi dışarı kaçırmak yerine yeni yatırımlara giderek ya da var olan yatırımları genişletmek suretiyle cari bütçe açığına olumlu yönde etki yaparlar.

### 2.1.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Yabancı sermaye yatırımları iki şekilde gerçekleşmektedir, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve dolaylı yabancı sermaye yatırımları. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kapsamını tam olarak ayırt etmek gerekirse, bir şirketin üretimini, kurulu bulunduğu yani ana merkezinin bulunduğu ülkenin sınırlarının dışında üretim tesisi kurma, önceden kurulmuş olan mevcut bir üretim tesisini alma ya da diğer ülkelerde bina, fabrika, arazi, vb. fiziki değerler elde edilmesi bu kapsama girmektedir. Portföy yatırımlarına örnek olarak ise yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin satın alınmasını gösterebiliriz.<sup>39</sup>

Yabancı doğrudan yatırım kavramı özellikle II. Dünya Savaşından sonra ABD kökenli büyük firmaların farklı ülkelerde yatırım yapmaya başlaması ile doğrudan yatırımların dünya ticaretindeki rolünün artmasıyla birlikte önem kazanmış oldu. Daha sonra bu sürece Japonya ve Avrupa ülkeleri de katılmışlardır.

Artık 2000'li yıllara gelindiğinde hazırlanan uluslararası düzeyde raporlar, yabancı sermaye yatırımı yapan ve uluslararası üretim gerçekleştiren 60 bin ana şirket ve bunların kendi ülkeleri dışında kurulmuş 800 bini aşkın iştiraki olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu

<sup>39</sup> SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası İktisat**, İstanbul: Güzem Yayınları, 1999, s. 664

şirketlerin pek çok sayıda yabancı sayıda yabancı şirketle ortaklık ilişkisi bulunmaksızın sermaye ilişkisi vardır.<sup>40</sup> 2005 yılı itibariyle ‘Birleşmiş Milletler Ticaret ve Gelişim Konferansı(UNCTAD)’nın hazırladığı son raporda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını gerçekleştiren ulus ötesi şirketlerin sayısı 64 bini bulmuş, bu şirketlerde istihdam edilenlerin sayısı ise 53 milyondur. İstatistikler, gelişmekte olan ülkeler için en büyük dış finansal kaynağın doğrudan yabancı sermaye yatırımları olduğunu göstermektedir.<sup>41</sup>

**Tablo 2.2:** Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının bölgeye ve seçilen ülkeye göre dağılımı(yüzde olarak) 1980-2005

BÖLGE	İÇ STOK				DIŞ STOK			
	1980	1990	2000	2005	1980	1990	2000	2005
Gelişmiş Ülkeler	75.6	79.3	68.5	70.3	87.3	91.7	86.2	86.9
AB	42.5	42.9	37.6	44.4	37.2	45.2	47.1	51.3
Japonya	0.6	0.6	0.9	1	3.4	11.2	4.3	3.6
ABD	14.8	22.1	21.7	16	37.7	24	20.3	19.2
Gelişmekte Olan Ülkeler	24.4	20.7	30.3	27.2	12.7	8.3	13.5	11.9
Afrika	6.9	3.3	2.6	2.6	1.3	1.1	0.7	0.5
Latin Amerika ve Karayipler	7.1	6.6	9.3	9.3	8.5	3.4	3.3	3.2
Asya	10.5	10.8	18.4	15.4	2.9	3.8	9.5	8.2
Güneydoğu Avrupa	.....	0.01	1.2	1.2	.....	0.01	0.3	1.2
DUNYA	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

<sup>40</sup>UNCTAD, **World Investment Report 1999**(New York and Geneva: United Nations, 1999), <http://www.unctad.org/Templates/webflyer.asp?docid=6087&intItemID=2983&lang=1>, Eylül 2005, s. 3

<sup>41</sup> UNCTAD, **Foreign Direct Investment**, <http://www.unctad.org/Templates/StartPage.asp?intItemID=2527&lang=1>, Eylül 2005

ÜLKE	İÇ STOK				DIŞ STOK			
	1978-1980	1988-1990	1998-2000	2003-2005	1978-1980	1988-1990	1998-2000	2003-2005
Gelişmiş Ülkeler	79.7	82.5	77.3	59.4	97	93.1	90.4	85.8
AB	39.1	40.3	46	40.7	44.8	50.6	64.4	54.6
Japonya	0.4	0.04	0.8	0.8	4.9	19.7	2.6	4.9
ABD	23.8	31.5	24	12.6	39.7	13.6	15.9	15.7
Gelişmekte Olan Ülkeler	20.3	17.5	21.7	35.9	3	6.9	9.4	12.3
Afrika	2	1.9	1	3	1	0.4	0.2	0.2
Latin Amerika ve Karayipler	13	5	9.7	11.5	1.1	1	4.1	3.5
Asya	5.3	10.5	11	21.4	0.9	5.6	5.1	8.6
Güneydoğu Avrupa	0.02	0.02	0.9	4.7	.....	0.01	0.2	1.8
DUNYA	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

**Kaynak:** UNCTAD, FDI/TNC Veritabanı(www.unctad.org/fdstatics)

### **A- Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Yapılacağı Yönü Belirleyen Etmenler**

Elbette ki sermayedar şirket açısından yatırım kararı verilmesinde ki en önemli etken karlılıktır. İç pazar büyüklüğü, ekonomik büyüme oranı, vergi avantajları, dış borç yükü ve ödemeler dengesi genel ekonomik göstergelerin temel taşları olmaları nedeniyle yabancı sermayenin yatırım kararı vermesinde etkili olan faktörlerdir. Bu nedenle belirleyici etmenleri maddeleştirmek gerekirse;

#### **a – İç Piyasa Büyüklüğü:**

Büyük bir iç piyasa ölçek ekonomilerinden faydalanabilme imkânını ve kaynakların daha etkin kullanımını sağlar. İç piyasa büyüklüğünün, GSYİH ile doğru orantılı olması, yabancı sermayedarın yatırım değerlendirmesi yaparken önemli bir bağımsız değişken olması durumun ortaya koymaktadır.

### **b – Dışa Açıklık**

Dışa açıklık; özellikle 1980’li yıllardan sonra dünya genelinde dışa açık, küreselleşmeye uygun ve ihracata yönelik ekonomiler doğrudan yabancı yatırımlarında artmasına katkıda bulunmuştur. Dışa açıklık derecesinin yüksek oluşu aynı zamanda önemli ihracat piyasalarının varlığını göstermektedir.

### **c – Hükümet Politikaları ve Korumacılık**

İş alanlarına giriş çıkışın serbest olması, sübvansiyonların ve kotaların kaldırılması yani hükümetin ekonomi üzerindeki politik bakış açısı, yabancı yatırımları belirleme konusunda etkili faktörlerdendir. Örneğin dış ticaret engelleri, o ülkeye mal ve hizmet ihracını zorlaştırmaktadır. Ancak doğrudan yabancı yatırımları sayesinde söz konusu ülkede yatırım yaparak o ülkede üretim yapmayı tercih edebilirler.

### **d – Vergi Teşvikleri**

Doğrudan yabancı yatırımların belirlenmesinde en önemli etkenlerden birisi vergi teşvikleridir. Yatırım yapılacak ülkenin hükümet tarafından yapılacak olan vergi teşviklerine karşı yabancı sermaye yatırımları çok duyarlıdır.

### **e - Doğal Kaynaklar**

Yabancı sermaye yatırımları için ikincil derecede öneme sahip olmakla beraber doğal kaynaklar, üretimin gerçekleştirildiği yere yakınlığı nedeniyle taşıma ve depolama masraflarında maliyeti azaltacağı için etmenlerden birisi olarak görülmektedir.

### **f - Ücretler**

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, genel olarak az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere kaymasındaki en önemli etken düşük maliyetler, bunun da temel sebebi işçilik maliyetlerinin gelişmiş ülkelere oranla çok daha düşük olmasıdır. Bu da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yöneltilen eleştirilerin çıkış noktasını oluşturmaktadır, bunun nedeni ülkeye gelen sermayedarın gelişmekte olan ülkenin istihdam açığı nedeniyle talep ettiği ücreti oldukça aşağı çeken çalışanlarını istihdam olanağı yaratarak kendi istediği rakamdan çalıştırması, bu nedenle o çalışanın yaşam standartlarını yükseltici bir etki yapmamasıdır. İşgücü ile ilgili değerlendirme yapılırken sadece ücretler dikkate alınmaz,

bunun yanında işgücü verimliliği ve nitelikli işgücünün varlığı da yabancı yatırımların yönelmesinde etkili olmaktadır.

### **g – Döviz Kurları ve Ödemeler Dengesi Açıkları**

Döviz kurlarının değişebileceği varsayımı paranın fiyatı olan faizleri de etkileyebileceği için yabancı sermayedarın dikkat ettiği konulardan biridir. Ödemeler dengesi açıkları ise her zaman için enflasyonist ortam ya da devalüasyon ortamı için zemin hazırlamaktadır. İstikrarsızlığın fazla olması, belirsizliği de beraberinde getireceği için yatırımları çekme yönünde olumsuz etki yapmaktadır.

### **h – Politik Risk**

Politik risklerin fazla olması yabancı sermaye yatırımlarını caydırıcı etki yapmaktadır. Bunun nedeni politik kargaşalar, ekonomik düzeni bozabilmekte, piyasalara olumsuz etkilerde bulunabilmekte hatta daha önceden gerçekleştirilmiş olan yatırımları riske atabilmektedir.<sup>42</sup>

### **B- Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Olumlu ve Olumsuz Yanları**

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin gereksinim duymalarının başlıca nedeni iktisadi hayata yapacakları olumlu katkılara olan ihtiyaçlarıdır. Aynı şekilde eleştiriler ve tepkiler almasının altında yatan sebep, bazı zamanlarda yatırımın yapıldığı ülkenin ekonomisine yaptığı negatif etkilerdir. Eğer öncelikle yabancı sermaye yatırımlarının sağladığı avantajlara genel olarak bakılırsa;

- Ülkedeki gelir oluşumu, döviz durumu ve vergi gelirleri gibi makro değişkenleri genellikle olumlu yönde etkiler,
- Endüstriyel verimlilik, teknolojik gelişme ve mamul geliştirme konusunda etkilidir,
- Modern sektörlerde istihdam durumunu ve iş gücü niteliklerini genellikle olumlu etkiler.<sup>43</sup>

Bu genel olarak değinilmiş olunan avantajlar gelişmekte olan ülkelerin, yani yatırım

---

<sup>42</sup> DURSUN, a.g.t., s.76.

<sup>43</sup> SABİR, Hasan, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere Yönlendirici Politikalar**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/Ekim2002/sabir.htm>, Eylül 2002

yapılan ülkelerin sağladığı avantajlardır. Gelişmekte olan ülkelerin karakteristik özelliği yeterli sermayeye sahip olmamaları, kişi başına düşen milli gelir oranının düşük olması ve bu nedenle istenen tasarruf düzeyine ulaşamamasıdır. Bu nedenle ülkeler yabancı sermaye yatırımcılarının gözünde kendi ülkelerini cazip kılabilmek için çeşitli alternatiflere başvurumaktadırlar. Bunları oransal bazda göstermek gerekirse;

**Tablo 2.3:** Doğrudan Sermaye Yatırımlarını Hükümetlerin Çekmekte kullandığı Etkili Politikalar

Teşvik tedbirleri
Etkin idari prosedürler ve kurallar, minimum bürokratik işlemler.
Uygun iş gücü ve ücret politikası, emek seyyalietinin ve çalışma barışının tesisi
Özelleştirme Politikası
İstikrar (ekonomik ve siyasi)
Vergileme Politikası
Ekonomik Entegrasyonlara Üyelik
Dünya Ticaret Sistemine üyelik
Rekabet Politikası

**Kaynak:** Hasan Sabır, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere Yönlendirici Politikalar, a.g.s.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının genel olarak karşılaşılan olumsuz yönlerine de bakarsak;<sup>44</sup>

- Yabancı sermaye yatırımlarının temel özelliği işletme yönetimi üzerinde dolaysız bir denetim sağlamaktır. Bu bakımdan, bir plana bağlı olmadan kabul edilen yabancı sermaye, ana sektörleri ele geçirerek ekonomiyi denetimi altına alabilir. Bu ise ülkenin ekonomik ve siyasal bağımsızlığını tehlikeye sokar. Bu durumda belirli amaçlara yönelik para, maliye ve dış ticaret politikası uygulamak serbestisi de kalkar, bağımsız bir sanayileşme politikası izlenemez. Siyasal kurumlar da yabancıların etkisi altına girebilirler. Yabancı sermaye yatırımlarının oranı ne kadar artarsa bu sakıncalar o kadar büyür

<sup>44</sup> METİN, a.g.t., s. 16

- Az gelişmiş ülkelerde yabancı sermaye yatırımları, ekonominin bütünlüğünü de bozabilir. Yabancı sermayeli işletmelerde ileri üretim teknikleri uygulanırken, diğer alanlarda geleneksel üretim yapısının sürdürülmesi, ekonomiyi iki bölüme ayrılmış (düal) bir yapı içerisine sokabilir.

- Yabancı sermaye yatırımları, gümrük tarifeleri ve ithalat yasakları gibi koruyucu duvarların aşılmasına olanak sağlamaktadır. Dış ticaret kısıtlamaları bazı koruyucu amaçları gerçekleştirmek için konulur. Bunlar tüketimin daraltılması, yerli üretimin artırılması gibi nedenlerle ilgili olabilir. Oysa yabancı sermaye yatırımları ile bu mallar, yurt içinde üretileceğinden tüketim kısılanmaz. Ayrıca üretim de tümüyle ulusal bir nitelik taşımaz. Çünkü çoğu kez gidilen ülkede üretimin en son aşaması yapılır, hammadde ve yarı işlenmiş ürünler ithalat yoluyla dışarıdaki ana merkezden karşılanır. Bu ise yerli üretimi dışa bağımlı kılmakta ve ülkenin döviz rezervleri üzerinde büyük bir baskı doğurmaktadır.

- Yabancı sermaye işletmelerinin arkasındaki dev sermaye, ileri teknoloji ve yöneticilik bilgisi, küçük ölçekli yerli şirketler karşısında bunlara büyük bir haksız rekabet üstünlüğü sağlar. Rekabet olanağı bulunmayan yerli girişimciler endüstriyi terk etmeye zorlanır ve böylece yüksek gümrük duvarlarının arkasında faaliyet gösteren yabancı işletmeler, yerli ekonomide tam bir monopolcu durumuna geçebilirler.

- Yabancı şirketler çoğu durumda, beklenen şekilde ihracata yönelmemekte, hammaddeleri yerli kaynaklardan değil, yurt dışındaki ana merkezlerinden sağlamakta ve yaptıkları kar transferleriyle de ödemeler bilânçosu üzerindeki baskıyı büsbütün artırmaktadırlar.

### **2.1.3. Yabancı Portföy Yatırımları**

Portföy yatırımları; gerçek ya da tüzel bir kişiliğin kendi ulusal sınırları dışında başka bir ülkede, o ülkenin menkul değerlerine, para piyasası araçlarına veya finansal türevlerine sermaye yatırmak suretiyle gerçekleştirdiği yatırım şeklidir. Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle hükümet tahvilleri ya da özel

kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi satın alınması şeklinde gerçekleşir. Ayrıca, para piyasası araçları ile finansal türevleri içermektedir.

Portföy yatırımları kalemi varlık ve yükümlülük ana başlıkları altında;<sup>45</sup>

- Hisse Senetleri
- Borç Senetleri
- Tahvil ve senetler
- Para piyasası araçları
- Finansal türevler

ayırımında ve sektörel dağılımı da içerecek şekilde sınıflandırılmaktadır.

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini öncelikli olarak diğer yabancı sermaye hareketlerinden ayıran nokta süresi olmaktadır. Parasal fonların, yabancı paraya çevrilerek bir yıldan kısa vadeli o yabancı ülkenin değerli kağıtlarının satın alınması veya bunların yabancı bir ülkede banka hesabına yatırılması şeklinde gerçekleştirilmesidir. Bu tür sermaye yatırımlarının süresi 30, 60 ve 90 gün şeklinde olmakta ve genellikle spekülasyon amaçlarıyla gelmektedir.<sup>46</sup>

Kısa vadeli sermaye yatırımlarının spekülasyon bir yapıda gerçekleşmesinin en önemli nedeni, iç-dış faiz oranı farklılıkları ve/veya kurlardaki değişim beklentileri ile bunun sonucunda olumsuz bir durumla karşılaşıldığında o ülkeyi terk etme eğiliminde olmasından dolayıdır. Tercih edilen yatırım enstrümanlarında ki fonlar yarı likit durumda olduğu için kolaylıkla likide dönüştürülebilmekte ve yatırımcısına manevra rahatlığı yaramaktadır. Ticari bonolar, finansman bonoları, kısa vadeli banka mevduat hesapları, mevduat sertifikaları, ihracatçı ülkedeki ihracat bankasının ithalatçıya açtığı krediler, prefinansman kredileri, muhabir açıkları bu tür yatırım araçlarına örnek olarak verilebilir.<sup>47</sup>

---

<sup>45</sup> TCMB, **Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Örneği**, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/odemeler\\_dengesi.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/odemeler_dengesi.htm), s.1

<sup>46</sup> KARLUK, Rıdvan, **Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2000, s.235

<sup>47</sup> KARLUK, a.g.e., s.236



Yatırımcının, kısa vadeli sermaye hareketini gerçekleştirirken amacı sadece kazanç elde etmek değil, aynı zamanda onu muhafaza etmektir. Burada yatırımların likide dönüşerek başka bir ülkeye geçmesine neden olabilecek risklerin genelde politik riskler olduğu görülmektedir. Bu hareketler otonom nitelikli sermaye hareketleridir ve spekülatif hareketler olduğu için kolayca yön değiştirebilmektedir.<sup>48</sup>

Kısa vadeli sermaye yatırımlarının, girdikleri ülkelerin ödemeler dengesi, mali piyasaları ve dış ticareti üzerindeki etkileri 'sürekliliği düşük, değişkenliği yüksek' yapılarından dolayı, uzun vadeli yabancı sermaye yatırımlarına oranla daha büyük risk arz etmektedir. Eğer yatırımın gerçekleştiği ülke ekonomisinde dengeler zayıfsa ve istikrarsız bir piyasası varsa, bu akımlar daha büyük mali istikrarsızlığa neden olabilmekte, piyasaya girişlerinde ve çıkışlarında döviz kuru ve faiz haddi gibi iki temel değişkeni ve kredi hacmini etkileyebilmekte, ithalatın artmasına yol açarak sonucunda çevrilmesi güç dış borç stoklarına neden olabilmektedir.<sup>49</sup>

Kısa vadeli sermaye hareketleri kalemi, Merkez Bankası'nın dövize çevrilebilir mevduat, banker kredileri, muhabir açıkları ile ticari bankaların kabul kredileri, prefinansman kredileri, döviz tevdiat hesapları kurye kredisi ve ticari banka varlıkları kalemleri toplamından oluşur.<sup>50</sup> Kısa vadeli sermaye hareketleri yabancı sermaye yatırımları genellikle 'sıcak para' olarak adlandırılrsa da bu iki kavram tam olarak birbirlerini kapsamamaktadır. Ticari krediler, dış ticaretin finansmanını sağladığından bu tür, kısa vadeli sermaye akımları kapsamına dahil edilmemektedir. Bununla birlikte tahvil ihracını içeren sermaye piyasası kredileri hariç bütün menkul kıymet alım-satımları olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketleri portföy yatırımları ve kayıt dışı sıcak para olarak adlandırılan ödemeler bilançosunun 'net hata noksan' kalemi de eklendiğinde daha sağlıklı bir tanım ayırımına gitmek mümkün olacaktır.

Portföy yatırımlarıyla doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki oluşum ve süreç farklarına bakacak olursak; Bu iki uluslararası yatırım çeşidinin arasındaki temel fark, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında karar alma ve yetki verme yetileri direkt olarak

---

<sup>48</sup> ASLAN, a.g.e., s.63

<sup>49</sup> KAZGAN, Gülten, **Küreselleşme ve Ulus Devlet, Yeni Ekonomik Düzen: Ne Getiriyor? Ne Götürüyor? Nereye Gidiyor?**, İstanbul: Bilgi Üniversitesi, 2000, s.179

<sup>50</sup> AKYÜZ, Müfit, **Göstergelerle Ekonomik Durumun İzlenmesi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Uluslararası Ekonomik İlişkiler Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları, 1995, s.230

sermayedar olan yabancı şirketin elindedir. Ancak portföy yatırımlarında yönetimde doğrudan etkinlik ve karar alma konusunda söz sahibi olma mümkün değildir.

İkinci bir temel fark olarak da, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında sermayedar beraberinde kendi üretim teknolojilerini ve işletmecilik bilgilerini de beraberinde getirir. Portföy yatırımlarında mevcut imkânlarla sağlanan gelirden yararlanılmaya çalışılır.

Bu anlatılanlardan sonra şu sonuç ortaya çıkmaktadır; bir firma ulusal sınırları dışında yabancı pazarlara girmek istediği zaman önünde üç tane alternatif bulunmaktadır; ya ulusal sınırları içindeki üretimlerini ihracat şeklinde yabancı ülke pazarlarına sokacak, ya yabancı bir firmanın hisse senedini ya da özel tahvilini alarak karına ortak olacak veya yabancı doğrudan sermaye yatırımları ile o ülkede kendi üretimini gerçekleştirmeye başlamak şeklinde olabilir.<sup>51</sup>

Portföy yatırımları, yabancı sermayedar içinde yerli sermayedar içinde algılayış açısından aynı anlamı ifade etmektedir, buna göre yatırımcı; sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında belirli bir risk düzeyinde maksimum gelir elde edecek şekilde dağıtmaktadır. Yatırımcı bir yandan menkul değerlerin beklenen gelir oranı ile risk düzeyini karşılaştırırken bir yandan da tüm fonları bir kaynağa yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla araçlarını çeşitlendirmektedir.<sup>52</sup> Portföy yatırımlarında, yatırım kararını etkileyen en önemli unsur kar unsurudur, yine bu getirin beraberinde taşıyacağı risk unsuru da alınacak kararların şekillenmesinde önemli bir unsurdur.

Gelişmekte olan ülke piyasaları, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının etkinlik olarak gerisinde kalmaktadır. Yabancı sermaye girişi etkinliği artırıcı, rekabeti yoğunlaştırıcı bir rol oynayarak büyüme hızını artırmaktadır. Böylece dinamik kazançlar sağlanmaktadır. Dışa açık piyasaların, piyasa etkinliğini artırdığı bilinmektedir. Hacimleri küçük olmasına rağmen özellikle gelişmekte olan ülkelerin fonlarına olan talebin artması, etkin fiyatlamayı ve kaynak akışkanlığını olumlu etkilemektedir.

Yabancı sermayedar için, başka bir ülkede portföy yatırımı yapmaya iten en önemli üç değişken olan risk seviyesi, enflasyon ve döviz kurları arasındaki değişimlerden sonra

---

<sup>51</sup> TCMB, a.g.m.

<sup>52</sup> ASLAN, Nurdan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Evrim Yayınları, 1995, s.52

kendisine kalacak olan getiridir. Enflasyon oranı yüksek ülkeler, yatırım açısında risk teşkil ettikleri için enflasyon oranının üzerinde bir faiz uygulamasına giderler. Bu durum, yabancı yatırımcılar için, kendi gelişmiş piyasalarında elde edemedikleri faiz oranını elde etmek için bir fırsat niteliğindedir. Çünkü gelişmiş ülkelerin piyasalarında, örneğin hisse senetlerinin satımından gelecek olan gelirler, o şirketlerin finansmanında çok büyük yer tutmadığı için sağladığı gelirlerde ki değişme yüzdesi de, risk seviyesi de gelişmekte olan bir ülkede ki şirketin getiri yüzdesine göre daha düşüktür. Sonuçta enflasyon oranı yüksek olan bir ülkenin yabancı sermaye çekmeyi başarabilmesi için, faiz oranının enflasyonun ve dolayısıyla ulusal paranın dış değerindeki düşüş oranından daha yüksek bir oranda belirlenmesi gerekmektedir.<sup>53</sup>

Neo-klasik teori bağlamındaki düşünce yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi (dış finansal serbestlik) sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir.

İşte finansal liberalleşmeye bağlı olarak bu beklentiler doğrultusunda gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, tahvilleri, mevduat sertifikası, ticari kağıt ve hisse senedi) gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir. Portföy akımlarının çoğunun 1980'li yılların borç krizinden itibaren sürekli gelişmekte olan ülkelere yönelmesi gelişmekte olan ülkeler açısından yatırımcıların bu ülkelere duyduğu güven olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının bu hızlı artışının nedenleri arasında bir yandan OECD ülkelerinde devresel olarak gevşek bir para politikasının izlenmesi uluslararası faiz oranlarındaki düşme ve buna bağlı olarak büyüme hızındaki azalma (itiş etkisi), bir yandan da yeni gelen yatırım fırsatlarının (çekme etkisi) etken olduğu gösterilmektedir. Bununla birlikte, portföy yatırımlarındaki artışta gelişmekte olan ülkelerdeki özelleştirme programları (Arjantin'de olduğu gibi) ev sahibi ülkenin kredi değerliliği ve gerçekleştirilen kurumsal reformlarında

---

<sup>53</sup> SEYİDOĞLU, a.g.e., s.506

(Meksika'da olduğu gibi) yüksek kazanç beklentilerini artırarak bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının gelişiminde etken olmuştur.<sup>54</sup>

Günümüzde ekonomilerin uluslararası piyasalarla entegre olmasına yardımcı olacak, verimliliğini artıracak bazı portföy hareketlerinin oluşması, o ülkeler için faydalı da olabilmektedir. Birçok kalkınmakta olan ülke 80'li yıllardan itibaren büyük sermaye akımlarına konu olmuştur. Bu sermaye akımlarının çoğu; tahvil, özkaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonusu şeklinde kısa vadeli portföy yatırımları şeklindedir. Ancak günümüzde, portföy yatırımlarının vadeleri uzamış, orta ve uzun vadeli yatırım araçları haline almışlardır.

Uluslararası sermaye hareketleri, makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı aşırı duyarlıdır. Aşırı sermaye girişi karşısında değer kazanmış yerli para uluslararası sermayenin bu duyarlılığına bağlı olarak kaçması sonucunda değer kaybına uğramakta ve finansal krizler yaşanmaktadır. Bir diğer ifadeyle; portföy yatırımları ile döviz kurları ve menkul kıymet fiyatları arasında yakın bir ilişki vardır. Nitekim yapı olarak istikrarsızlık potansiyeli taşıyan bu iki piyasa, portföy yatırımları ile birbirine bağlanmakta ve karşılıklı etkileşim sonucunda finansal krizler doğurduğu gibi aşırı dalgalanmalar, döviz rezervlerine bağlı olarak da ödemeler dengesi krizlerine yol açmaktadır.

Portföy yatırımlarıyla ilgili eleştirel açıdan bakılan başka bir noktada, bu akımların beraberinde aşırı sermaye girişi bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü ve dış ticaret dengesini olumsuz etkilediği ileri sürülmektedir. Bu da ekonomiyi ithalata bağımlı bir hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayi olumsuz etkilenerek uluslararası rekabette geriye düşmektedir. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle devalüasyon beklentisi içine girilmesi, sermaye kaçışına neden olduğu gibi hem finansal piyasaları hem de doğrudan sermaye yatırımlarına yönelik sermaye girişini de olumsuz yönde etkilemektedir.

---

<sup>54</sup> DURUSOY, Serap, **Finansal Serbestleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>, Temmuz 2000

Bütün bunların dışında yine karşı çıkanların başka bir görüşü de finansal liberilazasyona bağlı olarak artan yabancı portföy yatırımlarının, reel getirilerin önemini yitirerek spekülâtif güdülerin üretken yatırımlara baskın çıkması ve sermaye denetimini engellemesi ile birlikte sermaye piyasalarında krizler doğurmasıdır. Bu krizler ise kısa bir süre sonra uluslararası nitelik kazanarak ulusal ekonomik politikadaki denetimi de güçleştirmektedir diye savunmaktadırlar.<sup>55</sup>

**Tablo 2.4:** Uluslararası Mali İşlem Yapan Başlıca Kurumlar ve Kullandıkları Başlıca Araçlar

<b>Fon arz ve Talep Eden Kurum</b>	<b>Finansman Aracı</b>
Ticari ve Sınai İşletmeler	Dış Ticaret Kredileri, Banka Kredileri Kısa vadeli sermaye hareketleri Bonolar, Orta-Uzun Vadeli Bono Yabancı Şubeden Krediler, Hisse Senetleri
Bankalar ve Özel Mali Kurumlar	Mevduat hesapları, Kabul Kredileri Kısa vadeli sermaye hareketleri Bonlar, Orta-Uzun Vadeli Bono Yabancı Şube Kredileri, Hisse Senetleri
Hükümet Kuruluşları	Hazine Bonoları, Devlet Tahvilleri Hükümetler Arası Krediler Uluslararası ve Bölgesel Krediler

**Kaynak:** Halil Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.498

<sup>55</sup> DURUSOY, a.g.m.,

## A- Sıcak Para

Ülkelerarasındaki faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki değişimleri yakından izleyerek spekülasyon amaçlı portföy yatırımlarında bulunulması “sıcak para” olarak adlandırılır. Yukarıda da belirttiğimiz gibi her kısa vadeli sermaye yatırımı, sıcak parayı teşkil etmemektedir. Bu nedenle bir ülkedeki finansal işleyiş içerisinde sıcak paranın niteliğine maddeleştirerek bakarsak,<sup>56</sup>

1 - Sıcak para sadece yurtdışından gelen para değildir. Yurtiçinde de bu nitelikte fonlar vardır. Tanımı gereği çok kısa sürede dövizden ülkenin parasına veya ülke parasından dövize dönen tutarlardır. Yüksek getiri peşinde koşarlar. En basit dedikodulara ve söylentilere hassastırlar. Bir sinirlilik halinde ülkeden çıkabilirler veya çıkmayabilirler. Ama pozisyon değiştirirler.

2 - Bu çerçevede, yurt içinde açılan döviz mevduatları veya yerel para hesapları da sıcak para kapsamına girebilir. Yüksek getiriyi o ülke parasında buldukları için mevduat veya repo şeklinde faizden ve döviz kuru düzeyinin oynaklığından para kazanmaya çalışırlar. Bir karışıklık veya kriz durumunda, davranışları yurtdışından gelen fonlara benzer. "Sürü psikolojisi" bunlarda da geçerlidir.

3 - Aynı şekilde, o ülkenin mukimlerden Hazine kağıtlarına yatırım yapan birey ve kurumların bazıları da potansiyel sıcak paracılarıdır. Ürktüklerinde veya tetiklendiklerinde portföy değiştirebilirler. Dövize geçebilirler. Hazinesinin piyasada işlem gören nakit bazlı bono ve tahvillerinden, yabancıların sahip olduklarının dışındaki, tutar yaklaşık 100 milyar dolar civarındadır.

4 - Yabancıların hisse senetlerine yatırımları sıcak nitelikte paralar olmayabilir. Bunlardan birçoğu uzun dönemli yatırım saiki ile o ülkeye gelmiş olabilir. Kriz sırasında ülkeden gitmeyebilirler.

---

<sup>56</sup> ERÇEL, Gazi, **Sıcak Paranın Miktarı**, <http://www.sabah.com.tr/2005/03/28/yaz1350-30-124.html>, Mart 2005

5 – O ülkede ikame edenlerin kişilerin hisse senetleri yatırımları içinde de sıcak nitelikte olanlar bulunabilir.

6 - Özel sektörün miktarı bilinmeyen açık pozisyonları da sıcak para gibi etki yapabilir . Bu firmalar sıkıntılı dönemlerde fazla zarar görmemek için "sürü psikolojisi" gereği dövize dönebilirler veya ekonomik durumu istikrarlı olarak nitelerlerse, açık pozisyonlarını artırabilirler.

7 - Gözlemler, sıcak paracıların en çok hazine bono ve tahvillerine yatırım yaptıklarına işaret etmektedir.

Sıcak para hareketlerini muhasebe kayıtlarından takip etmek çok güç olsa da mümkündür. Bu hareketler içinde resmi olarak direkt gözlenebilen kalemleri, ödemeler dengesinde sermaye hareketleri kalemindeki kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları kalemleri içersinde görebiliriz.Burada bir diğer önemli nokta, mali sermaye hareketlerini bu resmi boyutuna ilave olarak bir diğer boyutta ödemeler dengesi içinde ‘net-hata noksan’ kaleminin de bu sıcak para hareketlerine konu olmasıdır. Dünya Bankası da, sıcak para hareketlerini ölçerken bu kalemi kullanmaktadır.

Sıcak paranın bir ekonomiyi tehdit etmesindeki en büyük etken istikrarsızlıktır. Ülkeye girecek olan istikrarsız sıcak para akımlarının bol olduğu dönemde, ulusal para aşırı değerlendirilmektedir. Bu kısa vadeli sermaye akımları, ulusal piyasalardaki göreceli yüksek faize ve kurların yavaş artması anlamına gelen kur çıpasına yönelirken kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal parayı yabancı piyasalar karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Bu zincirleme finansal reaksiyonların sonucunda ithalat malları ucuzlamakta, yine tam aksi yurt içi üretim maliyetleri arttığı için azalmakta ve ithalata yönelmektedir. Tüm bunlar, cari işlemler açığını büyütmektedir. Sonuçta bu sıcak para hareketleri iktisadi büyüme ve kalkınmayı olumsuz yönde etkileyip, ekonomiyi dışa bağımlı hale getirebilmekte ve döviz kuru ile reel faiz arasındaki hassas dengeleri bozması sonucu büyük ekonomik krizlere neden olabilmektedir.<sup>57</sup>

---

<sup>57</sup> SOY, Murat, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**,  
[www.metu.edu.tr/home/strat/gruplar/editor/editorden1.htm](http://www.metu.edu.tr/home/strat/gruplar/editor/editorden1.htm) , Şubat 2003

Bu tür kısa vadeli sermaye akımlarını önlemek için değişik fikirler ortaya atıldı. ABD'nin California Berkley Üniversitesi'nden Barry Eichengreen ve Omar Choudhry bu konuda standart menüyü ortaya koyup tartışmışlar. Tartışma tebliğlerini de Merkez Bankası toplantısında rapor olarak sunmuşlardır. Eichengreen ve Choudhry'e göre, sıcak parayı önleme menüsü yedi önemli noktada toplanmaktadır;

- Döviz kuruna daha fazla esneklik tanıma,
- Sermaye hareketlerine sınırlama getirme,
- Denetim sistemini güçlendirip bu konuda yoğunlaştırma,
- Merkez bankasının gelen dövizleri satın alması (sterilizasyon),
- Faizi düşürerek "gevşek" para politikası izleme,
- Faiz dışı fazlayı arttırıp sıkı maliye politikası uygulama,

Bu iki akademisyene göre, yukarıda sıralanan önlemler birçok ülkede yürürlüğe kondu. Sonuçta, tek başarı sağlanan alan sıkı maliye politikası oldu. Diğer önlemler, sıcak parayı kalıcı bir biçimde engelleyemediler veya daha başka sakıncalar ortaya çıkardılar. Sonuçta sıcak parayı önlemenin tüm yükü maliye politikasının üzerine bindi. Birçok ülkede, döviz kuruna esneklik verildikten belirli bir zaman sonra kurdaki oynaklığın azaldığı gözlemlendi. Bu eğilime, kurun diğer paralara karşı değer kazanma yönünde hareket etme niteliği de katılınca, sıcak paracılar için kurun düzeyini tahmin etmek basitleşmeye başladı. Onlar için daha da iyi para kazanma olanakları ortaya çıktı. Sıcak paraya sınırlama getirme girişimleri ise, Şili hariç, başarılı olamadı. Denetimin gecikmeli sonuçları ve sıcak paranın değişik finansal araçlar yoluyla ülkelere sızma yeteneğinin deneticilerce anlaşılması zorlukları, bu önlemi de saf dışı bıraktı. Faiz oranını düşürme, iç paranın değer kazanmasını bir ölçüde önleyip, rekabetçilik düzeyinin daha aşağıya inmesine mani olurken, e yandan iç talebi uyararak enflasyonist beklentileri canlandırma tehlikesini ortaya çıkardı. Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak için en fazla ihtiyaçları olan kredibiliteleri zarar gördü. Analizi yapan Eichengreen ve Choudhry'e göre, bu deneyimler sonucu elde sadece maliye politikası ve onun yüksek faiz dışı fazla önlemi kaldı. Bu yol ile kamunun tasarruflarını



arttırıp daha az dış kaynağa gereksinim duyulduğu takdirde, dış kaynak ve dolayısıyla sıcak para bir ölçüde frenlenebiliyor.<sup>58</sup>

## **B- Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yatırım Şekilleri**

Kısa vadeli sermaye hareketleri, uluslararası faiz ve kur değişikliklerinden kar ve faiz geliri elde etmek amacıyla yapılmaktadır. Buna göre kısa vadeli sermaye hareketlerini 'spekülatif' ve 'arbitraj' olarak iki grupta toplamamız mümkün olacaktır.

### **a-Spekülatif Amaçlı Yatırımlar**

Spekülasyon amaçlı yatırım akımlarını en basit şekilde döviz kurundaki ve fiyat-faiz oranlarındaki değişimlerden kar sağlamak amacıyla gerçekleştirilen yatırımlar olarak tanımlayabiliriz. Buradaki yatırım, girişimcinin kendi tahminlerine ya da genel beklentilere dayanarak fiyatında yükselme beklediği finansal enstrümanı satın alması yine aynı şekilde fiyatında düşme beklediği enstrümanı satması yoluyla gerçekleşmektedir. Tahmin ve beklentiler doğruysa kişi kara geçer, tersi durum söz konusu olursa girişimcinin kaybı olur. Spekülasyona konu olan varlıklar, fiyatlarının volatilitesi yüksek, kolay taşınan ve bozulmadan saklanabilen tüm mallar veya finansal varlıklardır.<sup>59</sup>

Ekonomik ve mali açıdan bakıldığında, küresel para piyasası; döviz işlemleri, küresel bonolar, kredi kartları gibi gittikçe artan miktarda spekülatif araçlardan oluşmaktadır. Günü 24 saatinde trilyonlarca dolar dünyanın belli başlı döviz piyasalarında saniyenin binde biri oranında hızlarda veri bitleri şeklinde dönmektedir. Bu baş döndürücü tutarın sadece yüzde 10 kadarı mal ya da hizmet ticareti ile ilgilidir. Uluslararası para trafiği kendi başına bir amaç, son derece kazançlı bir oyun haline gelmiştir. Günün birinde teknolojinin eğlence sektörü dışındaki kumarın hizmetinde kullanacağı yolunda düşler olan John Maynard Keynes, kendi ifadesiyle bu kumarhane ekonomisinin yükselişini öngörmüştür. Bankacılık etkinlikleri gittikçe daha fazla küresel ve daha spekülatif hale gelirken, milyonlarca insanın ve milyonlarca küçük işletmenin kredi gereksinimleri karşılanamamaktadır.<sup>60</sup>

<sup>58</sup> ERÇEL, Gazi, **Sıcak Parayı Önleme Mönüsü**, <http://www.sabah.com.tr/2005/05/25/yaz1350-30-131.html>, 25.05.2005, s.1

<sup>59</sup> SEYİDOĞLU, a.g.e., s.304

<sup>60</sup> AKIN, Bahadır, **21. Yüzyılın Eşiğinde Küreselleşme ve Küresel İşletmeler**, [http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=262](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=262), 2002

Genel anlamda, spekülasyonların üç çeşit özelliği bulunmaktadır; birincisi, her çıkışın bir inişinin olması, bunun da doğal sonucu olarak yaptığı olumlu katkının ardından bir çöküşü de beraberinde getirebileceğidir. İkinci özellik olarak, spekülasyonun ‘ sıfır toplamı bir oyun ’ olmasıdır. Her kazananın karşısında bir kaybedenin olması bu sonucu doğurmuştur. Üçüncü özellik ise reel üretim kesimlerinde sermayenin kar haddi düştüğünde, her nesne üzerinde spekülasyonların yoğunluk kazanması, fonlara talep yaratılmasıdır.<sup>61</sup>

Spekülatif amaçlı yatırımlara yöneltilen eleştirilere genel olarak bakarsak, gelişmiş ülkelerin çeşitli fonlarda biriken paralarını daha hızlı ve daha büyük oranlarda paraya ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelere aktarıp yüksek kârlar elde etme olanağı artmıştır. Ancak sadece paradan para kazanma ilkesine dayalı bu tür fonların hareketliliğinin üretime doğrudan hiçbir katkısının olmamasının yanı sıra, spekülatif amaçlı olarak denetimsiz hareketliliği sonucu gelişmekte olan ülke piyasalarının zarar görmesine neden olduğu da bilinen bir gerçektir. Yüksek kâr peşinde koşan bu tür "küreselleşmiş" fonların en büyük zararı, Gelişmekte olan ülkelerde üretilen katma değer önemli bir kısmının Gelişmiş ülkelerdeki merkezlerine aktarılması, yani refahın transferi olmuştur. Çünkü Uzak Doğu ülkeleri, Latin Amerika ve Türkiye örneklerinde görüldüğü gibi bu tür fonlar en ufak bir “olası” risk tehlikesinde bile geride nasıl bir tahribat bıraktıklarına aldırmadan “liberalleştirilmiş küresel kanallardan” kaçmayı tercih etmektedir.<sup>62</sup>

Kötü örnekleri temel alarak, ülkelerin kendi ekonomilerinin kapılarını spekülatif amaçlı yatırımlara denetimsiz ve kuralsız olarak açmadan önce kamu yatırım ve tüketim harcamalarının kısması, kamu teşekküllerinin özelleştirmesi, sübvansiyonlara son vermesi ve dış ticaret dengesinin sağlamış olması gerekmektedir. Ancak, 1990’lı yıllarda Meksika ekonomisinin kamu açığı ve dış ticaret açığı olmamasına rağmen finansal bir kriz içerisine girmesi, krizlerin arkasında sadece kamu açığı ve dış ticaret açığını görmenin yeterli olmadığına işaret etmektedir. Konuya bu boyutu ile bakıldığında, kısa vadeli sermaye akımlarının finansal bir krize yol açmaması için finansal ve mali serbestleşmeden önce finansal sektörlerin finansal altyapısının sağlam temellere oturtulması gerekmektedir. Yani, etkin bir fon aktarım mekanizmasının olması gerekmektedir.

<sup>61</sup> KAZGAN, Gülten, *Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye’nin Yeri*, İstanbul: Altın Yayınları, 1995, s.95

<sup>62</sup> GÜRAK, Hasan, *Küreselleşme Nereye Götürüyor? Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Verimlilik ve Gelir Dağılımı*, İstanbul: Verimlilik Dergisi, Şubat 2003, s.2

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmenin beraberinde artan portföy yatırımlarının ve diğer kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı dalgalanmalarının beraberinde getirdiği krizler, spekülasyonun üretken yatırımlara baskın çıkmasının yarattığı gelir dağılımı bozukluğunun giderilmesinde Gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerinin gerekliliği yönünde çözüm önerileri getirilmektedir. Çünkü üretimdeki kayıp beraberinde istihdam oranlarında ki düşüşü ve gelir dağılımındaki bozulmayı da beraberinde getirdiği için ekonominin temel dengeleri köklü şekilde olumsuz etkilenmektedir. Küresel bazda öne sürülen çözüm önerilerinin bir kısmı ulusal nitelik (katlı kur uygulaması, miktar kısıtlaması, bankaların döviz yükümlülüklerinin sınırlandırılmasına yönelik olarak munzam karşılık oranlarının konması, vs.) bir kısmı da küresel nitelik (Tobin vergisi) gösterilmektedir. F. R. Kennedy'nin eski danışmanı Keynesçi iktisatçı, 1981 Nobel iktisat ödülü sahibi James Tobin, dövizlerin çevrilmesini içeren bütün uluslararası kambiyo işlemlerini etkileyecek bir verginin uygulanmasını önermiştir. "Söz konusu vergi hem alımda hem de satımda izlemelerin amacı ne olursa olsun devreye girecektir. Başlangıçta bu verginin sadece cari piyasada uygulanması düşünülmüş fakat bu piyasada var olan kaçamak yolların çokluğu verginin diğer tüm piyasaları kapsaması gerektiğini ortaya koymuştur" (Cari işlemler, vadeli işlemler, döviz trampları gibi). Tobin'e göre bu vergi, uluslararası düzlemde bütün ülkelerde aynı oranda alınmalı ve değişik hükümetler tarafından kendi toprakları üzerinde gerçekleşen döviz cinsi ne olursa olsun bütün işlemler için uygulanmalıdır. Bu vergi spekülasyonu yavaşlatacaktır. Çünkü verginin maliyeti aktifin elde tutulma dönemine göre tersi orantılıdır. Hesap durumu ne kadar kısa vadeli olursa, vergi maliyeti de otomatik olarak o kadar fazla olacaktır.<sup>63</sup>

### **b-Arbitraj Amaçlı Akımlar**

Herhangi bir menkul kıymetin, dövizin veya malın bir piyasadan alınıp diğer bir piyasada satılarak (kıymetler birbiri ile değiştirilerek) risksiz bir şekilde kar edilmesi işlemidir. Dar anlamda arbitraj, döviz piyasasında geçerli olmakta ve "kambiyo arbitrajı" adını almaktadır. Farklı kurların olduğu iki ayrı döviz arasında arbitraj yapılabileceği gibi, çapraz kurlar vasıtasıyla birden çok döviz arasında da arbitraj yapılabilir. Uluslararası sermaye piyasalarında düşük faizle kredi alıp, bu ödünç alınan fonları daha yüksek faizle başka alanlara kredi olarak vermek suretiyle de bir kazanç temin edilebilir. Bu işleme ise "faiz

---

<sup>63</sup> DURUSOY, a.g.m., s.2

arbitrajı” adı verilir.<sup>64</sup> Arbitraj işlemleri piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının azalmasına yol açar. Günümüzde iletişim teknolojisinin artması ve bilgiye ulaşma maliyetinin düşmesi ile piyasalar arası fiyat farklılığı son derece düşük olmakta, ortaya çıkan farklılıklar anlık olarak bu tür işlemlerle ortadan kalkmaktadır.<sup>65</sup>

Yukarıda değindiğimiz uzun vadeli ve kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarına yöneltilen eleştiriler, bu yatırımların taşıdığı risklerden ve alınan bu risklerin bu tez çalışması içinde değineceğimiz sonuçlarından kaynaklanmaktadır. Eğer bu farklı yatırım şekillerini, getiri ve risk oranlarında bir tablo yardımıyla gösterirsek;

**Tablo 2.5:** Çeşitli Sermaye Akımlarının Getiri ve Risk Durumu

Sermaye akımı	Yurtiçi yatırımlara katkısı	Verimlilik artışına katkısı	Tüketimin düzenlenmesi	Deformasyon	Kırılganlık
DYY	+	+	+	~	...
Hisse senedi portföy yatırımları	~	+		~	+
Bono,tahvil portföy yatırımları		+	+	~	+
Uzun vadeli dış kredileri	+	~		+	
Kısa vadeli dış krediler		~	~	+	+

**Kaynak:** Ebru Yalçın, İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2005, s.33

<sup>64</sup> AKTAN, Coşkun Can, **Tanıdan Tedaviye Ekonomideki Hastalıklar**, <http://ogrenci.hacettepe.edu.tr/~b0122202/Inetpub/wwwroot/iktisat/ehastalik.htm>, 2002

<sup>65</sup> TCMB, **Finansal Terimler Sözlüğü**, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.htm>, 2005

Bu tablodan da anlaşıldığı üzere bir ülkeye giren yabancı sermaye şekilleri içinde gerek üretim kapasitesine, gerekse istihdam oranlarına en önemli katkıyı yapan, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Yatırım gerçekleştirdiği ülkede, üretim tesisi kurması ve yerel kişiler arasında kendisine çalışanlar seçmesi nedeniyle öncelikli tercih edilen ve çekilmeye çalışılan yatırım şeklidir. Örneğin bir ABD kökenli firma olan Nike'ın, Malezya'da spor ayakkabılarını üretmesi veya Efes Pilsen'in Rusya'da fabrika açması verilebilir. Burada bu konuyla ilgili tabloda görülmeyen ama çok eleştirilen konu ise istihdam oranını artırmasına rağmen refah seviyesine katkıda bulunmaması ve o ülke işçilerini yine çok düşük ücretle çalıştırmasıdır. Burada kendi içinde ironi bulunmaktadır, çünkü yatırımcıyı o ülkeye çeken etmenlerin de en önemlisi düşük işgücü maliyeti olduğu için kendi kar optimizasyonları doğrultusunda bu şekilde davranmak durumunda kalmaktadırlar. Yine tabloda kısa vadeli yatırımların kırılğan olduğunu görmekteyiz. Bu daha önce belirttiğimiz oluşabilecek çeşitli riskler karşısında buradaki fonların yön değiştirme olasılığının yüksek olmasından kaynaklanmaktadır.

### **C- Portföy Yatırım Kararını Etkileyen Etmenler**

Portföy yatırımlarında amaç, diğer girişimlerde olduğu gibi minimum risk seviyesinde maksimum karı elde etmektir. Zaman içinde menkullerin gelir oranları, risk düzeyleri ya da yatırım fonlarının miktarlarında bir değişme olursa aynı ilkeler çerçevesinde portföyünde düzenlemeler yaparak yatırımcı, yeni bir dengeye ulaşacaktır. Bu duruma göre portföy yatırımı kararını etkileyen etmenler;

#### **a- Beklenen Getiri Oranları**

Bir menkul değer getirisini, onun sağlayacağı faiz veya dividant gelirleri ile sermaye kazanç veya kayıpları toplamından oluşur. Tahviller, özel veya kamu kuruluşlarının sabit borçlarını ifade eder. Bunların karşılığında ödenecek faiz oranları ise genellikle önceden belirlenir, oysa hisse senetlerinin getirisini olan temettüler, işletmenin karına bağlı olduğu için önceden belli değildir. Yabancı yatırımcı kendisine en yüksek getiriyi getirecek menkul kıymetlerle portföyünü oluştururken 'beklenen' veya 'tahmin edilen' getiri oranları üzerinden değerlendirmeleri yapılır.

## **b- Öngörülen Risk**

Portföy yatırımı yapılırken alınan risk çok çeşitli nedenlere dayanmaktadır. Birincisi, ihraç eden kurumun iflas etmesi, faiz ve anaparayı ödeyememesinden kaynaklanan ‘ticari risk’ tir. İkincisi, yabancı paraya bağlı tahvillerde o paranın ulusal para karşısında değer kaybetmesi nedeniyle uğranılabilecek kayıptır ki buna ‘kur riski’ denir. Üçüncüsü de yine yabancı tahvillerin satın alımında ilgili ülke hükümetinin koyacağı kambiyo kısıtlamaları ile yatırımcının fonlarını yurt dışında dondurması riskidir. Buna ‘politik risk’ denir. Bu üç risk unsurunu önceden tam olarak kestirmek mümkün değildir. O bakımdan yabancı yatırımcının her menkule atfedeceği risk düzeyi onun tahminlerine bağlı olup tamamen kişisel bir nitelik taşımaktadır.

## **c- Portföy Tahsis Kararı**

Fonlarını başka bir ülkeye taşıyan yatırımcı, minimum rizikoda maksimum getiri elde etmek için yatırım yapacağı ülkenin tüm menkullerinin gelir ve riziko durumlarını değerlendirir. Ancak gelir-risk ilişkisinde yatırımcıların farklı davranışlar gösterebilmesi mümkündür. Bu durumda riskten kaçınan fon sahipleri, yatırımlarını spekülatif dalgalanmalardan uzak ve daha istikrarlı gelişimi olan piyasalara, yani gelişmiş ülkelerin piyasalarına yönlendirirler. Bu tarz yatırımcılar riski azaltmak adına daha düşük gelirlere razı olmaktadır, genel olarak yatırımlarını da o ülkenin tahvilleri ağırlıklı olarak gerçekleştirirler. Bir de bunların tam tersi yapıda, risk almaktan kaçınmayan yatırımcı türü vardır. Bunlar, yüksek gelir elde etmek amacıyla risk seviyesi de yüksek menkul kıymetlere ve piyasalara yatırım yapmaktan kaçınmamak yolunu seçerler.

## **d- Portföy Dengesinde Kayma**

Burada yatırım yapılan yabancı ülke piyasalarında ki gelişmelerin ve değişmelerin bükülüğü önemlidir, çünkü yabancı yatırım elindeki fonu gelir ve risk seviyesi ile kişisel tercihlerine göre çeşitli menkullere dağıtarak bir portföy oluşturur. O ülkenin piyasalarında az önce bahsedilen risklerden biri gerçekleşirse denge noktası değişecektir ve yatırımcı yeni

denge noktasına gelebilmek için yeniden düzenleme yapmak durumunda kalacaktır. Ancak şartlar sabit kaldığı sürece bu denge durumu de değişmez.<sup>66</sup>

## **D- Portföy Yatırımlarının Sürekliliği**

Gerek doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gerekse yabancı portföy yatırımları, küreselleşme sürecinin bir türevi olan finansal entegrasyonun oluşmasıyla beraber ekonomisi dengede olan ülkelere hem daha fazla yatırım fırsatı sağlayarak hem de uzun planda ekonomide makro dengeyi sağlayarak büyümeye yardımcı olmaktadır. Portföy yatırımlarının bir ülkenin piyasasına uzun vade de devam edip etmeyeceği şu unsurlara bağlıdır;

- İstikrarlı bir makro ekonomik ortamın sürdürülüp sürdürülemeyeceğine,
- Bu akımların, istikrarsız tüketim ya da istikrarlı yatırım alanlarında ne oranda kullanıldığına,
- Bu sermaye girişlerinin beraberindeki döviz girişlerinin, hızla ihracat artışına yol açarak, geri ödeme kapasitesine iyileştirip iyileştirmeyeceğine
- Uzun dönemde de, yatırımcılar ile istikrarlı bir politik ve ekonomik ortamın sürdürülüp sürdürülemeyeceğine göre değişir.

İstikrarsız portföy yatırımı akımlarına ilişkin endişelerin henüz giderilememesine rağmen, bazı iktisatçılar bunların abartıldığını ileri sürmektedirler.<sup>67</sup>

## **2.2. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Makro Ekonomik Temel Yapıya Etkileri**

### **2.2.1. Ödemeler Bilançosu Dengesi**

Ödemeler bilançosu, aynı ulusal sınırlar içerisinde yerleşik olarak yaşayan kişilerin, belirli bir vade içinde başka ülkelerdeki yerleşik kişilerle yaptıkları genel olarak tüm

---

<sup>66</sup> SEYİDOĞLU, a.g.e., s.502

<sup>67</sup> ASLAN, a.g.e., s.93

ekonomik işlemlerin nihai sonucunu gösteren sistematik bir kayıt sistemi olarak tanımlanabilir.<sup>68</sup> Yerleşik kavramı her ülkede farklı yasal düzenlemelere bağlı olarak, farklılaşmaktadır. Vergi yasalarına göre yerleşik, vergi mükellefi olarak, bir ülkede altı aydır. Ödemeler dengesi açısından ise bir ülkede bir yıldan daha fazla süre ile ikamet eden kişi ve tüzel kişiler yerleşiktir. Burada yerleşik kişi tanımı içinde kısmen de olsa çok uluslu şirketlerde bulunmaktadır. Bu şirketler genel prensip olarak ana merkezlerinin bulunduğu ülkenin sakinleri sayılmaları ve bilançoda bu şekilde gösterilmeleriyle beraber başka bir ülkedeki şube ve temsilcilikleri de o ülkenin şirketleri sayılır, muhasebe kayıtlarında da bu şekilde yer alırlar.

Tablonun daha rahat görülebilmesi için ödemeler bilançosu bir yıllık dönemler için tutulur. Bu dönem içerisinde diğer ülkelerle yürütülen hem ekonomik hem de mali işlemlerin sonuçları görülür ki bu işlemler sadece mal ve hizmet transferleri değildir. Burada mal ve hizmetlerin yanı sıra üretim faktörlerine ilişkin işlemler de kapsam dahilindedir. Bu nedenle ülkeler arası mal ve hizmet ticareti, ülkeler arası kısa ve uzun vadeli sermaye akımları, ülkeler arası emek piyasası hareketleri ve teknoloji transferleri ödemeler bilançosunu oluşturan rakamların adresleridir.

Dış ödemeler bilançosunun dengede oluşu veya açık vermesi, o ülkenin uluslararası arenadaki ödeme gücünü de gösterir. Ödemeler bilançosu, o ülkenin uyguladığı ekonomik ve mali politikalarda ne kadar başarılı olduğunun ve yine o ülkenin refah seviyesinin ne düzeyde olduğunun bir göstergesidir. Buradan önemli nokta, o ülkenin sonuçta refah seviyesinin yüksek olabilmesi için istihdam ve enflasyon oranlarının istenen düzeyde olması, fiyat ve döviz kuru istikrarı gibi temel değişkenlerin olumlu seyretmesi gerekmektedir. Bunların genel bir yansıması olan ödemeler bilançoları, bu nedenle bize ülkelerin ekonomileri hakkında önemli ipuçları vermektedir, ayrıca alınabilecek yatırım kararlarına da yol göstermektedir.<sup>69</sup> Burada eğer ödemeler bilançosunu formülize ederek göstermek istersek,<sup>70</sup>

$B = X - M + F = 0$  olarak gösterebiliriz.

$B = \text{Ödemeler Bilançosu}$

$X = \text{Otonom İhracatı}$

---

<sup>68</sup> SEYİDOĞLU, a.g.e., s.383

<sup>69</sup> KARLUK, a.g.e., s.220

<sup>70</sup> PARASIZ, İlker, **Para Politikası**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1996, s.123



M = İthalat

F = Sermaye Girişi

Ödemeler bilançosu kayıtları, çift taraflı muhasebe sistemine göre tutulduklarından dolayı muhasebe anlamında her zaman dengededir. Ekonomik anlamda ise dengede olmayabilir.

Genel Olarak,

Pozitif (+) girişler,

Mal ve Hizmet İhracını

Finansal Kalemlerde (hesaplarda)

- Yükümlülük artışını

- Varlık azalışını

Negatif (-) kayıtlar:

Cari işlemlerde, reel kaynak (mal ve hizmet) ithalini

Finansal işlemlerinde;

- yükümlülük azalışını

- varlık artışını gösterir.<sup>71</sup>

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ödemeler bilançosu üzerindeki olumsuz etkilerine baktığımızda, kısa dönemde pozitif bir etki yaptığımız ancak uzun dönemde sağlam bir mali ve ekonomik yapısının bulunmaması durumunda açıkların daha da büyümesine neden olmaktadır. İlk planda ülkeye sermaye girişi ve parasal taban genişlemesi nedeniyle ödemeler bilançosu alt kalemlerinde cari işlemler açıkları kapanmaktadır. Ancak bu sermaye girişi devamında döviz bolluğunu da beraberinde getirmektedir. Döviz kurundaki volatilitenin artması ve yerli paranın aşırı değer kazanması bir ülke açısından çok kötü sonuçlar doğurabilir. Bunların en önemli, yerli üretimin pahalı olup ülke ekonomisinin ithalata dayalı hale gelmesidir. Düşük kur ve yüksek faiz uygulaması kısa vadeli sermaye hareketleri girişini

---

<sup>71</sup> ACAR, Sadık, **Ödemeler Bilançosu**, <http://www.deu.edu.tr/userweb/sadik.acar/dosyalar/ob.doc>, 2006

hızlandırmaktadır. Böylece değişken kur uygulamasının ihracatı özendirip, ithalatı caydırma etkisi beklentisi kısa vadeli sermaye hareketleri ile ters dönmektedir.<sup>72</sup>

**Tablo 2.6:** Gelişmekte Olan Ülkelerin Ödemeler Dengesi ( Milyar Dolar)

	Cari İşlemler Dengesi	Toplam Sermaye(Net)	Net Resmi Kısa vadeli sermaye hareketleri	Net Özel Kısa vadeli sermaye hareketleri
1992	- 85	124	22	102
1993	- 127	157	49	108
1994	- 87	150	25	125
1995	- 98	174	31	143
1996	- 74	188	8	180
1997	-58	155	23	132
1998	- 94	99	43	56
1999	- 24	74	31	53

**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook 2000, www.imf.gov.tr

Buradan yola çıkarak daha öncede bahsettiğimiz gibi ödemeler bilançosunun, bir ekonomideki birçok dışlıden oluşan mekanizmanın işleyişinin bir sonucu olduğunu görebiliriz. Kısa vadeli sermaye akımları girişleriyle beraber yukarıda değindiğimiz olumsuz katkıların beraberinde döviz kuru belirsizliklerinin olduğu ve ihracat olanaklarının arttırılmadığı şartlarda, toplumda enflasyonist bekleyişler de artmaktadır. Enflasyonist bekleyişlerin arttığı koşullarda ulusal reel yatırımlar ve dolayısıyla reel büyüme oranları azalmaktadır. Yabancı finansal aktiflerin yatırımcıların portföylerindeki payları artmaktadır. Söz konusu şartlar altında hükümetlerin ihracat olanaklarını arttırmak amacıyla devalüasyona başvurmaları, ithalat olanaklarının azalmasına ve fiili çıktı seviyesinin potansiyel çıktı seviyesinin altında kalmasına neden olmaktadır. Bu durum, reel ücret ve reel servet düzeyini azaltmakta, faiz oranlarını ise yükseltmektedir.<sup>73</sup> Döviz kurunun fiyatlar genel seviyesi üzerindeki güçlü etkisi sebebiyle, döviz kuruyla ilgili politikaların anti enflasyonist politikalar

<sup>72</sup> UZUNOĞLU, Sadi, AKLİN, Kerem, GÜRLESEL, Fuat, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ükelere Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1995, s.67

<sup>73</sup> AKLAN, Nejla Adanur, **Dış Borçlanma Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Etkin Bir Finansman Yöntemi midir?**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2002/disborclanma.htm>, Temmuz 2002

üzerinde direkt ilgili olması yanında toplam talep ve işsizlik üzerinde endirekt rolü vardır. Bu da dövizdeki enflasyonist baskının belirli bir noktadan sonra çevrilmesi güç bir sorun olduğunu ortaya koymaktadır.<sup>74</sup>

### **2.2.2 Ödemeler Bilançosu Hesap Grupları**

Ödemeler dengesindeki gelişmelerin daha rahat takip edilebilmesi için, uluslararası ekonomik işlemler kendi içlerinde anlamlı çeşitli hesap kalemleri olarak gruplandırılmıştır. Bu aynı zaman bu gelişmelere göre iç ve dış politikalarda manevra ve yeni rota çizme imkanı sağlamaktadır. Ödemeler bilançosu, esas olarak 3 ana hesap grubunda toplanmıştır; ‘cari işlemler hesabı’, ‘sermaye hesabı’ ve ‘resmi rezervler hesabı’dır. Birde bu kalemlere ek olarak muhasebe kayıtlarında denkliği sağlamak amacıyla ‘net hata-noksan’ kalemi eklenmiştir.<sup>75</sup>

#### **A- Cari İşlemler Hesabı**

Cari işlem hesabı iki şekilde tanımlanabilmektedir. Bunlardan ilkinde cari işlemler dengesi, ödemeler bilançosu kayıtlarından elde edildiği şekilde net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Mal ticaretinden kaynaklanan net ihracata transit gelirleri, navlun, sigorta ve taşımacılık gibi ticaretin gerçekleşmesini temin edici çeşitli hizmet gelirleri de dahil edilmektedir. Hizmetler dengesinde ise ülkenin turizm gelir ve harcamaları, yabancı yatırım gelirleri ve ülkenin dış borçluluk konumuna bağlı olarak dış borç faiz ödemeleri veya gelirleri dahil edilmektedir.

Cari işlemler dengesinin elde edilmesindeki ikinci yöntem ise milli gelir hesaplarının kullanılmasıdır. Bu yöntemle milli gelir hesapları, cari işlemler dengesi ve sermaye akımları arasındaki etkileşim gösterilebilmektedir. Gayri safi milli hasıla (GSMİH), özel tüketim harcamaları (C), özel yatırım harcamaları (I), hükümetin cari harcamaları (G) ve net mal ve hizmet harcamaları ile net faktör gelirlerinin (X-M) toplamından oluşmaktadır.

---

<sup>74</sup> ALTUĞ, Nuray, **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001, s.90

<sup>75</sup> SEYİDOĞLU, a.g.e., s.389

$$GSMH = C + G + I + X - M$$

Milli gelirin hesaplarındaki ikinci temel eşitlik, elde edilen gelirin ne yapılabileceğine yönelik ilişkiyi belirlemektedir. Harcanabilir gelir (C), tasarruf edilebilir gelir (S), vergi olarak hükümete aktarılabilir (T) ya da yurt dışına aktarılabilir (Tr)

$$GSMH = C + S + T + Tr$$

GSMH için oluşturulan iki ifade birbirine eşitlenip, gerekli sadeleştirmeler yapılarak meydana gelen ifade yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılır;

$$X - M - Tr = (S - I) + (T - G)$$

Bu eşitliğin sol tarafı cari işlemler dengesini vermektedir. Diğer bir ifadeyle, cari işlemler dengesi, özel tasarrufların özel yatırımlardan farkı v hükümetin harcamaları ile vergi gelirleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Örneğin, yurt içi özel yatırımlar, yurt içi özel tasarruflarla karşılanamıyorsa ve hükümetin bütçe açığı bulunmaktaysa o ülkenin cari işlemler dengesi açık vermektedir.

Ülkenin cari işlemler dengesi ile net sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için yeni bir eşitliğe ihtiyaç vardır. Tasarruf edilen her lira için fiziki yatırım yapmak, hükümetin bütçe açığını finanse etmek için çıkardığı borç senetlerini satın almak ya da yurt dışında herhangi bir varlık satın almak(FA) suretiyle kullanılabilir.

$$S = I - (G - T) + FA$$

Yukarıdaki ifade yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki ifadeye ulaşılır;

$$FA = (S - I) + (T - G) = X - M - Tr$$

Bu eşitlik, yurt içi yatırımlarını finanse edebileceğinden daha yüksek miktarda tasarruf eden ve bu farktan daha düşük miktarda bütçe açığı bulunan bir ülkenin, yabancı varlık stokunu artıracak şekilde açıklanabilir. Bu durum, yurt dışına sermaye çıkışı olarak da

nitelendirilebilir. Dikkat edilmesi gereken bir diğerkonu da yurt dışına sermaye çıkışının, cari işlemler fazlasıyla olabildiğidir.<sup>76</sup>

Ödemeler bilançosu kalemleri içinde en önemli pay cari işlemler hesabınıdır ve aynı zamanda ekonomideki dengesizlikleri en açık ve net şekilde gördüğümüz hesap kalemi durumundadır. Cari işlemler hesabı, üç alt gruptan oluşmaktadır. Bu gruplar; dış ticaret bilançosu, uluslararası hizmetler bilançosu ile karşılıksız transferler bilançosudur ve bu üç alt grubun toplamı ‘ cari işlemler dengesi’ni verir. Buradan yola çıkarak bu dengenin pozitif (+) olması durumunda o ülkenin dışarıya karşı alacaklı, negatif(-) olması durumunda ise borçlu durumda olduğunu söyleyebiliriz. Sonuçta cari işlemler hesabının alacaklı ve borçlu taraflarının toplamı arasındaki fark cari işlemler bilançosunu vermektedir. Alacaklı ve borçlu taraflar birbirine eşit olursa hesabın dengede olduğu gösterir, alacaklı taraf büyük ise o ülke yurt dışına tasarruf ihraç etmekte, borçlu taraf büyük ise de yurt dışından tasarruf ithal etmektedir.<sup>77</sup> Eğer cari işlemler kaleminde açık gözüküyorsa, daha öncede belirttiğimiz gibi o ülke ekonomisi için birçok temel göstergede olumsuz bir seyir izlemektedir anlamına gelir. Spekülatif, kısa vadeli sermaye hareketleri sermaye fonlarının ülkeye giriş ve çıkışları da dengeyi ciddi olarak etkiler. Ulusal parada değer kaybının beklendiği durumlarda yoğun biçimde döviz satın alınması veya dışarıdaki yüksek faiz oranlarından yararlanmak için fonların kitleler halinde yurtdışına ihraç edilmesi, cari açık sorunun boyutlarını büyütür.<sup>78</sup>

Esnek döviz kuru sisteminin geçerli olduğu şartlarda, cari işlemler bilançosu açıkları söz konusu açıklara eşit tutardaki sermaye hesabı fazlalığı ile dengelenmektedir. Cari işlemler bilançosu açıklarının dış borçlanma veya uluslararası rezervler ile finanse edildiği şartlarda, cari işlemler bilançosu açıkları aktif stoklarında değişiklikler meydana getirerek, reel net servet etkisi vasıtasıyla ulusal ekonomiyi etkilemektedir. Cari işlemler bilançosu açıklarının giderek arttığı şartlarda, genellikle uygulanan politikalar, sıkı para ve maliye politikaları ağırlıklıdır. Ancak sıkı para politikası cari işlemler bilançosu açıklarını arttırmaktadır. Yatırım seviyesinin faiz haddi ve milli gelirin fonksiyonu olduğu varsayıldığında, faiz haddinin belli

---

<sup>76</sup> TİRYAKİ, Tolga, **Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği**, TCMB, Şubat 2005, s.4, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan11\\_9Sub05](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan11_9Sub05), Şubat 2005

<sup>77</sup> KUMCU, Ercan, EĞİLMEZ Mahfi, **Ekonomi Politikası ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul: Om Yayınevi, 2002, s.229

<sup>78</sup> ESER, Hakan, DEMİR, Alper, **Ödemeler Dengesi Bilançosu Analizi**, Ankara Üniversitesi: Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü, 2002, s.9

bir süre için değişmeden kaldığı koşullarda, para politikası milli gelirdeki değişimlere göre belirlenecektir. Çıktı miktarında azalmaya neden olan parasal kısıtlamalar, net ihracatı azaltacağından, cari işlemler bilançosu açıkları artacaktır. Çıktı miktarındaki azalmanın ithalat üzerinde de olumsuz etkileri olacaktır. Ancak sıkı para politikalarının ihracat üzerindeki olumsuz etkileri, ithalata göre daha fazladır. Diğer taraftan faiz hadlerinin değişken olduğu koşullarda, sıkı para politikası uygulamaları, faiz hadlerini ve tasarruf oranlarını arttırmakta, yatırımları ise azaltmaktadır. Bu durum, cari işlemler bilançosu açıklarına neden olan önemli gelişmelerden bir tanesidir.<sup>79</sup> Ülkelerin cari işlemler açığının, cari işlemler fazlasına dönüşmesi için,<sup>80</sup>

- İthalatın azalış ve ihracatın artış hızına,
- Rakip ülkelerin ve gelişmekte olan ülkelerin ihracatları ve ekonomileri üzerinde yaratacağı etkiye,
- Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ihracat gerçekleştiren ülkelerin ihracatlarındaki azalış hızına ve bu çerçevede o ülkelere ihracat yapan sanayilerinin karşılaşacağı problemlere,
- Tüm yukarıda sayılan unsurların genel olarak ülkelerin ( gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin) büyüme oranları üzerinde yaratacağı olumsuz etkilere,

bağlı olarak dünya ticaret ve ekonomisinin mevcut yapısını etkileyecektir.

## **B- Sermaye Hesabı**

Ülkenin yabancı ülkelerle yaptığı finansal ve dolaysız sermaye yatırımlarını kapsamaktadır. Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, uzun vadeli sermaye yatırımları, kısa vadeli sermaye yatırımları gelir ve gider nitelikleriyle alt kalemler olarak hesaba dahil edilirler.

---

<sup>79</sup> AKLAN, a.g.m.

<sup>80</sup> TURAGAY, R. Tuna, **Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal Krizin Genel ve Ekonomik Değerlendirmesi.**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/mart98/gneyfin.htm>, Mart 1998

## **C- Rezerv Hesabı**

Resmi rezervler Merkez Bankası tarafından müdahale durumları için tutulan yabancı para rezervinden oluşur. Rezerv farklı yabancı para cinslerinden oluşmaktadır. Merkez Bankası yabancı paraları döviz piyasasına müdahale amacı ile kullanır. Döviz arz ve talebindeki eğilimler, yerel para cinsinden döviz kuru düzeyini belirlemekte ve kurdaki aşırı hareketlenmelerde merkez bankaları piyasada alım ya da satım yönünde müdahil olarak görünmektedirler.

## **D- Net Hata Noksan Hesabı**

Ödemeler bilançosundaki cari ve sermaye hesabı işlemleri otonom nitelikli olup denkleştirici işlem niteliğindeki rezerv hesaplar ile aralarında miktar olarak eşit, yön olarak ters dengenin olmasını sağlayan istatistiksel fark hesaplanmasını kapsamaktadır. İthalat ve ihracatla ilgili bilgi gümrük bildirim beyannamelerinden elde edilir. Firmaların kasıtlı yanlış beyanları ve operasyonel hatalardan ötürü gümrük beyannamelerindeki tutarlar ile gerçekleşenler arasında farklar oluşabilmektedir. İşte bu durumda resmi rezervlerle, cari ve sermaye hesapları eşit çıkmayabilir. Örneğin resmi rezervler +1 milyar \$ kayıt gösterirken, cari işlemler ve sermaye işlemlerinden elde edilen işlemler bakiyesi -900 milyon \$ olsun. Böyle bir durumda merkez bankasının işlemleri neticesinde devletin tuttuğu resmi rezervler dikkate alınıp rakamların denkleştirilmesi adına net hata noksan hesabı adı altında -100 milyon \$ gösterilmektedir. Sonuçta genel olarak net hata noksan kalemi, bilançoya kaydedilmesi gereken bilgilerin eksik olması dolayısıyla aslında olmayan sermaye akımlarını gösterir.<sup>81</sup>

### **2.2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerin Ekonomilerini Genel Dengesi**

Yükselen piyasalar(emerging markets) olarak da adlandırılan gelişmekte olan ülke piyasalarında ki potansiyel kazanç oranları, gelişmiş ülke piyasalarındakine oranla daha yüksek olmakla beraber aynı oranda risk taşımaktadırlar. Son yıllarda yabancıların gelişmekte

---

<sup>81</sup> KARLUK, a.g.e., s.237

olan ülkelerdeki yerli para üzerinden yaptıkları sermaye piyasası işi geliştirmekte olan ülkelerdeki toplam yatırımlarının yüzde 50'sine vardı. 1994 yılında bu oran ancak yüzde 20 civarındaydı. Yabancılar likiditesi yüksek (çabuk çıkabilme olasılığı fazla) piyasalara ilgi gösteriyorlar. Bu piyasalar içinde Brezilya, Macaristan, Meksika, Polonya ve Türkiye başta geliyor. Ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar, yabancı yatırımcılar için en büyük tehlike durumundadır.<sup>82</sup> Ancak kısa vadeli spekülasyon amaçlı yatırımların, burada yatırımın gerçekleştirildiği ülke ekonomisine makro planda daha büyük oranda negatif etkiye yol açtığı gözlemlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasaları genellikle küçüktür. Çünkü bu ülkelerde parasallaşma tam olarak yaygınlaşmamıştır. Kurumsallaşma tamamlanmamıştır. Denetleme ve düzenleme mevzuatı yetersizdir. Sermaye piyasaları spekülasyonun çoğunlukta olduğu oyun alanları haline gelmiştir. Yerli kurumsal yatırımcılar azınlıktadır. Genelde, mali piyasaların itibar sorunu vardır. Bu yapıdaki sermaye piyasalarına temelde spekülasyon eğilimli yabancı yatırımcıların girmesi piyasa hacmini artırdığı gibi, piyasaların derinleşmesine ve yaygınlaşmasına da neden olmaktadır.<sup>83</sup>

Spekülasyon sermaye yüksek getirinin peşinde koşmakta, kısa vadeli kısa vadeli sermaye hareketleri olması nedeniyle hızlı manevra yapabilmekte ve bulunduğu ülke riskinin artması durumunda hızlı bir şekilde geldiği ülkeye geri dönmektedir.<sup>84</sup> Burada bu sermaye kaçıışı durumunda geliştirmekte olan ülkeler açısından altı çizilmesi gereken nokta, büyük fonların örneğin Brezilya'dan kaçmaya başlaması durumunda bu olumsuz durumun o sınırlarla kalmayacağı ve Arjantin, Türkiye gibi diğer yükselen piyasaları da olumsuz etkileyeceğidir. Yabancı yatırımcıların yoğun olarak işlem yaptığı bu piyasalar doğal olarak yabancıların beklentilerine endeksli hale gelmektedir. Beklentileri paralelinde hareket eden yabancı yatırımcılar yalnızca bir ülke aldıkları risklerini değil, geliştirmekte olan ülkelerdeki toplam risklerini düşünerek hareket etmektedir. Dolayısıyla, her hangi bir ya da iki ülkede beklentileri tersine çevrildiğinde, o bir ya da iki ülkede değil, belki tüm geliştirmekte olan ülkelerdeki risklerini azaltma kararı alabiliyorlar. Böylece, geliştirmekte olan ülkelerin piyasaları birbirlerine endeksli hale gelebiliyor. Bu, küreselleşmenin doğal bir sonucu gibi düşünülüyor. Küreselleşmeden çok, bu, spekülasyon davranış tarzının doğal sonucudur.<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> OKTAR, Suat, **Uluslararası Sermaye Akışları ve Sıcak Para**, İstanbul: Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 11, 1995, s.9

<sup>83</sup> KUMCU, Ercan, **Sermaye Piyasasında Yabancı Yatırımlar**, Hürriyet Gazetesi Ekonomi Servisi, 1 Mart 2006, s.8

<sup>84</sup> OKTAR, a.g.e., s.10

<sup>85</sup> KUMCU, a.g.m., s.8



Yabancı yatırımcılar bir şekilde gelişmekte olan piyasalardaki risklerini azaltma kararı aldıklarında, o ülkelerde kurlar sıcıyor, faizler artıyor, kısacası, mali piyasalar bir süre sonra reel sektöre de sıcırayan çalkantılar yaşayabiliyor. Yalnızca tek yükselen piyasanın doğru politikalar uygulaması yetmiyor, yabancı yatırımcıların portföyünde bulunan diğer gelişmekte olan ülkelerin de aynı ‘doğru’ politikaları uygulamaları gerekiyor. Bir grup olarak yabancı yatırımcıları memnun etmek oyunun kuralı haline geliyor.

Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli spekülâtif para hareketlerinin ulusal kaynaklarına ek olarak parasal genişleme yaratarak tasarruf imkanlarını artırdığı, bunun da doğal sonucu olarak yatırımların ve istihdam düzeyinin artması teorik olarak mümkün gözükmektedir. Bunlar tüm sonucu ise toplumun refah seviyesinin yükselmesidir. Ancak gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinden beklenen tüm reel kazançların gerçekleştiğini söylemek güçtür. Çünkü küreselleşme dinamiklerinin, sermaye hareketlerinin karakteri ve eğilimine getirdiği yenilikler, finansal yapılarda yarattığı güçlü etkileşimler ile ulusal ekonomilerin yarattığı makro planda istikrarsızlık ve verimli yatırım ortamını bozucu etkilere neden olmaktadır.<sup>86</sup> Burada teorinin gerçeğe dönüşmesinde en büyük etken risk karşısında hassasiyet ve küreselleşme nedeniyle ulusal sınırlar içinde ekonomik ve siyasi anlamda istikrarın tek başına yeterli olmayışıdır.

Kısaca sıcak para olarak adlandırdığımız sermaye akımlarının, yükselen ülke ekonomilerinde istikrarı olumsuz etkileyip makro planda, ithalat artışı ve yerli üretimin azalış, cari işlemler açığında artış, para arzı ve rezervlerde artış gibi temel dinamikleri negatif etkilemesi o ülke ekonomisinin kalkınmasını zorlaştırmakta, refah düzeyinin gelişmiş ülkeler seviyesine çıkmasını mümkün kılmamaktadır.

#### **2.2.4. Fiyatlar Genel Seviyesi ve Enflasyon**

Fiyatlar genel seviyesinin üzerindeki enflasyonist baskının oluşmasında piyasadaki likiditenin ve döviz rezervlerindeki değişmelerin etkisi bulunmaktadır. Enflasyon, genel bir

---

<sup>86</sup> BERKSOY, Taner, SALTOĞLU, Burak, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 1998-58, s.33

tanımlamayla bir ülkedeki fiyatlar genel seviyesinin sürekli bir artış göstermesidir. Enflasyon, izlenen para ve maliye politikalarının bir sonucudur ve bu süreçte ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye akımları ekonominin genel dengesi ve dolayısıyla enflasyonist baskıları etkilemektedir.

Merkez Bankası, sermaye akımlarının olumsuz parasal etkilerini dizginleyen ve hedefler doğrultusunda bu akımları kilitlemeye çalışan ‘sterilizasyon’ politikası uygulayabilir. Bu politikada, kamu kağıtları hazine tarafından ihraç edilmekte, ancak buradan gelen rezervler merkez bankası tarafından rezervlere katılmaktadır. Kamu kesimi merkez bankasına menkul kıymet vererek bu politikanın işlerliğine katkıda bulunmaktadır. Açık piyasa işlemleri vasıtasıyla da satılan bu menkul kıymetler, piyasada oluşabilecek bir parasal genişlemenin önüne geçmiş olmaktadır. Burada amaç, en sık görülen enflasyon türü olan talep enflasyonunun önünü parasal tabanın genişlemenin önünü kısmet vesilesiyle kesmektir.<sup>87</sup>

Diğer bir sterilizasyon politikası ise Merkez Bankasının, ticari bankalardan çeşitli yollardan borçlanmasını ve buralardaki kamu mevduatını kendi bünyesine almasını içermektedir. Merkez Bankası, bu yolla aktif ve pasifleri üzerindeki faiz oranlarını yükseltir, bu da piyasadaki fazla likiditenin çekilmesine yardımcı olur. Ayrıca iskonto kredilerini azaltır, doğrudan kredi kontrollerine yol açabilir. Bu uygulamalar parasal taban genişlemesinin engellenmesi ve fazla likiditenin piyasadan çekilmesidir, daha etkin uygulanabilmesi için de Merkez bankasının net iç varlıklarının göstergeler ve beklentiler doğrultusunda sınırlandırılmasıdır. Net iç varlıklardaki daralmadan kasıt, özel kesim ile kamu kesimine yönelik net kredilerdeki daralmadır.<sup>88</sup>

Enflasyonist baskının oluşmasında faiz oranlarının da etkisi büyüktür. Eğer sermaye akımlarının ülkeye giriş nedeni, uluslararası faiz oranının düşmesi ya da sermayenin yurt içi verimliliğinin artması gibi etkenlere bağlıysa döviz rezervleri artar. Ancak merkez bankaları, rezervler karşılığı olan yerli parayı piyasaya sürmek durumunda kalır, bunun doğal sonucu olarak yine parasal tabanda genişleme olur ve enflasyonist baskı oluşur. Bu tarz uluslararası piyasalar arası sermaye girişleri potansiyel istikrarsızlığı da beraberinde getirir ve kontrol altında tutulabilmesi için, sterilizasyon kapasitesinin yüksek oluşu, yani sermaye

---

<sup>87</sup> UZUNOĞLU, a.g.e., s.70

<sup>88</sup> UZUNOĞLU, a.g.e., s.71

girişinin zorladığı parasal genişlememenin sınırlanabilmesinin mümkün kılınabilmesi gerekmektedir.<sup>89</sup>

Yükselen piyasalara sahip gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızlanması sonucunda bunun ilk etkisi fiyatlar genel seviyesini düşürücü şekilde olmaktadır. Ancak bu akımların sürekli oluşu ve hacmindeki genişlemeyle beraber gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin karakteristik özelliği olan yüksek enflasyon oranlarını kendi hedefleri doğrultusundaki oranlara çekmeleri mümkün olmamaktadır. Sonuçta enflasyonun kontrol edilmesi, döviz kurları ve rezervler üzerindeki etkisinin sınırlandırılması ile mümkün kılınmaktadır.<sup>90</sup>

### 2.2.5. Döviz Kurları

Bütün gelişmekte olan ülke döviz kurlarında görülen ortan özellik, sermaye akımlarının arttığı dönemlerde rezervlerdeki artışla beraber yerel paranın kambiyo karşısında değer kazanmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru rejim tercihleri, krizlere karşı direnç konusunda önem kazanmaktadır. Sabit kur rejimleri spekülasyon ataklarına sebep olabilir. Sabit kur uygulanan ekonomilerde bu atakları tetikleyen gelişmeler şöyle sıralanabilir:<sup>91</sup>

- Reel döviz kurunda değerlenme,
- Cari dengede kötüleşme,
- Dış borçların artış eğilimine girmesi,
- Mali sistemde sorunlar,
- Büyüme oranında düşüş,
- Yüksek reel faizler.

Sabit kur sistemleri taraftarlarının en temel çıkış noktası, güvenilir bir para politikası ihtiyacıdır. Eğer yurt içinde para politikasının güvenilirliğini sağlayamazsanız, kendi para

<sup>89</sup> BERKSOY ve SALTOĞLU, a.g.e., s.40

<sup>90</sup> UZUNOĞLU ve Diğerleri, a.g.e., s.73

<sup>91</sup> ERTEKİN, Murat, **Döviz Kuru Rejimleri ve Türkiye'nin Dış Ticareti**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2004/doviz1.htm>, Temmuz 2004

biriminizi parası güçlü bir ülkenin para birimine bağlayarak bu güvenilirliği bir anlamda ithal edebilirsiniz. Sabit kur sistemlerini savunanların bir diğer çıkış noktası ise bu sistemlerin hem para hem de maliye politikalarında disiplini sağlamaya yardımcı olmasıdır. Sabit kurlarda disiplin daha yüksektir, çünkü dikkatsiz bir maliye politikası rezervlerin erimesine ve sabit kur rejiminin terkedilmesine yol açabilir. Sonuç olarak, sabit kur rejiminin çökmesi politika yapıcılar açısından büyük bir politik maliyet anlamına gelir. Yine ekonomistlerin görüşlerine göre;

- Aşırı değerli kurlar,
- Yakın geçmişteki aşırı borçlanma,
- Merkez bankasının kısa dönem yükümlülükleri,
- Düşük rezervler,

krize yol açabilecek bütün koşulları göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, krizi getiren temel sebep, spekülative ataklara karşı merkez bankalarının elinde savunma aracı kalmamasıdır. Yukarıda sayılanların tamamı müdahale gücünü azaltan etkenlerdir.<sup>92</sup>

Esnek kur rejimlerinde yabancı para piyasalarına devlet müdahalesi, prensip olarak söz konusu değildir. Kurun, piyasa güçlerince arz ve talep dengesine göre belirlenmesi esastır.

Esnek kur sistemlerinin de olumlu ve olumsuz yönleri vardır: “Esnek kur uygulanan paralar için avantajlar, kur sisteminin, dış şokların bertaraf edilmesi için, rekabet gücündeki kaymalara göre kendini ayarlayabilmesidir ve yabancı sermayenin hem ülke içine hem de ülke dışına çıkışındaki dalgalanmaları azaltması da diğer bir avantajdır. Diğer yandan, hükümetler için mali ve parasal disiplini, nominal çıpa olmadığı için, gevşetmeye teşvik etmesi ise önemli bir dezavantajdır. Sabit kurların temel avantajlarından biri ise, ciddi bir makroekonomik disiplin ve azalan enflasyon sayesinde güvenilirliğin artmasıdır. Ancak, bu durum yüksek sermaye hareketliliği ve dalgalı dış piyasaların söz konusu olduğu durumlarda dış piyasalardaki hareketlerden oldukça fazla etkilenmektedir. Bazı durumlarda, sabit kur rejimlerinde, nominal kur, istihdamı artırmak veya ödemeler dengesini düzeltmek amacıyla da kullanılabilir. Ancak bu politikanın etkinliği üzerinde çeşitli tartışmalar bulunmakta ve okullar kendilerine özgü çözüm önerileri sunmaktadır. Parasalcılar, bu politikanın etkin olmadığını savunurken, Noe-Keynesyenler etkin olabileceğini iddia etmektedirler.

---

<sup>92</sup> ERTEKİN, a.g.m.

## 2.3. Ekonomik Krizler ve Türleri

Kriz, beklenmedik zamanda ortaya çıkan ve nedenleri ile etkileri öngörülemeyen bazı olayların; makro düzeyde devleti, mikro düzeyde ise firmaları olumsuz bir şekilde etkileyerek göstergeleri değiştirmesidir. Dünya ekonomisi özellikle küreselleşmenin artmasıyla beraber finansal krizlerle birlikte sürekli şoklarla karşılaşmıştır. 1992 yılındaki Avrupa döviz kuru krizini 1994 Meksika, 1997-98'de Güneydoğu Asya krizleri ve onarlı da Rusya, Brezilya, Arjantin ve Türkiye krizleri izlemiştir. Krizlerin yaşandığı ülkelere bakıldığında gelişmiş ülkelerde yaşandığı görülmekte ancak büyük oranda gelişmekte olan ülkelerde rastlanmaktadır.

Ekonomik liberalizasyon ve serbest döviz kuru uygulamaları nedeniyle finans sektörü ve mali yapı üzerindeki devlet kontrolünün ve otoritesinin çok aza indirgenmiş olması, krizler karşısında çözüm üretilmesini ve tek bir merkezden hareketle ortak önlem oluşturulabilmesini çok zor kılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin geçmişte yaşamış olduğu krizleri gruplandırarak incelersek 3 ana başlıktan söz edilebilir. Bunlar 'reel krizler', finans piyasasının en önemli aktörleri durumunda bulunan bankalar ve bankacılık sisteminde yaşanan 'bankacılık krizleri' ve alının borçların geri ödeme sürecinde yaşanan sıkıntılarla ve döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalardan kaynaklanan 'para krizleri'dir.

### 2.3.1. Reel Krizler

Reel krizler, bir ülke ekonomisinin temel makro değerlerindeki eksiklik ya da yanlışlıklardan doğan kriz türüdür. Örnek olarak fiyatlar genel seviyesi sürekli bir artış sonucu oluşan enflasyonu verebiliriz. Reel krizin bir başka ortaya çıkış şekli ise mal piyasasındadır.

Girdi fiyatlarında ya da vergilerdeki artışlar nedeniyle üretimde meydana gelebilecek daralmalar, mal piyasasında daralmaya yol açar. Bunun yine zincirleme bir reaksiyonu olarak istihdamda daralmaya yol açabilir. Bu da yine işsizlik krize neden olur.<sup>93</sup> Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, bu tarz krizlerde direkt olarak birinci derecede aktif rol oynamasa da,

---

<sup>93</sup> KİBRİTÇİOĞLU, Aykut, **Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler: 1969-2001**, İstanbul: Yeni Türkiye, Aralık 2001, s.174

özellikle gittiği ülkelerdeki negatif ekonomik göstergelere karşı aşırı derecede hassas olduğu için, ani bir manevra yaparak, kendi ülkesine ya da diğer bir yüksek kar marjlı piyasaya geçiş yapabilir. Kriz anında bu yabancı sermaye kaçıışı, gelinen noktada durumun döndürülebilmesini ya da ekonomik göstergelerin yeniden istenilen seviyelere çekilebilmesini zorlaştırmakta ya da imkansızlaştırmaktadır.

### **2.3.2. Bankacılık Krizleri**

Genellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler, bankacılık sektöründeki iflasları ya da zorunlu reformları da beraberinde getirmektedir.

Bankacılık sektöründe küresel trendlere baktığımız zaman;<sup>94</sup>

- Yüksek teknoloji
- Devir ve birleşmeler
- Yönetimsel karmaşıklıkla
- Yüksek rekabet ve buna bağlı azalan kar marjları
- Küresel piyasalar ile entegrasyon
- Müşteri odaklı hizmet anlayışı
- Geniş bir ürün ve hizmet yelpazesi
- Risk odaklı denetimi

görmekteyiz.

Bankacılık krizlerinin genel olarak altında yatan nedenlere baktığımız zaman ani ve önemli derecede mevduat çıkışları, geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı ya da piyasada ki kriz nedeniyle buradaki enstrümanlarını istenilen seviyede fonlama imkanlarını kaybetmelerini gösterebiliriz. Burada sadece yüksek kar marjı peşinden giden ve daha iyi alternatifi olduğu zaman bulunmakta olduğu piyasaları terk eden spekülâtif yapıli sermayenin etkileri ve olumsuz etkilediği indikatörleri daha önce saymıştık. Ekonominin nabzını gösteren bankacılık sektörü de ekonominin diğer sektörleri gibi bundan olumsuz etkilenebilmektedir.

---

<sup>94</sup> PAZARBAŞIOĞLU, Ceyla, **Türk Bankacılık Sektörü, Durum Analizi ve Geleceğe Bakış**, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, [www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/recep/seminer\\_notlari/CPazarbasioglu2.ppt](http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/recep/seminer_notlari/CPazarbasioglu2.ppt), Temmuz 2002

Özellikle bir kriz ve panik durumunda maruz kalınan mevduat kaçışları, bankacılık krizlerinin en önde gelen nedenlerindedir.

Yükselen pazar ülkeleri için döviz kurunu dar bir sınırdaki tutmanın zorluğu göz önüne alındığında alternatif politikalar bulunabilmektedir. Bu alternatifleri sepet, bant ve sürünme olarak değerlendirmektedir. Aynı zamanda eğer gerekirse ülkelerin döviz kurunun bantın dışına çıkmasına izin vermelerini önermektedir. Böylece spekülörler tek yönlü bahse girerek aşırı rezerv kaybına yol açılmasına neden olmayacaklardır. Bu durumda bant döviz kuru için zayıf nominal çıpa görevi görecektir. Ancak bu sistemin enflasyon hedeflemesi için neden tercih edilir olduğu açık değildir.

IMF'nin Asya, Arjantin, Rusya ve Türkiye'de yaşanan krizlerden önce yaptığı bir araştırmaya göre 1980-1995 yılları arasında 180 üye ülkeden 130'unda bankacılık krizi yaşanmıştır. Bu rakamlar 2000'li yıllarda daha büyük bir artış göstermiş, reel maliyeti ile kamu maliyesine daha büyük yükler yüklemiştir.<sup>95</sup>

**Tablo 2.7:** Bankacılık Krizleri ve Maliyeti

Ülke	Kriz Dönemi	Toplam Maliyet /GSYİH (Yüzde)
İspanya	1977-1985	16,8
Japonya	1990-	20,0
Endonezya	1997-	50,0
Malezya	1997-	20,5
Güney Kore	1997-	26,5
Meksika	1995	20,0
Arjantin	1980-82	55,3
Brezilya	1994-96	15-20
Çek Cumhuriyeti	1994-95	12,0

**Kaynak:** Ceyla Pazarbaşıoğlu, Türk Bankacılık Sektörü, Durum Analizi ve Geleceğe Bakış, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, a.g.s.

<sup>95</sup> ESEN, Oğuz, **Bankacılık Krizleri, Yeniden Yapılandırma Programları ve Türk Bankacılık Sektörü**, İzmir Ekonomi Üniversitesi, <http://ekosem.ieu.edu.tr/siyasa/38siyasaoesenson.pdf>, 2004, s.2

Uluslararası deneyimler, kriz sırasında izlenen stratejiler ve daha sonra uygulanan yöntemlerin hem programların maliyetini hem de başarısını önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde izlenen politikaların birbirlerine çok benzemelerinin nedenleri; pek çoğunun IMF/Dünya Bankasının denetiminde hazırlanması ve yürütülmesi ile çıkış nedenlerinin genelde aynı sebepler olmasıdır.<sup>96</sup>

### 2.3.3. Para Krizi

Para krizinin ortaya çıkışındaki en temel neden, döviz kurlarındaki ani ve büyük oranda meydana gelen değişimlerdir. Bu krizlerin sonucunda yerel para aşırı değerlenebilir ya da devalüasyonla karşı karşıya kalınabilir. Özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında en ufak politik ya da finansal risk durumunda çıkış yapan spekülasyon amaçlı fonlar, bu krizlerin çıkışında veya daha da derinleşmesinde aktif rol sahibidir. Bu krizler merkez bankalarının da rezervlerine önemli ölçüde zarar verebilir hatta tamamen erimesine yol açıp dış kredilere bağımlı bir hale getirebilir. Yine daha önce de açıkladığımız bankacılık sektöründe yaşanabilecek muhtemel bir kriz durumunda oluşabilecek panik havası ve belirsizlikler, para krizine de yol açabilir. Bu kriz ortamında, mevduat sahiplerinin, birikimlerini güvenli olan para cinsine çevirmeleri refleksi, o ülkenin döviz kurunu ve rezervleri büyük ölçüde olumsuz etkiler.<sup>97</sup> Burada panik ve belirsizlikler durumlarında insanların ‘sürü psikolojisi’ne uyduklarını söyleyebiliriz.

Para krizleri iktisat literatüründe hem teorik hem de ampirik alanda geniş yer tutmaktadır. Fakat bu alanda hala çözüme kavuşturulmamış konular bulunmaktadır ve her yeni kriz ortaya yeni sorular çıkarmaktadır. Bu kriz türünü açıklamak ve çözüm yollarında daha etkili yollar bulmak amacıyla geliştirilmiş başlıca 2 teori bulunmaktadır; ‘Kanonik Kriz Modeli’ ve ‘İkinci Nesil Kriz Modelleri’.<sup>98</sup>

---

<sup>96</sup> ESEN, a.g.e., s.3

<sup>97</sup> ÖZER, Mustafa, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.30

<sup>98</sup> ASLANTAŞ, Mesut, ODYAKMAZ, Necmi, **Para Krizleri**, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Mart98/parakr.htm>, Mart 1998



### **2.3.3.1. Kanonik Kriz Modeli**

Para krizlerindeki mantık, herhangi bir mala yönelik spekülâtif atakların benzetilmiştir. Spekülâtörlerin rezervlerin doğal yolla tükenmesine kadar beklediklerini varsaydığımızda, bu noktada spekülâtörler, o zamana kadar fiyatı sabit kalan döviz kurunun 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 spekülâtörler 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 spekülâtif atak gelecektir.

Kanonik Kriz Modeli daha sonra bu tür krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (para basarak finanse edilen bütçe açıkları) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını iddia etmektedir. Bu tutarsızlık geçici olarak şayet merkez bankası yeterli rezerve sahipse giderilebilir fakat bu rezervler yetersiz olmaya başladıkça spekülâtörler atağa geçip merkez bankasını zor duruma sokabilirler.

### **2.3.3.2. İkinci Nesil Modeller**

Kanonik Model'de varolan eksik yanları tanımlamanın belki de en iyi yolu hükümet politikalarının çok mekanik bir biçimde tanımlandığını söylemektir. Hükümetlerin dış dengeleri göz önüne almadan bütçe açıklarını gözleri kapalı bir biçimde sürekli olarak para basma yoluyla kapattıkları varsayılmaktadır. 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 kur korumanın maliyeti öyle artmalıdır ki, insanlar sabit kurun iptal edileceğine inansınlar. Hükümette mevcut pariteyi sürdürmenin maliyeti ile, pariteyi değiştirmenin maliyeti arasında değiştirme yönünde bir ağırlık oluşmuş olsun, ileride devalüasyon yapılması ihtimalini gören spekülâtörler para aleyhinde pozisyon alarak, olması muhtemel

devalüasyonun vaktinden önce gerçekleşmesine yol açacaklardır. Olması muhtemel bu kaçıışı daha önceden tahmin edebilen spekülâtörler, daha da önce pozisyon alacaklardır... Dolayısıyla sabit döviz kurunu sona erdirecek kriz, bu sonucu zorunlu kılacak ekonomik büyüklükler tamamen oluşmadan bile ortaya çıkabilir ve sabit kur sona erebilir.

Hem Kanonik Para Krizi Modeli hem de İkinci Nesil Modeller para piyasalarında varolan bilginin en iyi şekilde değerlendirildiği varsayımına dayanmaktadır. Para piyasalarını etkin bir şekilde davranmaktan alıkoyan etkenler içinde en başta gelen etken sürü psikolojisidir. Para krizleri açısından bakılırsa başlangıç sebebi ne olursa olsun bir satış dalgası, sürü psikolojisiyle çok daha büyük miktarlara ulaşabilmekte ve o paradan sürü psikolojisi ile toplu çıkışlara yol açabilmektedir. Örneğin 1. yatırımcı Tayland emlak piyasası hakkında, 2. yatırımcı bankaların finansal yapıları hakkında, 3. yatırımcı da hükümetin mali durumu hakkında kamuca bilinmeyen gizli bir bilgiye sahip olmuş olsunlar. Şayet birinci yatırımcı biraz olumsuz bilgi alırsa satışa geçebilir. 1. yatırımcının satışa geçtiğini gören 2. yatırımcı, kendi sahip olduğu bilgi nötr nitelikte veya biraz pozitif nitelikte olsa bile o da satışa geçer. Diğer taraftan 3. yatırımcı ise kendi sahip olduğu bilgi çok pozitif içerikli bile olsa, 1. ve 2. yatırımcının satışa geçtiğini öğrendiği zaman o yatırımcıların kötü haber aldıklarını düşünür.<sup>99</sup>

---

<sup>99</sup> ASLANTAŞ ve ODYAKMAZ, a.g.m.

### III. BÖLÜM – KISA VADELİ SERMAYE KAÇIŞLARI SONRASINDA YÜKSELEN PİYASALARDA YAŞANAN KRİZLER ve TÜRKİYE ÖRNEĞİ

#### 3.1. Latin Amerika Krizleri

Güney Amerika ülkelerinde, doksanlı yılların başına gelindiğinde cari açık ve enflasyon oranları geri dönülemez noktalara gelmişti ve ülkeler arka arkaya yapısal reformlara gittiler. Bu değişim süreci başta pozitif sonuçlar vermiş olsa da kısa süre sonra rüzgar ters esmiş ve büyük krizler baş göstermiştir.

##### 3.1.1. Yapısal Reformlar

Son yirmi yıldır birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, finansal sistemlerini yeniden yapılandırmak için birçok reformlar yapmaktadır. 1980'li yıllardan itibaren başlayan bu reformlar süreci, krizler nedeniyle çeşitli kesintilere uğrasa günümüzde de hala birçok ülkede devam etmektedir. Reform sürecini ve buna bağlı krizleri iki ayrı dönem olarak ele alırsak, 1980'lerde başlayan ve 1990'lı yılların başına kadar devam eden birinci dönemde, finansal serbestleşmeyle beraber faiz sınırlamaları kaldırılmış, bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getiren politikalar benimsenmiş, yabancı sermaye üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış ve menkul kıymet borsaları kurulmuş, hali hazırda varolanlarda daha aktif duruma getirilmiştir. Ancak bu dönemde birçok ülke, değişik düzeylerde mali ve/veya parasal krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu ülkelerden Arjantin, Filipinler, Finlandiya, Gana, İsrail, İsveç, Norveç, Şili, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezuela ciddi krizler yaşamıştır.<sup>100</sup>

1990'lı yıllardan itibaren başlayan ikinci dönemde ise birçok ülkede hala günümüzde de devam etmekte olan yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalar yapılmıştır. Burada amaç genel olarak makroekonomik istikrarı sağlamaktır. Kredi piyasasını düzenlemek, finansal kuruluşlara etkin denetim ve gözetim, ulusal ve uluslararası kredi kuruluşları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla bütünleşmesini de

---

<sup>100</sup> GÜLOĞLU, Bülent, ALTINOĞLU, Ender, **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Ekim 2002, s.3

diğer alt başlıklar olarak sayabiliriz.<sup>101</sup> Ancak özellikle 1990'lı yıllar, özellikle gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı derin krizlere tanıklık etmiştir.

**Tablo 3.1: Finansal Reformlar ve Hisse Senedi Piyasalarının Gelişimi**

ÜLKE	REFORM TARİHİ	BÜYÜKLÜK	LİKİDİTE	VOLATİLİDE
Arjantin	1977–81	Arttı	Arttı	Arttı
Brezilya	1986–90	Arttı	Arttı	Arttı
Endonezya	1983–87	Arttı	Arttı	n.d
Fas	1985–89	Arttı	Arttı	n.d
Filipinler	1981–85	Arttı	Arttı	Arttı
G. Kore	1981–85	Arttı	Arttı	Arttı
İsrail	1985–89	Arttı	Arttı	n.d
Jamaika	1986–90	Arttı	Arttı	n.d
Kenya	1990–94	...	...	n.d
Kolombiya	1990–94	...	Arttı	Arttı
Malezya	1986–90	Arttı	Arttı	...
Meksika	1986–90	Arttı	Arttı	Arttı
Peru	1990–94	Arttı	Arttı	n.d
Sri Lanka	1985–89	Arttı	Arttı	n.d
Şili	1974–78	...	Arttı	...
Tayland	1986–90	Arttı	Arttı	Arttı
Tunus	1985–89	...	...	n.d
Türkiye	1985–89	Arttı	Arttı	Arttı
Yunanistan	1986–90	Arttı	Arttı	Arttı
Venezüella	1989–93	Düştü	Düştü	Arttı

**Kaynak:** Bülent Güloğlu ve A. Ender Altunoğlu, **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Ekim 2002, s.8

- : değişmedi

n.d. : mevcut değil

### 3.1.2. Krizlerin Bulaşması

1990'lı yıllardaki para krizleri üç bölgesel dalga halinde ortaya çıkmıştır; 1992-93 yıllarında Avrupa'da yaşanan ERM krizi, 1994-95'te Latin Amerika'da görülen kriz ve takip eden yıllarda Asya'da ortaya çıkan krizler. Krizlerle ilgili genel bir teknik analiz yaptığımız zaman, bölgesel dalgalanmalar halinde oluştuğunu görmekteyiz. Yani bir ülkede çıkan kriz, aynı coğrafya ve kültürü paylaştığı diğer ülkelere de sıçramaktadır. Örneğin Güney Doğu

<sup>101</sup> GÜLOĞLU ve ALTINOĞLU, a.g.m., s.5

Asya ülkelerinin farklı oranlarda spekülâtif müdahalelere maruz kalmalarının nedeni, dünya pazarlarına benzer ürünleri ihraç ediyor olmalarıdır. Tayland Baht'ındaki devalüasyon, Malezya'nın ihracatı üzerinde bir baskı unsuru oluşturacak ve zamanla ülkeyi krizin içine itecektir. 1992-93 yıllarında Avrupa'da görülen para krizinde de rekabete dayalı devalüasyon etkenden söz etmekte yarar vardır. Sterlin'in devalüasyonu Fransa'nın dış ticaretini ve istihdamını olumsuz etkilemiş, ya da zamanla etkileyeceği düşünülmüş, böylelikle Fransız hükümeti üzerindeki sabit kur rejiminin terkedilmesine yönelik baskılar artmıştır.<sup>102</sup>

Bu noktada, bağlantıları zayıf olan ekonomiler arasında krizin bulaşması konusunda iki ilginç rasyonel açıklama geliştirilmiştir. Bunlardan birincisi, ülkelerin tam olarak gözlenemeyen benzer özellikler taşıdıklarıdır. Bu durumu tasvir etmek gerekirse, Latin Amerika ülkeleri "Latin Mizacı" olarak adlandırılabilir ortak bir kültürü paylaşırlar, ancak bu kültürün ekonomik aktivitelere olan yansıması belirsizdir. Yatırımcılar, bu kültürel geçmişini paylaşan ülkelere birinin sabit kuru terketme konusunda baskı hissettiğinin farkına varırsa, hemfikir etmişçesine diğer ülkelerin de benzer bir baskıya maruz kalacakları kanısına kapılırlar. Bunun için tarihten bir örnek vermek gerekirse; 1982 yılında Latin Amerika ülkelerinin dolar ağırlıklı borçları yüzünden yaşadıkları kriz, para krizi psikolojisine iyi bir örnek teşkil etmektedir. Kriz Meksika'dan bölgenin diğer ülkelerine çok büyük bir hızla yayılmıştır. Filipinler ise, ekonomik durumu ve dış borç stoku en az Meksika, Brezilya ve Arjantin kadar kötü olmasına rağmen başlangıçta krizden etkilenmemiştir. Ancak bir yıl sonra yatırımcılar, Filipinler'in bir Asya ülkesi olmaktan ziyade eski bir İspanyol kolonisi olduğuna karar vermişler ve spekülâtif saldırılara başlamışlardır.

Alternatif bir görüş olarak, sabit kuru sürdürmek için izlenen politikalar sürü psikoloji etkisini kendi içinde barındırmaktadır. Bu etki en iyi Avrupa krizinde gözlenebilir. İngiltere ve İtalya Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'nı terk ettikten sonra, benzer bir hareket Alman Markı karşısında para birimini sabitleyen İsveç için ekonomik ve politik açıdan daha az maliyetli hale gelmiştir.

---

<sup>102</sup> ASLANTAŞ ve ODYAKMAZ, a.g.m.

**Tablo 3.2:** Doğu Asya ve Latin Amerika: Yakınsama İşaretlerimi

Gösterge	1986–1995		1996	
	Doğu Asya	Latin Amerika	Doğu Asya	Latin Amerika
Enflasyon Oranı	6.3	429.2	5.6	10.9
REEL GSYİH Artışı	7.0	3.3	7.1	4.9
DSYI/KVSA+PY*	77.2	42.2	61.8	110.5

**Kaynak:** Graciela Kaminsky ve Carmen M. Reinhart, s.7

**Not:** Burada Latin Amerika'nın 1990'lardaki en büyük 4 ithalatçı ülkesi dikkate alınmıştır. Bunlar: Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika'dır.

**DSY:** Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, **KVSA:** Kısa Vadeli Sermaye Akımları, **PY:** Portföy Yatırımları, DSYI/KVSA + PY oranı, yüzde olarak ifade edilmiştir.

Ancak krizler arasında bir etkileşim olsa da var olan makroekonomik dengeler, bu krizlerin büyüklüğünü, derinliğini ve sayısı farklılaştırmaktadır. Latin Amerika ülkeleri, 1970-1995 yılları arasında Avrupa, Asya ya da Orta Doğu ülkelerinin karşılaştığı kriz sayısının % 50 daha fazlası krizle karşılaştılar.<sup>103</sup>

### 3.1.3. 1994 Meksika Krizi

Meksika ekonomisinin krizden evvelki kısa dönem geçmişine baktığımız zaman, 1987 yılından itibaren temel amacı enflasyonu düşürmek olan bir reform programı uygulanmaya başlanmıştır. Bunun nedeni, enflasyon oranının, bahsi geçen dönemde % 160 dolaylarında seyretmesidir. Bu reform programı ana hatlarıyla 4 temel üzerine kurulmuştur:<sup>104</sup>

- Ülke ekonomisinin uluslararası rekabete açılması
- Ciddi bir özelleştirme ve liberalizasyon

<sup>103</sup> KAMİNSKY, Graciela, REINHART, M. Carmen, **Asya ve Latin Amerika'da Yaşanan Finansal Krizler: Geçmişi ve Bugünü**, Cumhuriyet Üniversitesi İdari ve İktisadi Bilimler Fakültesi Dergisi, Ekim 2002, s.2.

<sup>104</sup> HACIHASANOĞLU, Burçin, **Meksika ve Arjantin Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayınları, Haziran 2005, s.24

- Önceden belirlenmiş bir nominal döviz kuru çapasına dayalı sıkı para ve maliye politikalarıyla desteklenen bir istikrar programı
- Hükümet, özel sektör ve sendikalar arasında yapılan ve fiyat, döviz kuru ve ücret artışları belirlemeye yönelik kapsamlı bir sosyal ve ekonomik sözleşme ki adı PACTO ( ekonomik birlik antlaşması) olarak konulmuş ve programın temelini oluşturmuştur.

1990'lı yıllarda 2 sene gibi kısa sanılacak bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bu hızlı gelişmenin yanında, diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında limit tutma zorunlulukları kaldırılmıştır. Bunlar gibi finansal serbestleşme hareketleri, on yıldan daha uzun bir süredir çok küçük oranda büyüme hızına sahip olan Meksika ekonomisinin canlanmasını sağlamıştır. İhtiyaç duyulan fonlar, yurt dışından doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ağırlıklı olarak kısa vadeli portföy yatırımları olarak ekonomilerine katılmıştır. 1989-1994 yılları arasında GSYİH, sabit fiyatlarla yılda % 4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranları, son yirmi yıllık süreçte ilk kez % 10 ' un altına düşmüştür. Bu istikrarlı büyüme, Meksika'nın hiç çekemediği kadar çok yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır.<sup>105</sup>

**Tablo 3.3:** Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri (1987–1994)

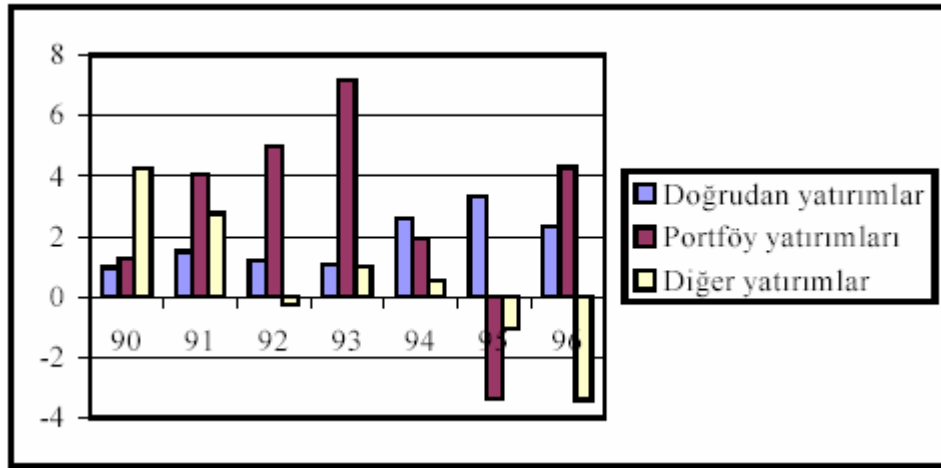
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Reel Büyüme-GSYİH (%)	1.7	1.2	3.5	4.5	3.6	2.8	0.6	3.5
TÜFE (Yıllık % Değişim)	159.2	51.7	19.7	29.9	18.8	11.9	8.3	7.1
Nominal Döviz Kuru (Yıl sonu peso/dolar)	2.2	2.3	2.6	2.9	3.1	3.1	3.1	5.0
Reel Etkif Döviz Kuru Endeksi (1980=100)	56.3	73.1	73.3	77.4	85.9	93.3	99.3	90.6
Faiz Oranları (28-gün Cetes)	122.0	52.3	40.6	26.0	16.7	16.9	11.8	30.0
Cari İşlemler Dengesi (milyar A.B.D. doları)	2.9	-3.8	-6.1	-7.5	-14.9	-24.8	-23.4	-29.5
Brüt Ulus. Rezervler (milyar A.B.D. doları)	8.0	6.0	6.5	10.1	17.9	19.4	25.4	6.3
İhracat Artışı (%)	38.8	2.8	12.9	17.6	1.7	4.4	9.9	13.6
İthalat Artışı (%)	16.4	52.4	25.5	22.9	22.1	26.2	1.5	20.3
Faiz Dışı Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	5.0	6.0	7.9	7.8	5.5	5.4	3.9	2.6
Dış Borç/GSYİH (IMF hariç) (%)	61.5	49.7	40.5	31.7	26.1	22.2	23.0	24.2
İç Borç/GSYİH (%)	16.5	18.7	23.9	23.5	19.7	12.9	12.0	13.2

**Kaynak:** IMF Outlook, 1995, www.imf.com

<sup>105</sup> GÜLOĞLU ve ALTINOĞLU, a.g.m., s.9

1994 yılında Meksika’da yaşanan finansal krize bakıldığı zaman temel nedenin, 1980’lerin sonunda başlayıp 1990’ların başında ekonomide olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa vadeli yabancı sermayenin(sıcak para), değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlamasıdır. 1990-1993 yılları arasında Meksika’ya giren yabancı sermaye miktarı 72.5 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. 1993 yılı sonlarında NAFTA’ya girişin ABD kongresinde onaylanmasından sonra uzman ekonomistler tarafından yabancı sermaye girişinde beklentilerde artmıştır. Ancak 1994 yılı sonlarında oluşmaya başlayan panik havasıyla beraber döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara gerilemiştir. Bu olayı peso üzerinden büyük bir devalüasyonun takip etmesi ortaya büyük bir kriz çıkarmıştır.<sup>106</sup>

**Şekil 3.1:** Meksika’nın Sermaye Hareketleri (GSYİH)nın Yüzdesi Olarak



**Kaynak:** International Financial Statics, IMF(1998), www.imf.org

Bu ekonominin üzerindeki krize giden genel konjonktür bankaları da oldukça olumsuz etkilemiş, bankaların kendi portföylerindeki belirgin kötüleşme nedeniyle 1995 yılının başında itibaren banka kredilerinin artış hızı büyük oranda yavaşlamıştır. 20 Aralık 1994 tarihinde

<sup>106</sup> AKDİŞ, Muhammet, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul:Beta Yayınları, 2000, s.63

(GSYİH’İNİN % 6,5’İ) ve kısa vadeli sermaye girişleriyle finanse edilen cari açık daha da büyüyerek, 1994’te daha da büyüyerek % 8’e ulaşmıştır.<sup>106</sup>



Meksika hükümeti, döviz kuru bandını % 15 oranında genişletme kararıyla beraber yıllık % 4 oranında bir değer artışına (devalüasyon) izin verildi. Ulusal para olan pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamıştır ve uluslararası rezervler iki gün içinde 5 milyar dolar kayba uğramıştır. Bu durum hükümeti yeni bir manevraya itmiş ve 22 Aralık 1994 tarihinde kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu dalgalanmaya bırakma tercihi de faiz oranlarının hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş ve bankaların portföyleri de bu durumdan aşırı olumsuz etkilenmiştir.

Daha önce iyi gidişattan etkilenerek fonlarını Meksika'ya yönlendiren uluslararası yatırımcılar fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır. Ayrıca yıl boyunca genişleyen kredi hacmi, özel tüketim ve ithalatı yeniden canlandırmıştır.

Krizle birlikte Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış ve 1995 yılında Meksika ekonomisinden yaklaşık 3.4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkmıştır. Meksika'daki kriz bölgeye hakim olan 'tekila' etkisiyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşümlere neden olmuştur. Kriz diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiş ve Uluslararası Finans Şirketinin (IFC) bileşik endeksi 1995 yılının ilk çeyreğinde % 15 değer kaybetmiştir.<sup>107</sup>

Meksika'nın 1994 yılında yaşadığı ters şoklar ve yılın sonuna dek uyguladığı döviz kuru politikasına sadık kalınması ülkenin yaşadığı sermaye çıkışlarının etkisini yumuşak bir şekilde hissetmesini imkansız kılmıştır. Hem ulusal ekonomide hem de global ekonomide yaşanan gelişmelerin ülke kağıtlarına olan talebi azaltması bu duruma ek olarak konjonktürü daha da olumsuz etkilemiştir. Ekonominin, yeni denge noktasına geçiş sürecinde sermaye hesabı ciddi bir biçimde daralmış, cari işlemler dengesi ise fazla vermiştir.

### **3.1.4. 2001 Arjantin Krizi**

Arjantin, 2001 yılı sonuna kadar uyguladığı ve ekonomik krizin koşullarını oluşturan iktisat politikalarını Mart 1991'de uygulamaya konulan Konvertibilite (Cavallo) Programı ile başlatmıştır. Programın başlatıldığı sırada, Arjantin uzun yıllardır süregelen hiperenflasyonla

---

<sup>107</sup> GÜLOĞLU ve ALTINOĞLU, a.g.m., s. 11

yaşamaktaydı. Bu nedenle programın öncelikli hedefi enflasyonist süreci kırmak ve parasal istikrarı sağlamak şeklinde belirlenmişti. Enflasyonist süreci kırmak için seçilen araç, dönemin hakim uluslararası finans paradigmasına uygun olarak para kurulu sistemi olarak belirlenmişti. Bu esaslar çerçevesinde hazırlanan Konvertibilite (Cavallo) Programının temel unsurları aşağıdaki şekildeydi:<sup>108</sup>

- Yerel para peso ile ABD doları arasındaki parite sabitlenmiştir.
- Para basımı uluslararası rezervlerdeki net değişime bağlanmıştır.
- Merkez Bankası'nın kamuya kredi açması kanunla yasaklanmıştır.
- Kamu maliyesi alanında disiplinin sağlanması ve sürdürülmesi için siyasi çevrelerde uzlaşma sağlanmıştır.
- Yapısal reformlar ve özelleştirmeye hız verilmiştir.

**Tablo 3.4:** Arjantin'in Temel Ekonomik Göstergeleri (1991-2001)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Reel Büyüme-GSYİH (%)	10.5	10.3	6.3	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-11.0
TÜFE (Yıllık % Değişim)	84.0	17.5	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7	-1.5	41.0
Nominal Döviz Kuru (Yıl sonu peso/dolar)	0.9985	0.9905	0.9985	0.9995	1.0000	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	3.3200
Ort. Reel Ef. Döviz Kuru Endeksi (1990=100)	140.5	165.5	178.0	169.5	163.2	163.7	176.3	171.2	178.2	185.6	185.7	72.0
Cari İşlemler Dengesi (milyar A.B.D. doları)	-0.4	-6.5	-8.0	-11.0	-5.2	-6.8	-12.2	-14.5	-11.9	-8.8	-4.4	8.6
Uluslararası Rezervler (milyar A.B.D. doları)	6.0	10.0	13.8	14.3	14.3	18.1	22.3	24.8	26.3	25.1	14.6	10.5
İhracat Artışı (%)	-2.1	3.4	8.5	17.8	28.9	13.6	9.0	0.7	-10.5	11.8	-0.6	-8.2
İthalat Artışı (%)	68.3	58.8	30.3	11.3	-4.6	15.8	24.1	3.4	-15.3	0.4	-16.6	-51.8
Faiz Dışı Bütçe Dengesi (milyar peso)	-483	1,043	3,685	2,890	1,156	-1,420	-1,580	2,388	1,413	-2,672	1,709	-2,844
Genel Denge (milyar peso)	-1,190	-1,464	710	-151	-2,607	-6,224	-7,212	-4,398	-8,418	-12,304	-9,781	-15,445
Dış Borç/GSYİH (%)	32.9	27.4	30.5	33.3	38.2	40.3	42.7	47.3	51.0	51.5	52.2	132.6

**Kaynak:** IMF Outlook, 2003, www.imf.org

Hem Meksika'nın hem de Arjantin'in ekonomilerinde krize yakalanmadan önce uygulamaya koymuş oldukları ekonomik reform paketleri birbirlerine büyük benzerlik göstermektedir. Özellikle yerel paranın ABD dolarına sabitlenmesi, özelleştirme ve kamu

<sup>108</sup> İNAN, E. Alpan, **Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi**, İstanbul: Bankacılar Dergisi, Sayı 42, 2002, s. 58

maliyesinin sıkılaştırılması konusunda aynı özelliklere sahip bu reformlar, krizlerin ardından kısmen ya da tamamen değişime uğramıştır. Burada ilginç olan nokta, 1994 yılında komşusu Meksika’da yaşanan krizi gören Arjantin’in uygulamakta olduğu reform politikalarında, özellikle ‘kur rejimi politikasında’ herhangi bir değişiklik yapmaması ve bundan 7 yıl sonra benzer bir kriz yaşamasıdır. Burada göstergelere yeterli hassasiyetin gösterilip gösterilmediği tartışma konusu olmuş ve bu krizin nedenleri arasında gösterilmiştir.

Bu program 2001 yılı sonuna kadar yaklaşık on sene sürdürülmüştür. İlk yıllarda olumlu gelişmelerin yaşandığı ekonomide, daha sonra para kurulu uygulaması paralelinde etkin bir para politikası yürütülememesi sonucu ekonomik büyüme sağlanamamış ve son yıllarda üst üste üç yıl daralma görülmüştür. Bu durum vergi gelirlerini düşürmüş ve işsizliği artırmıştır. Vergi gelirleri gerilerken kamu harcamalarında aynı oranda indirimlerin mümkün olmaması sonucu bütçe açığı büyümüştür. Açığın finansmanı için iç ve dış borçlanmada artışa gidilmiştir. ABD dolarına sabit ulusal para, 2000 yılına gelindiğinde doların diğer rakip ülkelerin para birimleri karşısında değer kazanması ile diğer bölge ülkeleri karşısında değerli kalmıştır. 2000 yılı itibariyle ‘borç/GSYİH’ oranı % 50’yi bulsa da diğer ülkelerinkine kıyaslandığında çok kötü bir tablo gibi durmamaktadır. Ancak kriz öncesi aşırı değerlendirilmiş kuru da göz önünde bulundurursak bunun sadece maske olduğunu söyleyebiliriz.

### **3.1.4.1. Krizin Nedenleri ve Gelişimi**

Kamu ve dış kesimin düzenli bir şekilde açık vermesi sonucu artan finansman ihtiyacının portföy yatırımlarıyla karşılanması Arjantin’in –iç ve dış- borç yükünü artırmıştır.<sup>109</sup> Arjantin ekonomisinin kırılganlıklarının doğrultusunda önce 1998, daha sonra 1999 yılında olmak üzere iki defa büyük dışsal şoka maruz kalmıştır. Bu dışsal şoklar, Arjantin krizini inceleyen araştırmacılarca ortak olarak kabul edilen olumsuz etkiler yaratmıştır. Özellikle de 1999 yılından itibaren hem uygulanan ekonomik politikaların hem de iç politik şokların nihayetinde, zaten kırılgan bir ekonomiye sahip Arjantin için kriz kaçınılmaz bir son olmuştur. Politik şoklar ve bunun sonucunda oluşan politik risk, daha önceden de görüldüğü üzere kırılgan bir ekonomiye sahip gelişmekte olan ülkedeki yatırımcılar için yatırım kararlarını ve beklentilerini olumsuz etkileyen, hatta caydırıcı bir

---

<sup>109</sup> İNAN, a.g.e., s. 60

etkiye sahiptir.<sup>110</sup> 1999 yılında krize gidiş sürecinin yoğunlaştığı dönemin başlangıcında ülkeye giren yabancı sermaye miktarı 26,6 milyon dolar iken 2001 yılı sonunda krizle beraber 6,1 milyon dolara gerilemiştir.

Krize etkisi olan iki dış şoka baktığımızda Arjantin, 1998 yılında Rusya'nın moratoryum ilan etmesi ve 1999 yılında da Brezilya'nın ödemeler dengesi krizine girmesi ve devalüasyona gitmesi sonucunda devamlı olarak kendini tekrarlayan bir kriz sarmalı içine girmiştir. Özellikle, Brezilya krizi, dış ticaretinin yüzde 30'unu bu ülkeyle yapan Arjantin'in ihracatını iyice geriletmiştir. Bu krizler sırasında ülkelerin çoğu ya dalgalı kura geçerek maliyet yapılarını esnekletmiş ya da devalüasyona giderek yeni bir denge düzeyine geçmişlerdir. Para kurulunun varlığı nedeniyle Arjantin ekonomisinin katı yapısı bu yeni durumlara uyum sağlayamamıştır. Doların uluslararası piyasalarda değer kazanıp satın alma gücünün artması Arjantin Pesosunu da etkilemiş, kısa vadede Arjantinli tüketicinin satın alma gücü artmış, fakat üreticiler rekabet güçleri azaldığı için ücretleri ödeyemez hale gelmişler, ya iflas etmişler ya da küçülme yoluna gitmişlerdir.<sup>111</sup>

Arjantin krizinin genel sebepleri konusunda fikir arılıkları olsa da genel olarak uzlaşmaya varılmış ya da kabul edilmiş nedenlere maddeleştirerek bakarsak;

- İşgücü piyasasının esnek olmaması,( 1990'da % 12,2 iken 2001'de %20)
- Konvertibilite programından zamanında (1997 veya 1998'i, yani Brezilya'nın Güneydoğu Asya krizinin etkisiyle devalüasyon yaptığı dönemi veya tercihen krizin gelişinin öngörüldüğü birkaç ay öncesini kastetmektedir) çıkılmaması,
- ABD dolarının diğer para birimleri karşısında 1999–2000 döneminde hızla değer kazanması,
- Kamu maliyesinde disiplinin sağlanamaması,
- Bankacılık sistemi üzerinde oluşturduğu/biriktirdiği sorunlar (Arjantin bankacılık sistemini reel bazda büyük bir hızla büyütmüş; buna karşın sistemi, pasifte döviz cinsinden dış yükümlülükler arttığı için dışsal şoklara, aktifte de kamudan alacaklar arttığı için kamu maliyesi şoklarına karşı kırılgan hale getirmiştir.

---

<sup>110</sup> HACIHASANOĞLU, a.g.e., s. 68

<sup>111</sup> DTM, **Arjantin ve Türkiye Ekonomisi Krizleri**,  
<http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi9/arjant%C4%B0n.htm>, Ağustos 2002

Krizin nedenleri konusunda genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, yapılan araştırma ve yorumlar genelde Konvertibilite Programının yarattığı zaafılara işaret etmektedir. Özellikle sabit kur sistemi, sıcak para girişine yol açmış; para kurulu uygulaması ise ekonomik büyümeyi sağlayacak para politikası önlemlerini imkansızlaştırmıştır. Ekonomik büyüme, sıcak para girişinin bir fonksiyonu haline gelirken; aynı süreç kamu ve özel kesim tasarruflarının dış tasarruf tarafından ikame edilmesi sonucunu doğurmuştur.<sup>112</sup> Sıcak para krizinin hassas yapısı diğer ülkelerin yaşadığı krizlerden ve Arjantin'in kendi ekonomik-politik risklerinden etkilenerek çıkış yapmış ve kötü konjonktürün bir krize dönüşmesine ve devalüasyona( 1 peso = 1 dolar uygulaması terk edilip % 41 oranında devalüasyon yapılmıştır.) neden olmuştur.

### **3.1.5. Latin Amerika Krizlerinin Genel Bir Değerlendirmesi**

Özellikle Meksika, Arjantin ve Brezilya kaynaklı olan Latin Amerika krizleri de kendilerine özgü şartlara sahiptirler. Burada değinilmesi gereken iki özgün nokta:<sup>113</sup>

- Latin Amerika krizleri de Avrupa Döviz Kuru krizindeki(ERM) gibi çok geç fark edilmiş, bu aşamaya kadar ekonomistlerce yapılan uyarılar dikkate alınmamıştır.
- Parasal krizin sonucunda önceden devalüasyon yapan Meksika, para birimini savunmayı seçen Arjantin'e oranla başlangıçta büyük çöküşlerle karşılaşmamışlardır. Ancak parasal kriz her iki ülkede de ciddi durgunluklar yaşatmıştır.

Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizler, finansal sistemin kırılğan olduğu ülkelerde döviz kuru çıpası uygulamasının spekülâtif ataklara karşı sürdürülmesinin oldukça zor olduğunu göstermiştir. Bu durum diğer gelişmekte olan ülke ekonomileri için de geçerlidir. Faiz oranlarını yükselterek döviz talebini bastırma çabalarının finansal sisteme çok büyük

---

<sup>112</sup> İNAN, a.g.e., s. 61

<sup>113</sup> AKDİŞ, a.g.e., s. 64

zararlar verdiği ve krize neden olduğu, yakın geçmişte yaşanana krizlerde göze çarpan ortak özelliklerdir. Bu çabalar krizle beraber kş döneminden sonra durgunluk döneminde girilmesine neden olmaktadır. Ayrıca döviz kuru çıpası ulusal para için istikrar unsuru olarak görülmeye başlandığında, döviz cinsinden borçlanmayı ve yüksek oranlarda döviz kuru riski almayı teşvik etmektedir.

Döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliğine olan güven azalmaya başlayınca, ülkeye kısa vadeli spekulatif amaçlı sermaye girişi hızlanmaktadır. Ancak hızlı sermaye hareketleri toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayri menkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Hızlı portföy akımları Latin Amerika lkelerinde europia'ya (rahatlık) neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmek pahasına tüketimi artırma alışkanlığına yol açmıştır. Merkez bankasının sterilizasyona gitmemesi durumunda ülkeye giren yabancı sermaye, tüketim ve ithalatta büyük artışlara neden olarak demeler dengesini olumsuz etkilemektedir.<sup>114</sup>

### **3.2. Asya'da Yaşanan Krizler**

#### **3.2.1. Asya Krizlerinin Gelişimi**

Son yılların en önemli ve etkili finansal olaylarından biri Asya kıtasının genel olarak güneydoğusunda ki ülkelerinde görülen ve tüm dünya ülkelerini etkileyen mali krizdir. Bu konuda en çarpıcı nokta ise çeşitli sinyallerin algılanması ve şüphelerin olmasına rağmen bu kadar geniş bir coğrafyaya yayılan derin bir krizin önceden tahmin edilememiş olmasıdır. Bu durum finansal sistemin yeniden gözden geçirilmesi düşüncelerini başlatmıştır.

Güneydoğu Asya ekonomileri, özellikle 1990'lı yıllardan krizin başladığı döneme kadar büyük bir ekonomik performans göstermiş ve 'Asya Kaplanları' olarak ayrı bir kalkınma modelinin öncüleri olmuşlardır. Ekonomilerinde meydana gelen bu yukarı ivme  önemli faktör sonucunda gelişmiştir. Birinci faktör, başlıca dünya teknolojilerinin bu ülkelere kayması ve gelişmiş ülkelerin bu öncelik ve avantajlarını kaybetmeleri; ikinci faktör, dünyanın ekonomik çeki bölgelerinin Batı Pasifik'ten Asya ülkelerine kayması; nc faktör ise gelişmiş ülkelerinkine oranla daha az sivil özgürlük ve çok düşük ücretler ile daha fazla planlama esasına dayalı bir modelin benimsenmiş olmasıdır.<sup>115</sup>

<sup>114</sup> GÜLOĞLU ve AKTUNOĞLU, a.g.e., s. 26

<sup>115</sup> AKDİŞ, a.g.e., s. 64

Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde çok önemli sayılabilecek makro ekonomik dengesizliklerin olmadığı görülmektedir. Gerçi özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve bununla beraber özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel bazda ulusal paranın aşırı değerlenmiş olması ile cari işlemler açığının yükselmesi gibi bazı göstergeler ekonomik gidişin yön değiştirmesi gerektiğini gösteriyorsa da bir krizi önceden kestirmekte yeterince verimli kullanılamamıştır.<sup>116</sup>

Yukarıda belirttiğimiz krizin göstergelerinden cari açıkta kötüleşmenin nedenlerini, tüm krizi yaşayan Asya ülkeleri için ortak maddelerde gösterebilir, bunlar:<sup>117</sup>

- 1994 yılında Çin'in ulusal para birimi yuanın % 45–50 oranında devalüe olması nedeniyle krizi yaşayan ülkelerin en büyük ihracat ortağının ekonomisindeki dalgalanmalar
- Ulusal paralarını dolara sabitleyen kriz ülkelerinin 1995 yılının ikinci yarısından itibaren aşırı değerlenene dolarla beraber ulusal paralarının da aşırı değerlenmesi ve ihracatı azaltması
- 1995-1996'da yarı-iletken ürünlerde toplam üretimin toplam talebi aşması nedeniyle üretim fazlası maliyetleri başta Güney Kore olmak üzere olumsuz etki yaratmıştır
- 1990'larda kriz ülkelerinin en büyük ikinci ticaret ortağı olan Japonya ekonomisinde yaşanan ekonomik durgunluk
- 1997'den itibaren başta Tayland olmak üzere Güneydoğu Asya ülkelerinin ekonomilerinde konjonktürel nedenlerle üretim ve ihracat artış hızında düşüş yaşanmasıdır.

---

<sup>116</sup> GÜLOĞLU ve ALTUNOĞLU, a.g.m., s. 15

<sup>117</sup> HACIİSLAMOĞLU, M. Levent, SİLAHŞÖR, H. Serkan, **Güneydoğu Asya Krizinin Nedenleri, Gelişimi ve Olası Etkileri**, Ankara: TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Yayınları, Mayıs 1998, s.9

**Tablo 3.5:** Kriz yaşıyan ülkelerdeki cari işlemler dengesi ( GSYİH'nin yüzdesi olarak)

	1992	1993	1994
<b>Meksika</b>	-6.7	-5.8	-7.0
	1995	1996	1997
<b>G. Kore</b>	-2.0	-4.9	-2.8
<b>Endonezya</b>	-3.3	-3.3	-2.9
<b>Malezya</b>	-10.0	-4.9	-5.8
<b>Filipinler</b>	-4.4	-4.7	-4.5
<b>Tayland</b>	-8.0	-7.9	-3.9

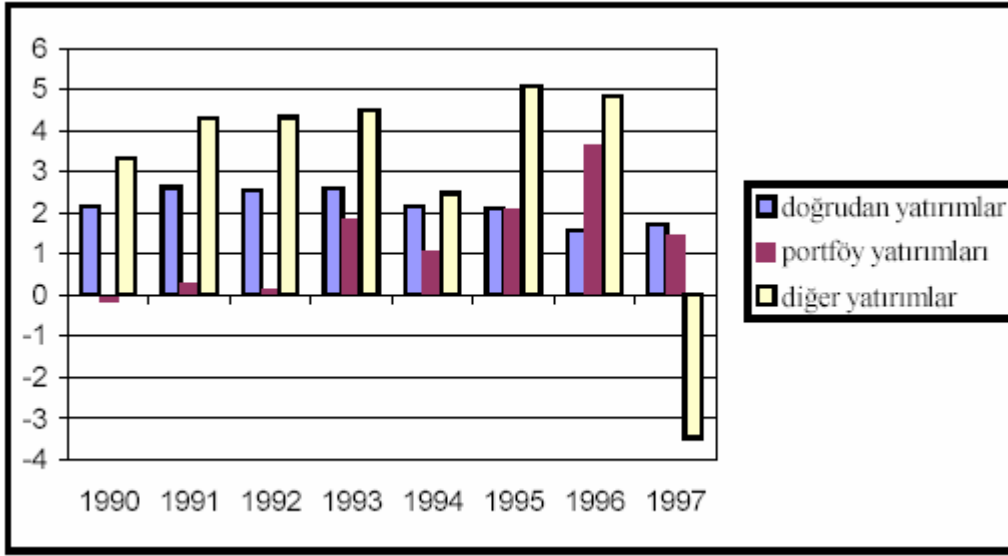
**Kaynak:** IMF, International Financial Statics 1998, www.imf.com

Krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak kısa vadeli sermaye hareketlerine uğramışlardır. Yoğun sermaye girişleri özellikle de sıcak para olarak tabir edilen kısa dönemli sermaye hareketleri düzensiz finansal serbestleşmeye atfedilebilir. Dışa açılma süreci, öncelikli sektörler verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönem sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına önemli sınırlamalar getirilmiş ancak finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma imkanlarını artırmıştır. Düzenli bir finansal serbestleşme doğru sırayla yapılmadığında, özellikle de etkin bir denetleme sistemi olmadığında finansal kırılganlıklar artar.<sup>118</sup>

<sup>118</sup> GÜLOĞLU ve ALTUNOĞLU, a.g.m., s. 16



**Şekil 3.2:** Asya Ülkelerindeki Sermaye Hareketleri ( GSYİH'nin yüzdesi olarak)



**Kaynak:** IMF, International Financial Statics 1998, www.imf.com

Yabancı sermaye girişlerinin kriz ekonomilerinin verdikleri cari açıkların miktarından daha fazla miktarda olması Asya'da 1990'ların başlarında sıkça görülen bir olgudur. Bu akımlar, cari açıkları finanse etmekte kullanıldığında avantaj sağlarken terse dönebilecek portföy yatırımları haline dönüşerek ekonomi için bir tehdit unsuru haline dönüşebilirler. Cari açıklardan daha fazla sermaye girişleri nominal kur değerlemesine neden olabilir ki bu da ülkenin ihraç mallarının rekabet gücünü olumsuz yönde etkileyecektir. Bu durumda da cari açıktaki büyüme hızı artacaktır.<sup>119</sup> Bu konuda doğrudan yabancı sermaye yatırımları, kısa vadeli portföy yatırımlarına oranla daha risksiz ve sürdürülebilir nitelik taşımaktadır.

1999'ların başından itibaren Avrupa ve Japonya'da devam eden zayıf büyüme, cazip yatırım imkanlarını mevcut tasarrufların gerisinde bırakmıştır. Büyük miktarlara ulaşan özel sermaye akımları, yüksek getiri bekleyen uluslararası yatırımcılar tarafında mevcut riskler göz önüne alınmadan yükselen yeni Asya pazarlarına kaydırılmıştır. Bu sermaye girişleri, yerli malı fiyatlarını yükseltmiş ve finans piyasalarında suni ve spekülasyona açık bir kabarmaya sebebiyet vermiştir.

<sup>119</sup> HACIİSLAMOĞLU ve SİLAHŞÖR, a.g.e., s. 14

### 3.2.2. Tayland ve Güney Kore Krizleri

Tayland'da krizin yaşandığı 1997 yılına kadar geçen son 30 yıllık dönemde kişi başına düşen milli gelir 5 kat artmış, yine 1985–1995 yılları arasında ekonomide % 9'luk büyüme gözlenmiştir. İstikrarlı makro ekonomik politikalar ve kamuda dengenin sağlanmış olması ülkeye geniş çapta sermaye girişini özendirmiştir. Bu sermayenin büyük bir kısmı kısa vadeli kredi açma şeklindeki yabancı ülke bankalarının bu konudaki olanaklarını artırmış ve çeşitlendirmiştir. Ancak daha önce de bahsettiğimiz gibi 1996 yılından itibaren su yüzüne çıkan sorunlar Tayland'a akan kısa vadeli fonların aynı şekilde çıkışına neden olmaya başlamıştır. Bu kaçışın başlamasına ve kriz şüphelerinin uyanmasına neden olan başlıklar, Amerikan Yatırım Bankası ( American Investment Bank) nın yapmış olduğu araştırmada şu şekilde gözükmektedir:<sup>120</sup>

- Gayri menkul piyasası fiyatlarında bir balon şeklinde aşırı şişkin fiyat artışları oluşması
- Firmalarda, son yıllarda ekonomiyle beraber büyüyen rekabet gücünün yok olmaya başlaması
- Tayland'ın ulusal parası baht için devalüasyonun yakın olduğunun kulislerde konuşulmaya başlanması

Bu göstergelerde 1997 yılında değişmeler olmaya başlamış ve oldukça şişen gayrimenkul fiyatları gerilemeye başlamıştır. Bu güven ortamının bozulduğunun ve yabancı sermayedarların artık fonlarını geri çekmeye başladığının ve krizin her an kapıda olduğunun göstergesi olmuştur. Çünkü gayrimenkul yatırımları, kısa vadeli dış plasmanlara dayalı banka kredileriyle finanse edilmekteydi. Tayland bankacılık sisteminde sağlam karşılığı olmayan kredi stoku 40 milyar dolara ulaşmıştı ve bu bile başlı başına bir kriz nedeni olabilmektedir.<sup>121</sup>

Emlak fiyatlarındaki düşüş yolu ile hisse senetleri fiyatlarını çökertmiş ve finans kurumları da art arda çözülmeye yüz tutmuşlardır. 14–15 Mayıs 1997 tarihlerinde bahta yönelik ilk ağır spekülasyon atakları başlamıştır. Bu atakları en az hasarla atlatabilmek için merkez bankası, döviz rezervlerinden milyarlarca dolar kullanarak bahtın geçerli döviz

---

<sup>120</sup> İLYAS, a.g.e., s. 32

<sup>121</sup> İLYAS, a.g.e., s. 29

kurunu korumayı başarmış ancak faizler yükselme ve hisse senetleri fiyatları da düşme trendine girmiştir. Bu baskılara dayanamayan Tayland, temmuz ayında para birimi bahtı dalgalanmaya bırakarak genel olarak krizin başlangıcını ilan etmiştir.

Tayland'da yaşanan devalüasyonun etkileri kısa sürede bölge ülkelerinde hissedilmeye başlanmıştır. Bahtın değer kaybetmesine müteakip Tayland'daki senaryo tekrarlanmış ve uluslararası spekülâtorler diğer Güneydoğu Asya ülkelerinin paralarına hücum etmişlerdir. Kişi başına milli geliri 1967–1997 yılları arasında 10 kat artan ve yıllık ortalama % 8 büyüme hızı göstererek o dönemde dünyanın 11. büyük ekonomisi haline gelen Güney Kore'de temelinde finans sektöründeki bozukluklar nedeniyle krize yakalanmıştır. 1997 yılının ilk çeyreğinde Güney Kore'de Tayland gibi büyük şirketlerin iflasları birbirini izlemiştir. Doların değer kazanması önce ihracatı vurmuş, daha sonra dolar üzerinden borçlanmış diğer ülkeler gibi Güney Kore firmalarının da rekabet gücünü çok aşağı çekmiş hatta iflasa sürüklemiştir. Ayrıca yaşanan bir kredi skandalında baş aktörün o dönem başkanının olması politik riskinde doğmasına neden olmuş ve varolan panik havasının nabzını yükseltmiştir.<sup>122</sup>

İçine düşülen döviz kıtlığı nedeniyle Kore wonu, dolar karşısında % 70–80 oranında değer kaybetmiş ve mali piyasalar altüst olmuştur. 1997 yılının son çeyreğinde, tüketim ve yatırım talebinin düşmesi sonucunda ekonominin üretim kapasitesi büyük ölçüde daralmıştır. Kore wonunun hızlı devalüasyonunun yansıması olarak cari işlemler dengesi fazla vermeye başlamış ve devalüasyonun enflasyonist etkisine bağlı olarak fiyatlar Aralık ayından itibaren hızla yükselmiştir. Sonuçta krizi hazırlayan yapısal faktörleri; ihracatın miktar olarak artmasına karşın değer olarak 1996 ve 1997'de gerilemesi nedeniyle biriken cari işlemler açığı, 1997'de fiziki yatırım ve süren ekonomik durgunluk sonucu azalan karlar nedeniyle finansman sorunları yaşayan otuz büyük şirketten yedisinin iflas etmiş olması, şirket iflaslarının mali sistemi zayıflatması sonucu mali kuruluşların artan batık kredi sorunları ve hisse senetleri fiyatlarının düşmesi nedeniyle bankaların net varlıklarının erimesi, mali kuruluşların bir yıldan kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklerinin % 60'ına ulaşmasını gösterebiliriz.<sup>123</sup>

<sup>122</sup> HACIİSLAMOĞLU ve SİLAHŞÖR, a.g.e., s. 45

<sup>123</sup> DTM, **Güney Kore**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/nisan2000/gneykore.htm>, Nisan 2000

### 3.2.3. Güneydoğu Asya Krizlerinin Genel Bir Değerlendirmesi

Krizin yaşandığı ülkeler olan Tayland, Malezya, Endonezya, Güney Kore ve Filipinler’de benzer sebeplerden dolayı oluşan kriz, daha önce açıkladığımız gibi krizlerin bölgesel etkileşim sonucu bulaşma özelliği nedeniyle birkaç ay içinde yayılarak etkisini göstermiştir. Bu ülkelerin krizde de önemli rol sahibi olan ortak özellikleri, sabit kur rejimini benimseyerek ulusal paralarını belli bir orandan dolara sabitlemeleridir.

Güneydoğu Asya ülkelerinde aynı dönem içinde görülen krizlerin nedenlerini saydıktan sonra krizin oluşumundaki faktörleri ve krizin oluşmasındaki 5 ülke içinde ortak olan etkenleri şu şekilde özetleyebiliriz:<sup>124</sup>

- Başta Tayland olmak üzere bölgedeki diğer birçok ülkede ödemeler dengesi ve cari açık, kriz sinyali vermeye başlamış ve piyasalarda dalgalanmalar yaşanmıştır.
- İstikrarlı döviz kurlarının çok uzun süredir devam ediyor olması, dış borçlanma nedeniyle finansal ve finansal olmayan sektörlerdeki riskin arttığı ve kurların aşırı yüksek kaldığı görüşünü piyasalarda yaygınlaşmasından kaynaklanan döviz kuru riskine yol açmıştır. Döviz kuru riskinin gelişiminde ise ABD dolarının değer kazanması ve öte yandan bölge ülkelerinin ticari ilişkilerinin yoğun olduğu Japonya’nın para birimindeki koruma önlemlerinin gündeme gelmesi önemli unsurlar olmuştur.
- Mali disiplinde ve prensiplerde esnek davranılması ve finansal yanlışlar, bankaların kredilendirme kalitesini bozmuştur. Kriz yayıldıkça, politik belirsizlikler ile otoritelere güvensizliğin artması ve öte yandan gerekli düzenlemelerin yapılamayacağı düşünülmesi, para ve sermaye piyasalarındaki baskıları artırmıştır. Dolayısıyla hem ticari hem de mali piyasalarda kriz derinlik kazanmıştır.

---

<sup>124</sup> KAYACAN, Murat, **Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB’ye Etkileri**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1998, s.56

### 3.2.4. Güneydoğu Asya Krizinde Spekülatif Hareketlerin Rolü

1990'ların başından beri Avrupa ve Japonya'da devam eden zayıf büyüme, cazip yatırım imkanlarını mevcut tasarrufların gerisinde bırakmıştır. Özel sermaye akımları, bu fonların sahipleri olan uluslararası yatırımcılar tarafından mevcut riskler dahilinde yükselen pazarlara kaydırılmıştır. Bu durum yerli mali varlıkların değerini artırmış, finans piyasalarında suni ve spekülasyona açık bir kabarmaya neden olmuştur. Bu nedenle, ağırlıklı olarak reel ve mali sektörden çok finans sektöründeki bozukluklardan kaynaklanan krizler yaşayan Güneydoğu Asya ülkeleri için spekülasyonun da çok etkili bir rolü olduğu dünya genelinde kabul görmüştür.

**Tablo 3.6:** Asya Ülkelerine Yönelen Net Sermaye Akımları ( Milyar Dolar)

	1990-1996	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Net Özel Sermaye Akımları	55.8	64.7	91.8	99.0	28.8	-44.3	11.0
Net Doğrudan Yatırımlar	4.5	32.9	44.4	51.0	60.1	60.2	48.2
Net Portföy Yatırımları	6.7	11.3	10.0	10.2	11.6	-12.2	2.6
Diğer Net Yatırımlar	16.3	9.0	30.8	28.7	-43.0	-80.4	-32.1
-Net Resmi Yatırımlar	8.6	5.8	5.1	11.3	7.5	25.9	10.1
-Rezervlerdeki Değişmeler	-28.9	-39.7	-29.1	-48.1	-19.2	4.8	-37.9

**Kaynak:** IMF, Outlook 2000, [www.imf.com](http://www.imf.com)

Bu krizlerde, uluslararası spekülörlerin özellikle istikrar bozucu davranışlarının rolünün büyük olduğu söylenebilir. Boğa(yükselen) piyasalara ya da ayı(düşmekte olan) piyasalara da giriş çıkış yaparak bu ülkelerin ulusal paralarının aşırı değerlenmesine neden olmakta ve bu politikanın belli bir süre sürdürülebilmesine imkan sağladığı kabul

edilmektedir. Ayrıca kriz öncesi kar amacıyla Asya Pasifik ülkelerine gelen bu yatırımcılar, krizlerin baş göstermesi ya da güçlü sinyallerin gelmesiyle beraber fonlarını çekerek yeniden güvenli ABD tahvilleri veya Avrupa ülkelerinin bonoları gibi garanti enstrümanlara yönlendirmişlerdir. Bu durumun sonucunda kriz ülkelerinde büyüyen cari açığın finansmanı bireysel ülke başvuruları sonucunda IMF'ye kalmıştır. Burada oluşturulan bir teoriye göre kriz anında ülkeden kaçan fonların sahipleri tarafından bu sefer hem de IMF garantörlüğünde Asya Pasifik ülkelerine geri döndüğü şeklindedir. Yani kriz süresince de uluslararası sıcak para açısından kazanç devam etmiş, hatta IMF önderliğinde garanti kazanmış olduğu savunulmaktadır.<sup>125</sup>

### **3.3. Türkiye’de Yaşanan Krizler(2000–2001)**

#### **3.3.1. Güneydoğu Asya Ülkeleri İle Türkiye’nin Kriz Öncesi Karşılaştırılması**

1990 yıllarla beraber kriz yaşayan 5 Asya ülkesi ile Türkiye arasındaki en belirgin ekonomik farklılıklar kamu açıkları ve enflasyon olarak gözükmektedir. Asya krizinin önemli ölçüde kamu kesimi borcu olmadığı ve bundan kaynaklanan enflasyonist baskıları yaşamadığını göz önünde bulundurursak aynı zamanda bu yönüyle Latin Amerika ve Türkiye krizlerinden ayırabiliriz. Yani Türkiye’de ki krizin ana nedenlerinden biri aşırı tüketimken Asya ülkelerinde dışarıdan finanse edilmiş aşırı yatırımlar ve sonucunda oluşan kapasite fazlalığı temel olarak gösterilebilir. Aynı zamanda genel olarak gösterilebilecek orta bir nokta ise, bu ülkelerin kriz yaşamadan önceki yıllarda ki hızlı büyümedir. Buradan da Türkiye krizlerinin Asya krizlerinden çok Latin Amerika krizleriyle benzerlik gösterdiği görülmektedir.

Yedi yıllık dönem içinde çok sayıda kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerde en çok göze çarpan ortak nokta ise kur rejimi tercihi olmuştur. Kur çapasına dayalı sabit döviz kuru rejimini tercih eden kriz ülkeleri, genelde geçirdikleri finansal krizlerle beraber dalgalı kur uygulamasına geçmişlerdir. Spekülatif amaçlı olarak bu ülkelerde bulunan yabancı yatırımlar ise hem krizin çıkış aşamasında hem de derinleşmesi aşamasında ekonomilere olumsuz etkilerde bulunmuşlardır.

---

<sup>125</sup> AKDİŞ, a.g.e., s.75

### 3.3.2. Türkiye' de Yabancı Sermaye Hareketleri

Türkiye, 24 Ocak İstikrar Kararları ile başlayan dışa açılma ve ekonomik serbestleşme süreciyle beraber, gerek dış ticaret gerekse sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik önemli adımlar atmıştır. Bu adımlar sonucu dış ticaret hacmindeki önemli artışlar, kendisini sermaye hareketlerinde de göstermiştir. 1989 yılında yürürlüğe konulan Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 32 sayılı Kararla beraber bu artış daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlarda görülmüş ve bu yatırımlar doğrudan yatırımlara göre çok daha yüksek seviyelere çıkmıştır.

1980 sonrası sermaye akımlarının rakamsal olarak arttığı görülmektedir. Bu artış 1990'lı yıllara gelindiğinde 1991, 1994 ve 1998 yılları hariç tutulursa hızlanmıştır. Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarı yaklaşık olarak 1980'de 672 milyon dolar iken, 1985'de 1 milyar dolara 1990'da 4 milyar dolara 1996'da 5,5 milyar dolara yükselmiştir. 1991 körfez krizi, 1994 Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz ve 1998'de Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle ülkemizden önemli miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991 yılında Türkiye'den çıkan net sermaye miktarı yaklaşık olarak 2,5 milyar dolar, 1994 yılında 4,3 milyar dolar, 1998 yılında ise 840 milyon dolardır. 1999 ve 2000 yıllarında ise sermaye girişlerinde artışlar yaşanmış ve 1999 yılında ülkeye giriş yapan net yabancı sermaye yaklaşık 4.9 milyar dolar iken, 2000 yılında 9.6 milyar dolara yükselmiştir. 2001 yılında ise Kasım ve Şubat krizlerinin etkisiyle ülkemizden 13,9 milyar dolar civarında sermaye çıkışı yaşanmıştır.<sup>126</sup>

---

<sup>126</sup> KARA, a.g.m.

**Tablo 3.7:** Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri

Yıl	Toplam Sermaye Hareketleri (net)	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1990	4037	700	547	-210	3000
1991	-2397	783	623	-783	-3020
1992	3648	779	2411	-938	1396
1993	8903	622	3917	1370	2994
1994	-4257	559	1158	-784	-5190
1995	4565	772	237	-95	3635
1996	5483	612	570	1636	2665
1997	6969	554	1634	4788	-9
1998	-840	573	-6711	3985	1313
1999	4935	138	3429	344	1024
2000	9610	112	1022	4276	4200
2001	-13882	2769	-4515	-1130	-11006

**Kaynak:** TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye özellikle 1990'lı yıllarda dalgalanmalar göstermiş, önemli ve güvenilir fon miktarları sağlayamamıştır. Portföy yatırımları ve kısa vadeli borç alımlarının hacmi arttıkça Türkiye, aniden tersyüz edilebilen sermaye çeşitleriyle yüz yüze gelmiş ve bu iki tür sermaye giriş ve çıkışları da benzer özellikler göstermişlerdir. Diğer yandan 1996 tarihi itibarıyla yürürlüğe giren Gümrük Birliğiyle beraber, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinde, özellikle de doğrudan yatırımlarda beklenen artışlar gerçekleşmemiştir. Hatta doğrudan yatırım miktarları 1995 yılına göre 1996, 1997 ve 1999 yıllarında düşüş göstermiştir.



**Tablo 3.8:** Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Yıl	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Kısa Vad. Sermaye H</b>	3000	-3020	1396	2994	-5190	3635	2665	-7	1313	1024	4200	-11006
<b>Varlıklar (net)</b>	-409	-2560	-2438	-3291	2423	-383	331	-1750	-1464	-2198	-1913	-87
<b>Yükümlülükler (net)</b>	3409	-457	3834	6285	-7613	4018	2334	1743	2777	3222	6113	-10919

**Kaynak:** TCMB, Ödemeler, www.tcmb.gov.tr

### 3.3.3. Türkiye'nin Yabancı Sermaye Çekme Konusunda Güçlü ve Zayıf Yönleri

Dünya Ticaret Örgütü göstergelerine göre Türkiye, dünya ticaretinde 20 en dinamik ülke arasında yer almaktadır. Türkiye'nin dinamik bir pazar haline gelmesinde 'jeopolitik' ve 'jeo-ekonomik' konumunun da büyük etkisi bulunmaktadır. Nüfus artış hızının yüksek oluşu ve bunu karşılayacak yeterli oranda istihdam imkanlarının bulunmayışı, Türkiye'de çalışanların ücret taleplerini ya da kendilerine sunulan ücret aralığını rekabet nedeniyle işveren lehine geliştirdiği için bu da ülkemize karşı yabancı sermaye yatırımları yapmayı düşünenlerin iştahlarını kabartmaktadır. Türkiye ekonomisinin karakteristik yapı özelliklerinden organize sanayi bölgelerinin yoğunluğu, hammadde temininin kolaylığı ve doğal kaynakların da bolluğu Türkiye'nin yabancı sermaye çekme konusundaki diğer artı yönlerini oluşturmaktadır.

Türkiye'nin sadece yabancı sermayeyi çekmede değil kendi ekonomisini de bir istikrar tabanına oturtma da en büyük sorunlarını oluşturan yüksek enflasyon ve siyasi istikrarsızlık önemli eksileri konumundadır. Siyasi istikrarsızlık, yabancı sermayeye karşı uygulanacak olan politikaları ve seçilecek vergi teşvik oranlarını da etkilediği için yabancı sermayedarı

direkt olarak etkilemektedir. Faiz oranlarındaki istikrarsızlık ve döviz kuru uygulamaları da paranın fiyatını ve maliyetleri etkilediği için Türkiye bu konuda sınıfta kalmıştır. Türkiye ekonomisinin yabancı sermayedarın gözünde eksi değer yaratan bir diğer konuya cari bütçe açığının artık kronikleşmiş bir şekilde yüksek oranlarda seyretmesidir.

Siyasi ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle yabancı sermayedarlar Türkiye’de doğrudan yatırımlar dışında çok daha büyük oranda portföy yatırımlarını tercih etmektedirler. Örneğin 2004 yılına baktığımızda Türkiye’de gerçekleştirilen doğrudan yabancı sermaye yatırımı miktarı 2,6 milyar dolar olurken Türkiye’nin yurt dışına yaptığı doğrudan yabancı sermaye yatırımının tutarı 857 milyon dolardır. Yabancı sermayedar Türkiye’ye daha çok portföy yatırımı için gelmektedir. Bunu da son yıl verileri yapılan yatırımın 26,5 milyar dolar olduğunu göstererek yapmaktadır.<sup>127</sup> Türkiye’nin yurt dışına yaptığı portföy yatırımının tutarı ise 19 milyar 221 milyon dolardır, burada aradaki 7 milyar 250 milyon dolarlık fark ülkeye bu yıl içersinde ülke sınırları içersinde kalan sıcak para miktarını göstermektedir.

Daha önceden de belirttiğimiz üzere yeterli yatırım ve istihdam imkanı olmayan ülkelerin yabancı sermaye yatırımları konusunda öncelikli tercihleri doğrudan yatırımlardır. Ancak yukarıdaki rakamlara baktığımız zaman ülkemizin bu konuda zayıf kaldığını görmekteyiz. Ülkemize gelen yabancı sermaye büyük oranda portföy yatırım ve dış kredi olarak girmekte, faiz ve kur farklarında faydalanmayı amaçlamakta ve istediği kar ortamı bozulduğu anda ülkeyi terketmektedir. Oysaki yatırımların azlığı ile yeni iş sahası konusunda sorun yaşayan ve % 12 oranında işsiz nüfusa sahip olan Türkiye’nin dışardan gelip tesis kuracak ve istihdam yaratacak yabancı sermayeye ihtiyacı bulunmaktadır.

---

<sup>127</sup> TATARİ, Begüm, **Yatırım Danışma Konseyinin Ardından Türkiye ve Yabancı Yatırımcılar**, [www.izto.org.tr](http://www.izto.org.tr), Haziran 2005, s.5

**Tablo 3.9:** Türkiye'nin Yabancı Sermaye Çekme Konusunda Güçlü ve Zayıf Yönleri

<b>GÜÇLÜ YÖNLER</b>	<b>ZAYIF YÖNLER</b>
<b>İnsan Kaynakları:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Genç nüfus</li><li>-Eğitimli yönetici</li><li>-Ortaklığa olumlu yaklaşan dinamik girişimci</li></ul>	<b>Siyasi İstikrar:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Sık değişen hükümetler ve istikrarsız koalisyonlar</li></ul>
<b>İç Pazarın Yapısı:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Sürekli büyüyen tüketici kitlesi</li><li>-Sosyal yaşantı</li><li>-Alım gücü</li></ul>	<b>Demokrasi:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Batı standartlarında demokratik kurum ve kuruluşların yerleşmemiş olması</li><li>-Terör</li></ul>
<b>Coğrafi Konum:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Orta Doğu, Doğu Avrupa ve Eski Sovyet Cumhuriyetleri'ne hakim stratejik konumu</li></ul>	<b>Ekonomik Göstergeler:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Yüksek enflasyon</li><li>-Dış ticaret açığı</li><li>-İç ve dış borç politikalarının yetersizliği</li><li>-Bütçe açığı</li><li>-Kredi maliyetlerinin yüksekliği</li><li>-Yerli üreticiler karşısında prosedürler belgelendirme, vergilendirmede haksız rekabet</li></ul>
<b>Yasal Altyapı:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Yabancı sermayeyi teşvik kanunu</li><li>-Yabancı sermaye çerçeve kararı</li><li>-Patent haklarının korunması yasası</li><li>-Tüketicinin korunması yasası</li><li>-Rekabetin korunması yasası</li><li>-Markaların korunması hakkında KHK</li></ul>	<b>Türkiye'ye ve Türk İşletmelerine Duyulan Güven:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Uluslararası anlaşmalara uyulmaması</li><li>-Yönetimin vaadlerini gerçekleştirmemesi</li><li>-Geçmişte taahhütlerini yerine getirmeyen, olumsuz imaj bırakan Türk şirketleri</li></ul>
<b>Fiziki Altyapı:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Organize sanayi bölgeleri</li><li>-Ulaşım ağı</li><li>-Ham madde temini kolaylığı</li><li>-Doğal kaynakların fazlalığı</li></ul>	<b>Kurumsal Altyapı:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Gerçekleştirilemeyen özelleştirme</li><li>-Sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması</li><li>-Geleceğe yönelik enerji politikalarının bulunmaması</li><li>-Sık değişen mevzuat</li><li>-Bürokrasinin yıldırıcılığı</li></ul>
<b>İzlenen Ekonomik Politikalar:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>-Uygulanan serbest piyasa ekonomisi</li><li>-Yabancı sermayeye uygulanan teşvikler</li><li>-Yatırım maliyetlerinin düşüklüğü</li></ul>	

**Kaynak:** Özgür Çatıkkaş, Yabancı Sermaye Yatırımları, 2000, s.166.

### 3.3.4. Kasım 2000 Krizi

Kriz dönemini açıklamaya başlamadan önce Türkiye'nin IMF ve Dünya Bankası ile Stand-by sözleşmeleri yapmaya yönlendiren ekonomik göstergelerden bahsetmemiz daha doğru olacaktır. Türkiye 1999 yılının sonuna doğru ekonomik açıdan son derecede karamsar bir görünüm içindeydi. Ekonomik büyüme % - 6.1 olmuş, yani ekonomi yüzde 6.1 oranında küçülmüş, enflasyon (TEFE) % 70'e ulaşmış, bütçe açıkları büyümüş ve taşınmaz noktaya gelmiş, Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı % 106'ya ulaşmıştı. Yaklaşık 30 yıldır iki haneli yüksek enflasyon yaşayan Türkiye'nin bu yapısı artık sürdürülemez bir noktaya doğru hızla ilerlemeye yönelmişti. Bundan sonraki aşama hiper enflasyona geçiş aşaması olarak görünmeye başlamıştı.<sup>128</sup> Bu konuda kamu iktisadi teşebbüslerinin da açığın büyümesi yönündeki etkisini de katılmasıyla beraber gelinen noktada;”2000 yılı sonuna kadar kamu borçlanma faizleri, hem enflasyon oranından hem de yerli paranın aşınma değerinden daha yüksek olmuştur. Bu oranlar da krize kadar ki bölümde yabancı sermaye gelmesini teşvik edici olmuştur”.<sup>129</sup>

Türkiye, 2000 yılında IMF ve Dünya Bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonu düşürmek için bir dezenflasyon programını uygulamaya koymuştur. 1999 yılının Aralık ayında IMF'ye verilen niyet mektubunda 2000 yılı enflasyonu düşürme programının genel çerçevesi başlıca şu 3 başlık altında toplanmıştır:<sup>130</sup>

1. Faiz dışı bütçe dengesinin fazla vermesi
2. Döviz kuru ve para politikalarının yeniden belirlenmesi
3. Sosyal güvenlik, özelleştirme, vergi ve tarım konularında yapısal reformların gerçekleştirilmesi

Böylelikle enflasyonun temel kaynağı kamu açıkları olduğu ve bununda kamu kesimi finansman yönetiminden kaynaklandığı kabul ediliyor ve bu açıkların kapatılması için tedbir

<sup>128</sup> EĞİLMEZ, Mahfi, **Kasım 2000 Krizi Üzerine**, [http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose\\_1.htm](http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_1.htm), 2001

<sup>129</sup> BORATAV, Korkut, YELDAN, Erdinç, **Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)stability, and Patterns of Distribution**, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF>, 2001, s.12

<sup>130</sup> GÜLOĞLU ve ALTUNOĞLU, a.g.m., s. 22

alınıyordu. Bunun doğal sonucu olarak kamu harcamaları kısılacak ve vergi oranlarının artırılması suretiyle vergi gelirleri artırılabilecekti. Bu reformlara ek olarak IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması hedeflenmiştir.

Enflasyonu düşürme programında, döviz kuru çıpa olarak kullanılmıştı. Bu program doğrultusunda ulaşılmak istenen hedefe kadar geçecek süreç üç yıl olarak belirlenmişti. Bu program dahilinde enflasyonun ilk yıl % 25, ikinci yıl %12 ve üçüncü yıl % 7 rakamında tutmak hedef olarak seçilmişti. Bunun yanında reel faiz oranlarını makul seviyeler arasında değişkenlik göstermesini sağlamak ve ekonomik büyüme potansiyelinin önünü açacak ortamı yaratmak hedef olarak seçilmişti. Yine bu üç yıllık dönem için ikiye bölerek 18'er aylık iki farklı kur sistemi uygulanacağı açıklanmıştı. İlk yarısında "enflasyon hedefine yönelik kur sepeti", ikinci yarısında ise "kademeli olarak genişleyen bant sistemi" izlenecek politikalar idi.

1 ABD Doları + 0,77 Euro olarak kararlaştırılan kur sepetinin günlük olarak açıklanması planlanmıştı. On iki aylık süreçte, kur sepetindeki artışın oranının ne olacağı bilinecekti. Burada amaç, kurdaki belirsizlik durumunu ortadan kaldırarak enflasyon yükselişine neden olmasını engellemek ve planlanan program dahilinde azaltmaktı. Ancak kurun sabitlenmesinin dezavantajlarını yaşayacaktır.<sup>131</sup>

Programın pasif temelini oluşturan para politikası açısından en belirgin temeli ise Merkez Bankası'nın Net İç Varlıkları (NİV) üzerine konulan - 1,200 trilyon liralık performans kriteriydi. Buna göre Merkez Bankası yalnızca döviz girişleri karşılığında yaratacağı Türk Lirasını piyasaya verecek ve ek likiditeyi ancak bu yolla sağlayacaktı. Kriz öncesi para politikalarının sonucu olarak meydana gelen iç talepteki canlanma, Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanması ve bunun sonucu ithalatın hızlı bir şekilde artması cari işlemler dengesini bozmuştur.

Sermaye kaçışları, her ne kadar kriz belirleyicisi ve yaşanan sürecin daha da zorlaşmasındaki etken faktörlerden olsa da tek başına neden olarak gösterilemez, yukarıda belirttiğimiz üzere ödemeler dengesi cari açığının yüksek olması da başlı başına bir kriz

---

<sup>131</sup> KANSU, Aydan, **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul:Derin Yayınları, 2004, s.173-175

nedeniydi. Kriz yaşamış olan gelişmekte olan ülkelerin hepsinde de bu konuda sıkıntı yaşamı oldukları ortak olarak gözükmektedir. Genel cari açığın, milli gelir içindeki payının % 4'ü geçmemesi gerektiğidir. Krizin patlak verdiği dönemde bu oran -%10 u bulmuştur.<sup>132</sup>

Ekim ayı sonunda Türkiye'de ekonomik büyüme % 6.5 - 7 aralığına doğru yol alıyordu. Böylece 1999 yılının % -6,1 oranındaki büyümesi, ya da daha doğru bir ifadeyle küçülmesi, tekrar büyümeye dönüşerek tedavi edilmiş bulunuyordu. Büyümenin altında yatan temel neden talep canlılığı hem iç piyasaya hem de dış piyasaya (ithalata) yönelikti. Talep canlılığına karşılık enflasyon % 69'dan % 40'ların altına inmişti. Enflasyondaki inişin daha hızlı olamamasının nedeni ise yine talebin, özellikle de bankalarca açılan bireysel kredilerde desteklenerek canlılığını korumakta olmasıydı. Bütçe, faiz dışı fazlada tarihi bir rekora doğru koşuyordu. Yani artık bütçe açıklarının yarattığı enflasyonist baskı yavaş yavaş ortadan kalkıyordu. Faizlerin bu kadar hızlı gerilemesi, nedeni ne olursa olsun, enflasyonla mücadele politikası açısından tehlikeli bir gelişime işaret ediyordu. Bu noktada bir çelişki çıkmıştı sahneye, faizler gerilerse Hazine'nin borç yükü düşüyor, fakat Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele politikası zedeleniyordu.<sup>133</sup>

Göstergelerdeki iyileşmenin yapaylığı, ithalata dayalı olması ve yatırımların finanse şekillerinden görülmektedir. Cari işlemler dengesi - %10 oranında açık vermekteydi. Dış ticaret açığı hızla büyümüş ve 10,4 milyar dolardan 2000 yılı sonunda 22,3 milyar dolara yükselmiştir. Bu durum cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiş, 2,8 milyar dolar hedeflenen daha sonra da yıl ortasında 5 milyar dolara yükseltilerek revize edilen cari işlemler açığı 9,8 milyar dolara kadar yükselmiştir. Cari işlemler açığına diğer açıdan baktığımızda dış borçlanmanın getirdiği sermaye girişleri sayesinde eylül ayına dek finanse edilmiş ve bu dış kaynaklar 11,2 milyar dolara ulaşmıştır. Dolayısıyla ithalata dayalı tüketim gerçekleşmiştir. Cari açığın yüksek seviyelere ulaşmasıyla beraber büyük ölçüde portföy yatırımları ve borçlanarak finanse edilmiştir. Daha öncede bahsettiğimiz gibi çok hızlı manevra kabiliyetiyle olan, yön değiştirebilen ve çıkış yapabilen bu fonlar hem Kasım 2000 hem de Şubat 2001 krizlerinde önemli rol oynamıştır.<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> CELASUN, Merih, **Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği**, 2001, Doğu-Batı Düşünce Dergisi, Yıl:4, Sayı:17, s.171

<sup>133</sup> EĞİLMEZ, a.g.m.

<sup>134</sup> AKYÜZ Yılmaz, BORATAV Korkut, **Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu**, İstanbul: İşletme ve Finans Dergisi, 8/2002, s.32

Cari işlemlerdeki açığa ek olarak 2000 yılının ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler iç ve dış piyasalarda tedirginliğe yol açmış, sermaye girişlerini dolayısıyla likiditeyi olumsuz etkilemiş ve kısa vadeli faizleri yükseltmiştir. Bu durum IMF'nin Türkiye'ye karşı olumsuz bir tutum takınmasına sebep olmuş ve piyasalarda beklentileri negatif yönde etkilemiştir. Faizlerdeki artış, portföylerinde yoğun miktarda devlet iç borçlanma senedi tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklara yatıran bazı bankaların mali durumlarını bozmuş ve Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalara güvensizliği arttırmıştır. Vade uyumsuzluğunun yoğun olduğu bu bankalara yönelik piyasada güvenin zayıflaması, bunların likidite ihtiyacının hızla artmasına ve kısa vadeli faizlerin 17–22 Kasım döneminde yüzde yüzlerin üzerine çıkmasına neden olmuştur.<sup>135</sup>

Krizin başlamasına neden olan iç etkenleri maddeleştirerek toparlarsak:<sup>136</sup>

- Bankalarla ilgili söylentiler
- Operasyonlar nedeni ile iş dünyasının tedirginliği
- Geciken Telekom özelleştirmesi (\$4,5 Milyar Piyasada TL sıkışıklığının bir nedeni)
- Faizlerin hızlı düşmesi de yüksek olması kadar tehlikeli oluşu
- Halkın istikrar programını satın almayarak döviz ve repoda kalması
- Açık pozisyonunun kapatılma telaşı
- Cari açık ve devalüasyon söylentileri

Bu iç faktörlere ek olarak dış piyasalardan olumsuz katkı yapan faktörlere bakarsak; Kıbrıs ve Ege sorununu, AB Katılım Oraklığı Belgesi gerginliğini ve Arjantin'de yeni bir Latin tekila etkisini sayabiliriz.

---

<sup>135</sup> Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi ve İşletme Kulübü, **Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri**, <http://www.buik.net/subcommittee/ekonomik/showarticle.asp?Aid=193>, 2003

<sup>136</sup> FİSUNOĞLU, Mahir, **Kasım 2000 Krizinin Anatomisi**, [http://idari.cu.edu.tr/mahir/mahir\\_dosyalar/kim.htm](http://idari.cu.edu.tr/mahir/mahir_dosyalar/kim.htm)

**Tablo 3.10:** Temel Makroekonomik Göstergelerdeki Gelişmeler ( 2000 ) %

	1999	2000-1	2000-2	2000-3	2000-4	2000	Hedef
<b>GSMH</b>	- 6.1	4.2	4.9	7.2	7.6	6.1	5.6
<b>Enflasyon(TEFE)</b>	62.9	13.5	4.4	4.3	7.3	32.7	20
<b>Enflasyon(TÜFE)</b>	68.8	11.9	5.3	7.7	9.6	39	25
<b>Cari Açık/GSMH</b>	-0.7	-0.6	-7.3	-1.9	-5.6	-4.8	-1.8
<b>Dış Borç/GSMH</b>	55.3					56.6	
<b>İç Borç/GSMH</b>	29.3					28.9	
<b>KKBG/GSMH</b>	15.4					11.9	
<b>Özelleştirme Gelirleri(Milyon \$)</b>	38.3	29.2	1.411.3	1.310.9	511.9	3.263.4	7.6

**Kaynak:** TCMB, Yıllık Raporlar 2000, www.tcmb.gov.tr

### 3.3.4.1. Kasım 2000 Krizinin Genel Bir Değerlendirmesi

Genel hatlarıyla krizin oluşumunu özetlemek gerekirse; Türkiye 2000 yılının sonbaharına girildiğinde % 27'lere ulaşmış TÜFE enflasyonu, GSYİH'nin % 4'ünü geçmiş cari işlemler açığıyla, artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı bir konumdaydı ve devalüasyon beklentisi artmıştı. Sonuçta yabancı fon yöneticileri plasmanlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece 5 milyar dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşı içinde döviz taleplerini artırmışlardır. Bununla beraber piyasada likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası ise IMF ile yapılan Stand-By doğrultusunda piyasaya likidite vermemiş ve faizlerinde gecelik % 110 düzeyinde seyretmesiyle beraber kriz kaçınılmaz olmuştur. Enflasyonu düşürme hedefi çok etkili olamamış, beklenen oranda azalma yaşanmamıştır.

Tüm bu olumsuz konjoktüre rağmen bu krizin çok derinleşmemesinde, halkın büyük bölümünün hala TL'den dövize geçmemiş olması ve likidite sıkıntısının olduğu dönemde IMF'nin verdiği 7,5 milyar dolarlık kredi önemli rol oynamıştır. Sonuçta kur çıpası tercihi, büyük bir maliyete razı olunarak savunulmuştur.<sup>137</sup>

<sup>137</sup> GÜLOĞLU ve ALTUNOĞLU, a.g.m., s. 24



**Tablo 3.11:**Merkez Bankası Piyasaları, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Şokları

	<b>Gecelik Basit Faiz Aylık Ortalama</b>	<b>Gösterge Kuru (TL/\$) Aylık Ort.</b>	<b>TCMB Döviz Rezervl. (Milyar \$)</b>
7.2000(Temmuz)	26,5	630,3	24,5
8	42,6	648,2	24,5
9	47,4	666,9	24,2
10	38,5	679,8	23,5
11	95,4	686,2	18,8
12	183,2	680,4	22,2
1.2001(Ocak)	42,7	674,1	24,8
2	400,3	750,4	21,4
3	81,2	750,4	18,3
4	81,0	1218,7	18,3
5	71,5	1138,2	19,9

**Kaynak:** KANSU, Aydan **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul: Derin Yayınları, 2004, s.198

### 3.3.4.2. Kasım 2000 Krizinde Yabancı Sermaye Hareketlerinin Rolü

Sermaye hareketleri bakımından ilk tehlike sinyalleri Eylül 2000’de, net sermaye hesabının negatife (NHN hariç –243 milyon dolara) dönmesi ile ortaya çıktı. Buna karşılık Ekim içinde geçici ve aldatici bir düzelme meydana gelmiştir. Yerli aktörlerin yurt dışındaki portföy yatırımları bu ay içinde de devam etmekte; kayıt dışı sermaye çıkışı önemli boyutlara ulaşmakta; yabancıların banka mevduatında da önemlice bir erime meydana gelmektedir ki bu üç ögenin temsil ettiği net kısa vadeli sermaye hareketleri –1.4 milyar dolardır. Ancak diğer kalemlerdeki olumlu gelişmeler 2000 yılı Ekimi’nde net sermaye girişini hâlâ pozitif değerlerde tutmaktadır. Tabloyu tamamen tersine çeviren ilk darbe Kasımda yabancıların net 5,2 milyar dolar menkul değer satarak dışarıya çıkarmaları ile gerçekleşti ve bu şok dalgası, olduğu gibi rezervlerdeki erimeyi başlattı.

Kriz öncesinin on ayını, sonraki sekiz ay ile karşılaştırsak, Türkiye ekonomisinin net sermaye çıkışları nedeniyle karşılaştığı şokun büyüklüğü ortaya çıkmaktadır: Ocak-Ekim döneminde yabancı kökenli net sermaye akımları 15,2 milyar dolar, Kasım 2000-Haziran 2001 süresinde –10,4 milyar dolardır. İki büyüklük arasındaki fark, yani 25,6 milyar dolar, bu iki dönem arasında ekonominin yabancı sermaye hareketleri dolayısıyla karşılaştığı negatif şokun büyüklüğünü ifade eder. Karşılaştırmayı yerli aktörleri de katarak, sermaye

hareketlerinin net bilançosu açısından yaparsak, kriz öncesindeki 9,9 milyar dolarlık net kısa vadeli sermaye hareketleri, krizi içeren sekiz ay boyunca –13,5 milyar dolara dönüşmüş; canlanma dönemindeki büyük boyutlu net sermaye girişlerini aşan miktarda net çıkış izlemiştir. Yerli ve yabancı aktörlerin net sermaye hareketlerinin yön değiştirmesi yoluyla ekonomiye taşıdığı negatif şokun büyüklüğü 23,4 milyar dolardır.<sup>138</sup>

**Tablo 3.12 : 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri**

	<b>Kriz Öncesi: Ocak 2000- Ekim 2000</b>	<b>Kriz Dönemi: Kasım 2000- Haziran 2001</b>
<b>Yabancı Kökenli Sıcak Para</b>	<b>4204</b>	<b>-10984</b>
*Portföy, menkul değer	835	-8586
*Yerli bankalara kısa vadeli kredi	3639	-1688
*Diğer kısa vadeli krediler(a)	84	224
*Mevduat ve diğer yükümlülükler	-354	-934
<b>Yerli Kökenli Sıcak Para</b>	<b>-3498</b>	<b>-1012</b>
*Portföy, menkul değer	-730	949
*Yerli bankalardan kısa vadeli kredi	59	-44
*Diğer kısa vadeli varlıklar(b)	-277	-234
*Kayıt-dışı (NHN)	-2550	-1683

**Kaynak:** TCMB, 2000 Yıllık Raporlar 2000, www.tcmb.gov.tr

Bu büyüklükler, finansal krizin oluşumuna sermaye hareketlerinin katkısını açıkça ortaya koyuyor. Sermaye hareketlerinde GSMH'nin yüzde 12'si dolaylarında bir yön değiştirmenin parasal büyüklüklerde, faiz hadlerinde ve finansal sistemde yaratacağı şokların etkileri de büyük olmaktadır. Cari açığın sürdürülemeyeceğini, dolayısıyla döviz kuru hedeflerinin inandırıcı olmaktan çıktığını algılayan, yapısal reformlardaki gecikmelerle Türkiye'ye olumsuz bakan dış finans çevrelerinin sermaye akımlarını tersine çevirmeleri bu finansal krizin patlak vermesine neden olan başlıca etkenlerdendir.

<sup>138</sup> BORATAV, a.g.m.

### 3.3.5. Şubat 2001 Krizi

Türkiye, 2000 yılının Aralık ayının sonlarına doğru ve ertesini Ocak ayının başlarına doğru Kasım ayında patlayan kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. 5 Ocak'ta merkez bankası döviz rezervleri yeniden 25 milyar doların üzerine çıkmış, likidite krizi önemli ölçüde aşılmış ve Şubat ayındaki krize kadarda bu seviyenin altına inmemiştir. 2000 Aralık ayı sonunda ortamala % 199 olan interbank gecelik faiz oranları, Ocak ayında % 42'ye düşmüştür. İMKB'de tatmin edici düzeyde yükseliş yaşanmış ve 10198 seviyesine kadar çıkmıştır.<sup>139</sup>

Kasım 2000 krizi aşıldığı düşünülürken 19 Şubat 2001 tarihinde başbakan ile cumhurbaşkanı arasında yaşanan bir gerginlik, beraberinde kısa vadede ikinci bir spekülasyon saldırıyı meydana getirdi ve döviz krizi başlamış oldu. Bu tartışma tabii ki krizin çıkmasının temel sebebi değildi ancak ateşleyici faktör olarak kabul edildi, oysaki finansal yapıdaki zayıflık, vade suresi, uluslararası portföy yatırımlarının döviz kompozisyonları ve yurt içi krediler gibi birçok faktör zaten bu sonucu doğurmuştu.

21 Şubat'ta interbank para piyasasında gecelik faizler % 6200'e kadar çıktı ve ortalama olarak % 4018,6 oldu. 16 Şubat'ta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara indi ve buradaki rezerv kaybı 5,36 milyar dolar düzeyinde gerçekleşti. Yine 10.169 puan seviyesinden çıkan İMKB'de 19 Şubat'ta 8683 puana düşmüştür. Kasım krizinde dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalmış, halk yerli paraya bağlı kalmıştı. Ancak Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankaların dövize saldırıya giriştiği görülmüştür. Dövize yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca TCMB, 21 Şubat gecesi Kasım krizinde büyük maliyete rağmen savunulmaya ve uygulanılmaya devam edilen kur çıpası politikasının terkedildiğini ve sabit kur rejimi yerine dalgalı kur rejiminin tercih edileceğini açıkladı.<sup>140</sup>

---

<sup>139</sup> GÜLOĞLU ve ALTUNOĞLU, a.g.m., s. 26

<sup>140</sup> UYGUR, Ercan, **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu, Nisan 2001, s.23

**Tablo 3.13:** TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi( Milyon Dolar)

Tarih	Brüt Döviz Rezervi	Tarih	Brüt Döviz Rezervi
Kasım Krizi		Şubat Krizi	
06.10.2000	24,530	05.01.2001	25,097
13.10.2000	24,839	12.01.2001	26,593
20.10.2000	24,239	19.01.2001	26,143
27.10.2000	23,249	26.01.2001	25,691
03.11.2000	24,256	02.02.2001	25,928
10.11.2000	23,583	09.02.2001	26,565
17.11.2000	24,433	16.02.2001	27,943
24.11.2000	21,583	23.02.2001	22,581
01.12.2000	18,942	02.03.2001	21,521
08.12.2000	19,624	09.03.2001	21,529
15.12.2000	19,823	16.03.2001	20,060
22.12.2000	19,934	23.03.2001	19,170
29.12.2000	19,635	30.03.2001	18,445

**Kaynak:** TCMB Verileri, www.tcmb.gov.tr

Bu konuda ilginç olan nokta ise, 2001 yılına gelene dek 1994 yılında Meksika'da, 1997–1998 yıllarında ise Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan finansal krizlerin aslında referans niteliğinde yol göstericiliğinden faydalanılamamasıdır. Bu krizlerde de ülkeye girmekte olan yabancı sermaye nedeniyle dövizde olan hassasiyet dikkate alınmadan tercih edilen sabit kur uygulaması krizlerin oluşmasında etkili olmuş ve kriz sonrasında terkedilmiştir. Genel olarak aynı karakteristik özelliklere sahip olan Türkiye'de de göstergeler kötüye gitmeye başladığında da geçmişteki bu krizlerden ders çıkarılıp ani çıkışlara daha sağlıklı reaksiyonlar verebilecek dalgalı kur ya da yönetimli dalgalı kur rejimi tercih edilmemiştir. Şubat krizinde, daha derin spekülasyon saldırıya maruz kalınmış, kırılma noktası ise, Merkez Bankasının bu tarz gelişmelere karşı savunma mekanizmasının olmamasıdır.<sup>141</sup>

TCMB, 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakılmasıyla beraber 19 Şubat tarihinde 1 doların piyasa satış kuru 686.500 TL iken, bundan 4 gün sonra 23 Şubatta 920.000 TL ve 28 Şubatta da 960.000 TL oldu, bu dönemde kur artışı 10 gün içinde % 40'a ulaştı. Kasım ayında büyük bir yara alan enflasyonu düşürme programı da böylelikle sonlanmış oldu. 3 yıllık bir

<sup>141</sup> YELDAN, Erinc, **Türkiye Ekonomisinde Krizin Yapısal Kaynakları Üzerine**, Yeni Türkiye Dergisi Özel Sayı No:41, s.570

dönem için planlanan bu program yarısından daha kısa bir süre önce yürürlükten kaldırıldı. Örtülü devalüasyonun % 30 oranında gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Faizin çok üst seviyelere çıkması da dövize olan talebi engelleyememiştir.<sup>142</sup> Ekonomide dolarizasyon artmış, iç talep hızlı bir şekilde azalmış ve bu durum krizi daha da derinleştirmiştir. Ticaret hacminin düşmesi firmaların tatile girmesini ya da tamamen kapanmasını gündeme getirmiş, faaliyet gösteren firmalardaki tasarruf tedbirleri ile beraber işsizlik de artmaya başlamıştır. İstatistiklere göre 2000 ile 2001 yılları arasında yaklaşık 650 bin kişi işini kaybetmiş, işsiz sayısı 1 milyon 960 bine yükselmiştir.<sup>143</sup>

Daha sonra ‘Kontrollü kur, serbest faiz’ politikası bırakılarak ‘Kontrollü faiz, serbest kur’ politikasına geçilmiştir. Bu ortamda, Merkez Bankası’nın sınırlı bir şekilde döviz satacağını açıklaması piyasalardaki gerginliğin artmasına neden olmuş ve doların fiyatı 1,3 milyon lira civarına yükselmiştir. Kasım kriziyle beraber faizlerin artmasıyla bankacılık sektörü ciddi boyutlarda zarar etmiştir. Şubat ayında dalgalı kur sistemine geçilmesi sonucunda dolar fiyatının 1,3 milyon liraya yükselmesi bankacılık sektöründeki dövizdeki açık pozisyonlar nedeniyle bankalarda bir başka zararın oluşmasına neden olmuştur. Yapılan tahminlere göre, Kasım ve Şubat krizlerinin bankacılık sektöründe neden olduğu zarar yaklaşık 25 milyar dolar olmuştur.<sup>144</sup>

Birbirini takip eden Kasım ve Şubat krizleri sonrasında ortaya çıkan bilançoda; ekonomi % 8-9 oranında daralmış, ulusal gelir 51 milyar dolar azalmış, 19 adet banka kapanmış ve kişi başına düşen milli gelir 725 dolar azalmıştır. %40’ın altına düşen faiz oranları yeniden % 70’lere fırlamış ve iç borç stoku da ki krizin patlak vermeden önceki oranını dörde katlamıştır.<sup>145</sup>

---

<sup>142</sup> UYGUR, a.g.e., s. 24

<sup>143</sup> DTM, **Arjantin ve Türkiye Krizleri**, <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi9/arjant%C4%B0n.htm>, 2002

<sup>144</sup> DTM, a.g.m.

<sup>145</sup> KARLUK, Rıdvan, **Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi’nde Yapısal Dönüşüm**, İstanbul:Beta Yayınları 2005, s.428

### 3.3.5.1. Şubat 2001 Krizinde Yabancı Sermaye Hareketlerinin Rolü

Sıcak para şeklindeki yabancı sermaye giriş ve çıkışlarının, krizin oluşumunda ve gelişiminde etkili olduğunu belirleyen Boratav'a (2001) göre, kriz öncesi ilk on ay içerisinde; döviz kuru çıpasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizler rağmen süregelmesi sayesinde net yabancı sermaye girişleri hızla artmış ve 15.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun 14,2 milyar dolarlık kısmı ise borç artıran yabancı sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmiştir. Cari açığın sürdürülemeyeceği dolayısıyla döviz kuru hedeflerinin inandırıcı olmaktan çıktığını algılayan yabancı yatırımcıların ülkeyi terketmesiyle beraber Kasım 2000-Haziran 2001 döneminde çıkan net sermaye 10,4 milyar dolar olmuştur. Giriş yapan 15,2 milyar dolarla çıkış yapan -10,4 milyar dolar arasındaki fark da ekonominin yabancı sermaye hareketleri dolayısıyla karşılaştığı negatif şokun büyüklüğünü ifade etmektedir.<sup>146</sup>

Kasım 2000'de yerli yatırımcının da sağduyusuyla döviz krizine dönüşmeden atlatılan kriz, Şubat ayında hem daha büyük boyutta sıcak para çıkışı hem de yerli fon sahiplerinin de döviz tercihi nedeniyle daha derin boyutta gerçekleşmiştir. Bu krizin yerli firma ve çalışanlar üzerine etkisine baktığımız zaman; 2001 Mayıs ayına kadar geçen sürede çöken 15317 firma dahil, krizin başladığı 1998'den bu tarihe kadar toplam 94905 firma kapanmış ve 18 banka batmış, işsizlik oranı da %6.8'den %8.6'ya atıl işgücü oranı %16.7'ye fırlamıştı. GSMH'nın 2001 yılında %8,5 oranında daralması, 2000 yılındaki yapay pompalama ile yakalanan %6.1 oranındaki artışı izliyordu. GSMH 1998–2001 aralığında 203 milyar dolardan 160 milyar dolara gerilerken, iç-dış borçların toplamı 180 milyar dolara fırlıyordu. Türkiye 2000'li yıllara çok ağır bir tablo ile giriyordu.<sup>147</sup>

Türkiye'de sermaye hareketleri üzerindeki 2000/2001 bulguları göstermektedir ki, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki menkul değerler (hazine bonoları ve hisse senetleri) ile ilgili giriş ve çıkışları ile yabancı bankaların Türk bankalara açtığı kısa vadeli krediler en büyük istikrarsızlık öğeleridir. Yerli aktörler ise, özellikle canlanma döneminde büyük miktarlarda sıcak para çıkışlarına yönelerek, yabancı sermaye girişleri üzerinde önemli bir

---

<sup>146</sup> KAR, a.g.m.

<sup>147</sup> KAZGAN, Gülten, **1990 Sonrası Yıllarda Türkiye'de Krizler ve İşsizlik; Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri için Çözümler Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul: Bilgi Üniversitesi, 17–18 Mayıs 2002, s. 14

sızıntı oluşturmakta; brüt dış borcun aşırı büyümesine ve sermaye hareketleri ile cari açığın finansmanı arasındaki kopukluğun artmasına katkı yapmaktadırlar.<sup>148</sup>

### **3.3.6. Yabancı Sermaye Akımlarının Negatif Etkilerine Karşı Kriz Sonrası Alınabilecek Önlemler**

Bir yandan ekonomik büyüme ve talebi harekete geçirmek amacıyla sermaye akımlarına izin verilmesi, diğer yandan da bunların getirebileceği istikrarsızlıkların önlenmesi, politik bir seçim konusunu oluşturmaktadır. Bu nedenle sermaye akışlarını hızlandıran etkenlerin dikkate alınması gerekmektedir. Sermaye akımlarındaki artış, ülkedeki rekabetin ve verimliliğin artması ile oluşan sürekli bir iyileşmenin etkisi ile sağlandığında bunların istikrarlandırıcı rolleri çok daha fazla olabilmektedir. Buna karşılık sermaye akımları, daha çok dışsal etkilerden ya da kredi kısıtlamalarından kaynaklanmakta ise, ortaya çıkabilecek etkiler istikrarsızlıklara yol açabilecektir. Gelişmekte olan ülkelerin artan sermaye girişleri karşısında alması gereken tedbirler bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir:<sup>149</sup>

- Finansal entegrasyon sürecinde gelişmekte olan ülkeler global sermaye hareketlerinden, kendilerine fayda sağlayacak politikaları sürdürmeli ve bu süreçteki tehlikelerden kaçınmalıdırlar. Bu bağlamda, makro ekonomik yapı güçlendirilmeli, finansal yapı iyileştirilmeli, bankacılık denetim ve gözetim düzenlemeleri yapılmalıdır.
- Bu ülkelerde bankacılık sistemindeki zayıflık bilinse de sermaye girişleriyle ilişkili olarak kredi artışlarının kontrol edilmesi önem kazanmaktadır.
- İyi işleyen sermaye piyasalarının varlığı, artan portföy yatırımlarını çekerek potansiyel istikrarsızlık riskini azaltabilmektedir.
- Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik istikrarsızlıklara açık bir yapıya sahip olmalarından dolayı, istikrarsızlıklara tepki gösterecek mekanizmaları geliştirmeli ve şokları ortadan kaldırmaya yönelik düzenlemeleri yapmaları gerekmektedir.

---

<sup>148</sup> BORATAV, a.g.m.

<sup>149</sup> KAR, a.g.m.

- Bütün bu düzenlemeleri yapanlar ve bilginin tam yayılmasını sağlayıcı birimler arasındaki işbirliği, güvenli ve etkin piyasalar için son derece önem arz edebilmektedir.

Spekülatif amaçlı yabancı sermaye akımlarına karşı uygulanabilecek diğer bir tür önlem Tobin vergisidir. Daha önce de bahsettiğimiz gibi adını bu sistemi oluşturan Profesör Tobin'den alan vergi sistemi, herhangi bir paranın başka bir para birimine dönüştürülmesi işlemleri üzerine oldukça düşük oranda bir vergi alınması uygulamasına dayanmaktadır. Kısaca tüm döviz işlemleri üzerinden aynı oranda vergi alınmasıdır. Bu vergi sisteminin amacı; spekülasyon maliyetlerini yükselterek, kısa vadeli veya gecelik spekülasyonlardaki kar elde etme olasılığını azaltmak amacıyla uluslararası sermaye hareketleri üzerine yüksek oranda bir işlem vergisi getirmektir. Böylece girdikleri ülkelerdeki ekonomilere spekülasyon yolu ile verdikleri zararlar azaltılıp, ülke merkez bankaları ulusal para birimini daha kolay koruyabilecek ve daha fazla vergi geliri elde edebileceklerdir.<sup>150</sup> Türkiye'nin de son dönemlerde yaşadığı krizler nedeniyle finansal sisteminin ne kadar kırılgan olduğu bilinmektedir. Bu durum yabancı sermaye giriş-çıkışları konusunda bir takım denetim ya da sıkılaştırmaların eksikliğinin hissedilmesine yol açmaktadır.

---

<sup>150</sup> SARAÇOĞLU, Fatih, ŞAHAN, Özgür, **Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, <http://www.sayistay.gov.tr/yayin/dergi/dergi2.asp?id=410>, s. 73-74



## SONUÇ

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yaşamış olduğu finansal krizlerdeki spekülasyon amaçlı yapılan kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarının rolünün incelendiği bu çalışmada, tüm dünya genelindeki birbirine benzer yapıdaki krizlerde ve bu dönemlere ait istatistiklerde, ortak veya paralel ekonomik gelişim ve/veya değişim süreci görülmektedir. Sonuçta içe kapanık bir ekonomiyi terkeden ve finansal serbestleşme yoluyla dünyaya açılan gelişmekte olan ülkeler, yakın dönemlerde mali yapılarında büyük hasarlara yol açan ekonomik krizlere maruz kalmışlardır.

Bu çalışmada tüm yönleriyle ele alınan, birbirine yakın zamanlarda farklı ülkelerde görülen ekonomik krizler şunu göstermektedir ki; sıcak para diye tabir edilen arbitraj geliri elde etmek için spekülasyon amaçlı olarak diğer ülkelerin piyasalarına giren fonlar, krizlerin oluşum ve/veya kriz sürecinde hem neden olan hem de olumsuz faktör olmaktadır. Sermayenin küreselleşmesine ve anın ötesinde sınırlarını değiştirmesine dayanan yeni dünya ekonomik düzeninin temellerinin atılmasına yol açan başlıca etmen, gelişmiş ülke piyasalarından(risk/getiri oranının doğal sonucu olarak) yüksek oranlı faiz getirisi ya da kar elde edilememesi, likidite sıkıntısı yaşayan gelişmekte olan piyasaların ise bu ihtiyacını gidermek ve kendi piyasasını cazip hale getirebilmek için tam tersi yüksek faiz geliri ve kar getirisi vaat etmesidir. Bunun doğal sonucu olarak kendi ülkesinin barındırmadığı farklı türdeki risklere kabullenerek sınırları aşan global sermaye, aynı şekilde istemediği olumsuz bir konjonktürle ya da riskle karşı karşıya kalınca geldiği sınırlara dönmektedir.

Bu yabancı fonlar, buldukları gelişmekte olan ülkenin bazı ekonomik göstergeleri (GSMH, cari işlemler dengesi, enflasyon ve faiz oranları, döviz kuru) olumlu gittiği sürece o ülkenin hükümetinin ve firmalarının plasman ihtiyacını karşılamakta ve piyasanın likidite ihtiyacına yardımcı olmaktadır. Ancak Meksika ve Kasım 2000 krizlerinde gördüğümüz gibi ekonomik konjonktürün olumsuz seyretmesi ya da ufak bir iyileşmeye rağmen Şubat 2001 krizinde olduğu gibi beklenmedik politik bir risk ortaya çıkması yabancı fon sahiplerini o ülkeye çekilmeye zorlamaktadır. Bu kaçışın boyutu, oran nispetinde derinliği değişen kaçınılmaz bir krizin başlangıcı olmaktadır. Tek amacı kar maksimizasyonu olan bu yabancı fon sahipleri için oluşabilecek herhangi bir ekonomik ya da siyasi risk, katlanılabilecek ya da katlanılması zorunlu bir unsur değildir. Bu yüzden de sürü misali bir ülkeden fon kaçışı olduğu zaman bu büyük oranda olmakta ve yatırımcılar ortak hareket çerçevesinde

birleşmektedir. Burada sermaye kaçıışının yaşandığı ülkenin yerli yatırımcılarının da reaksiyonları ya da tutumlarının, krizin oluşmasında ya da oluşan krizin büyümesinde önemli rolü bulunmaktadır. Yerli paraya sadık kalınması ya da dışarı kaçan dövizle beraber ulusal paradan çıkılması büyük oranlı devalüasyonları beraberinde getirmekte, sonuçta yine kaçan sermayenin bir kayba uğramamasıyla beraber ulusal aktörler kötüleşen finansal piyasaların ve mali yapının dezavantajlarını yaşamaktadırlar. Bu gelişim sürecinden de krizlerin oluşmasında yabancı fonların yarattığı suni gelişim süreci kadar yerli aktörlerin tutumlarının ve yerel hükümetlerin sadık kaldığı ekonomi ve maliye politikalarının da etkisi olduğunu söyleyebiliriz. Böyle süreçlerde tek bir değişkenin etkisinden bahsetmek, konunun tamamının algılanmasında yanıltıcı olabilmektedir.

Geçmiş krizlerde yaşanan fon kaçıışlarının arkasından, istisnasız krizi yaşayan bütün gelişmekte olan ülkelerin tercih ettiği kur çıpası uygulaması terkedilmiştir. Türkiye bu konuda önce belli bir maliyete katlanarak Kasım 2000 krizinde dayanmış ancak üç ay sonra meydana gelen daha büyük çaplı krizle beraber kur rejimi tercihini kaldırmıştır. Günümüzde dalgalı kur rejimine geçilmiş olsa dahi hala sıcak para kaçıışının ülkeleri krize sürükleme riski mevcuttur. Bu konuda hükümetler ve merkez bankaları, çeşitli yaptırımlar ve vergilendirmeler bulmaya, en azından bu fonlar için kısmi bir kontrol mekanizması yaratmaya çalışmaktadırlar. Ancak somut olarak etkili çözümler üretebilmiş bir ülke bulunmamaktadır. Bu da yeni ekonomik krizler için potansiyel bir ortam hazırlamakta ve hükümetleri yeni çözümler üretme konusunda daha fazla çalışmaya yöneltmektedir. Yabancı sermayeye uygulanabilecek ekstra vergiler dışında da çözüm yolları aranmakta, kendi piyasalarında değerlenmekte olan sermayenin kaçıışının kolay olmaması için çözüm yolları bulmak zorundalar. Bu arada hassas bir dengeden bahsetmek de doğru olur, çünkü bu konuda uygulanabilecek sıkı politikalar bu kez sermaye akışını kesebilir ve diğer yükselen piyasalara yönlendirebilir. Bu nedenle hem o ülkenin menfaatleri doğrultusunda sermayeyi çekmek için teşvik ile aynı sınırlar içinde tutabilmek amaçları arasındaki uygulamalar ve konulacak yasalar vasıtasıyla kurulacak olan dengenin çok iyi tasarlanması gerekmektedir.

Yabancı sermaye girişlerinin etkin yönetimi, diğer bir deyişle olumlu etkilerinin maksimizasyonu ve olumsuz etkilerinin minimizasyonu oldukça karmaşık bir konu olup, ilgili ülkelerin politik ve kültürel yapıları, kalkınma planları, piyasa koşulları ve kurumsal yapılarıyla yakından ilgilidir. Ülkelerarası farklılaşmalar da, yabancı yatırımların etkin yönetiminde kullanılabilir olan politikaların değişebileceğini ve dolayısıyla genel bir

yaklaşım olmayacağını ortaya koymaktadır. Ancak ülkelerin kendi özel koşullarını da dikkate alarak izlemeleri gereken politikalar bulunmaktadır.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

AKDIŞ, Muhammet: **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul:Beta Yayınları, 2000.

AKTAN, Coşkun Can, UTKULU Utku, TOGAY Selahattin: **Nasıl Bir Para Sistemi**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1998.

AKYÜZ, Müfit: **Göstergelerle Ekonomik Durumun İzlenmesi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Ekonomik İlişkiler Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları, 1995.

ALLEN, Larry: **Keseden Bankaya, Tezgahtan Borsaya**, İstanbul: Kitap Yayınevi, 2003.

ALTUĞ, Nuray: **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001.

ASLAN, Nurdan: **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Evrim Yayınları, 1995.

BERKSOY, Taner, SALTOĞLU, Burak: **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 1998.

CHOSSUDOVSKEY, Michael: **Yoksulluğun Küreselleşmesi**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul: Çiviyazıları Kitabevi, 1999.

HACİİSLAMOĞLU, M. Levent, SİLAHŞÖR, H. Serkan: **Güneydoğu Asya Krizinin Nedenleri, Gelişimi ve Olası Etkileri**, Ankara: TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Yayınları, Mayıs 1998.

CHOSSUDOVSKEY, Michael: **Yoksulluğun Küreselleşmesi**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul: Çiviyazıları Kitabevi, 1999.

GIDDENS, Anthony: **Elimizden Kaçıp Giden Dünya**, Çeviren: Orhan Akınhay, İstanbul: Alfa Yayınları, 2000.

İLYAS, Atilla İmrahor: **Asya Krizi**, İstanbul: Ticaret Odası Yayınları, 1998.

KANSU, Aydan, **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul:Derin Yayınları, 2004

KARLUK, Rıdvan: **Uluslararası Ekonomi, Teori ve Politika**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2000.

KAYACAN, Murat: **Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1998.

KAZGAN, Gülten: **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri**, İstanbul: Altın Yayınları, 1995.

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut: **Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler: 1969-2001**, İstanbul: Yeni Türkiye Yayınları, Aralık 2001.

KUMCU, Ercan, EĞİLMEZ, Mahfi: **Ekonomi Politikası ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul: Om Kitabevi, 2002.

KAZGAN, Gülten: **Küreselleşme ve Ulus Devlet, Yeni Ekonomik Düzen: Ne Getiriyor? Ne Götürüyor? Nereye Gidiyor?**, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2000.

PARASIZ, İlker: **Para Politikası**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1996.

PARASIZ, İlker: **Kriz Ekonomisi: Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan Kararları**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1995.

SEYİDOĞLU, Halil: **Uluslararası İktisat**, İstanbul: Güzem Yayınları, 1999.

UZUNOĞLU, Sadi, AKLİN, Kerem, GÜRLESEL, Fuat: **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1995.

ÖZER, Mustafa: **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999.

## **SÜRELİ YAYINLAR**

AKYÜZ, Yılmaz, BORATAV, Korkut: **Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu**, İstanbul: İşletme ve Finans Dergisi, 8/2002.

BOZKURT, Veysel: **Küreselleşme; Kavram, Gelişim ve Yaklaşımlar**, Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Nisan 2000.

CELASUN, Merih, **Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001**, Doğu-Batı Düşünce Dergisi, Yıl:4, Sayı:17, s.171

ESEN, Oğuz: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım**, İşletme ve Finans Dergisi, Nisan 1998.

ESER, Hakan, DEMİR, Alper: **Ödemeler Dengesi Bilançosu Analizi**, Ankara Üniversitesi Yayınları, 2002.

GÜLOĞLU, Bülent, ALTINOĞLU, Ender: **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Ekim 2002.

GÜRAK, Hasan: **Küreselleşme Nereye Götürüyor? Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Verimlilik ve Gelir Dağılımı**, İstanbul: Verimlilik Dergisi, 2003–2.

HACIHASANOĞLU, Burçin: **Meksika ve Arjantin Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayınları, Haziran 2005.

İNAN, E. Alpan: **Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi**, İstanbul: Bankacılar Dergisi, Sayı 42, 2002.

KAMİNSKY, Graciela, REINHART, M. Carmen: **Asya ve Latin Amerika'da Yaşanan Finansal Krizler: Geçmişi ve Bugünü**, Cumhuriyet Üniversitesi İdari ve İktisadi Bilimler Fakültesi Dergisi, Ekim 2002.

KAZGAN, Gülten: **1990 Sonrası Yıllarda Türkiye'de Krizler ve İşsizlik; Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri için Çözümler Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul: Bilgi Üniversitesi, 17–18 Mayıs 2002.

KUMCU, Ercan: **Sermaye Piyasasında Yabancı Yatırımcılar**, Hürriyet Gazetesi Ekonomi Servisi, 01.03.2006.

OKTAR, Suat: **Uluslararası Sermaye Akışları ve Sıcak Para**, İstanbul: Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı: 11, 1995.

UYGUR, Ercan: **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu, Nisan 2001.

## **TEZLER**

AKDEMİR, Seher: **Küreselleşme Sürecinde İstikrar ve Yapısal Uyum Programları**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2000.

DURSUN, Gülten: **Yabancı Doğrudan Yatırımlar ve Belirleyicileri**, Marmara Üniversitesi İktisat Bölümü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2004.

METİN, Ahmet: **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarına Sağlanan Teşvikler**, Marmara Üniversitesi İktisat Bölümü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2003.

ÖZTÜRK, Nurettin: **Finansal Küreselleşmenin İktisat Politikaları Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2001.

SARIDOĞAN, Ercan: **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Sermaye Hareketleri ve Temel Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Ekonometrik Analizi**, Marmara Üniversitesi Ekonometri Bölümü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2001.



## İNTERNET KAYNAKLARI

[www.atkearney.com](http://www.atkearney.com)

[www.bddk.org.tr](http://www.bddk.org.tr)

[www.bilgitoplumu.blogspot.htm](http://www.bilgitoplumu.blogspot.htm)

[www.bilkent.edu.tr](http://www.bilkent.edu.tr)

[www.buik.net](http://www.buik.net)

[www.ceterisparibus.net](http://www.ceterisparibus.net)

[www.dtm.gov.tr](http://www.dtm.gov.tr)

[www.deu.edu.tr](http://www.deu.edu.tr)

[www.ekometre.com](http://www.ekometre.com)

[www.ekosem.ieu.edu.tr](http://www.ekosem.ieu.edu.tr)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.mahfiegilmez.nom.tr](http://www.mahfiegilmez.nom.tr)

[www.metu.edu.tr](http://www.metu.edu.tr)

[www.netyorum.com](http://www.netyorum.com)

[www.sabah.com.tr](http://www.sabah.com.tr)

[www.sayistay.gov.tr](http://www.sayistay.gov.tr)

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

[www.urbanhobbit.net](http://www.urbanhobbit.net)

[www.unctad.org](http://www.unctad.org)

[www.yayim.meb.gov.tr](http://www.yayim.meb.gov.tr)