



**İSTANBUL MEDENİYET
ÜNİVERSİTESİ**

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

**ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN
FİNANSAL KRİZLERE ETKİLERİ: 2001 TÜRKİYE KRİZİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Necla Buruc AKDEMİR

Temmuz, 2017



**İSTANBUL MEDENİYET
ÜNİVERSİTESİ**

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

**ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN
FİNANSAL KRİZLERE ETKİLERİ: 2001 TÜRKİYE KRİZİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Necla Buruc AKDEMİR

Tez Danışman:
Prof. Dr. Hatice Neşe ERİM

Temmuz, 2017

ONAY

İstanbul Medeniyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde Yüksek Lisans öğrencisi olan Necla Buruc Akdemir'in hazırladığı ve jüri önünde savunduğu "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri:2001 Türkiye Krizi" başlıklı tez başarılı kabul edilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

Tez Danışmanı:

Prof. Dr. Hatice Neşe ERİM

İstanbul Medeniyet Üniversitesi

Üyeler:

Prof. Dr. Ahmet TABAKOĞLU

Marmara Üniversitesi

Prof. Dr. Seyfettin ERDOĞAN

İstanbul Medeniyet Üniversitesi

Tez Savunma Tarihi: 17 Temmuz 2017

ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

İstanbul Medeniyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü bünyesinde hazırladığım bu Yüksek Lisans tezinin bizzat tarafımdan ve kendi sözcüklerimle yazılmış orijinal bir çalışma olduğunu ve bu tezde;

- 1- Çeşitli yazarların çalışmalarından faydalandığımda bu çalışmaların ilgili bölümlerini doğru ve net biçimde göstererek yazarlara açık biçimde atıfta bulunduğumu;
- 2- Yazdığım metinlerin tamamı ya da sadece bir kısmı, daha önce herhangi bir yerde yayımlanmışsa bunu da açıkça ifade ederek gösterdiğimi;
- 3- Alıntılanan başkalarına ait tüm verileri (tablo, grafik, şekil vb. de dâhil olmak üzere) atıflarla belirttiğimi;
- 4- Başka yazarların kendi kelimeleriyle alıntıladığım metinlerini kaynak göstererek atıfta bulunduğum gibi, yine başka yazarlara ait olup fakat kendi sözcüklerimle ifade ettiğim hususları da istisnasız olarak kaynak göstererek belirttiğimi,

beyan ve bu etik ilkeleri ihlal etmiş olmam halinde bütün sonuçlarına katlanacağımı kabul ederim.

Necla Buruc AKDEMİR

TEŞEKKÜR

Uluslararası sermaye hareketlerinin finansal krizlere etkilerini, dünyadan kriz örnekleri ve 2001 Türkiye Krizi ile anlatmaya çalıştığım bu kapsamlı tez çalışması boyunca bana yol gösteren, mesai saatleri dışındakiler dahil, değerli zamanını fedakarlıkla çalışmamız için ayıran, her yönü ile örnek aldığım saygıdeğer tez danışmanım Prof. Dr. Hatice Neşe ERİM başta olmak üzere, yüksek lisans eğitimim süresince bilgi ve tecrübelerini bizlere aktarmaya çalışan İstanbul Medeniyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün değerli hocalarına teşekkürlerimi arz ederim.

Yüksek lisans eğitimimin başlangıcından sonuna kadar anlayışlarını ve desteklerini benden esirgemeyen saygıdeğer Vakıfbank Cevizli Şubesi Yöneticileri ile değerli mesai arkadaşlarıma ve doğduğum günden bu yana üzerimde sonsuz emekleri olan; babam Harun AKDEMİR, annem Hayriye YANAR ile ben ders çalışırken odamın kapısını resimleriyle süsleyen canım kızım Canan YILDIRIM'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Necla Buruc AKDEMİR

İÇİNDEKİLER

ONAY.....	i
ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI.....	ii
TEŞEKKÜR	iii
İÇİNDEKİLER	iv
ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
TABLO LİSTESİ.....	viii
ÖZET	ix
ABSTRACT.....	x
GİRİŞ.....	1
1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ	3
1.1. Kavram ve Tanım	3
1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin İktisadi Düşünce Tarihindeki Yeri	7
1.3. Tarihsel Gelişim.....	9
1.4. Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri	13
1.4.1. Özel sermaye hareketleri.....	14
1.4.1.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları.....	14
1.4.1.2. Portföy Yatırımları	16
1.4.1.3. Diğer Sermaye Hareketleri: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Sıcak Para Hareketleri.....	17
1.4.2. Resmi sermaye hareketleri	22

2. KRİZLER	23
2.1. Ekonomik Kriz.....	24
2.1.1. Reel sektör krizi	25
2.1.2. Finansal kriz	26
2.2. Finansal Krizlerin Oluşumu.....	26
2.3. Finansal Kriz Türleri.....	28
2.3.1. Para krizi	29
2.3.2. Bankacılık krizi	33
2.3.3. Dış borç krizi.....	35
2.3.4. Sistemik krizler	36
2.4. Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri	38
2.4.1. Cari açık/Gayri safi milli hasıla oranı	39
2.4.2. Bütçe açığı/Gayri safi milli hasıla oranı.....	39
2.4.3. Reel döviz kurundaki artış	40
2.4.4. Merkez Bankası döviz miktarı	40
2.4.5. Para arzındaki artış.....	40
2.5. Finansal Krizlerin Nedenleri.....	40
2.5.1. Finansal liberalizasyon.....	41
2.5.2. Sabit döviz kuru sistemleri.....	42
2.5.3. Ters seçim ve ahlaki yapının bozulması	43
2.5.4. İstikrarsız makroekonomik yapı.....	44
2.6. Finansal Kriz Modelleri	45
2.6.1. Birinci nesil modeller (spekülatif atak modelleri)	45
2.6.2. İkinci nesil modeller.....	47
2.6.3. Üçüncü nesil modeller.....	50

3. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE KRİZLER.....	53
3.1. Meksika Krizi (Tekila Krizi) (1994).....	57
3.2. Asya Krizi (1997)	60
3.3. Rusya Krizi (1998).....	63
3.4. Brezilya Döviz Krizi (1999)	66
3.5. Arjantin Krizi (2001)	67
4. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZLER	71
4.1. 2001 Krizi Öncesi Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Durum	75
4.2. 2000 Kasım- 2001 Şubat Krizleri	77
4.2.1. 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı sonrası Kasım 2000 krizi.....	82
4.2.2. Kasım 2000 Krizi	84
4.2.3. Şubat 2001 Krizi	87
SONUÇ	89
KAYNAKÇA	92
ÖZGEÇMİŞ	109

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1. Ekonomik Krizler	25
Şekil 3.1. 1994-1995 Meksika Finansal Krizi Süreci	59



TABLO LİSTESİ

Tablo 1.	Finansal Liberasyon ve Krizler	56
-----------------	--------------------------------------	----



ÖZET

İş bu tez çalışmasının amacı, uluslararası sermaye hareketlerinin finansal krizler üzerindeki etkisini incelemektir. İlk olarak uluslararası sermaye hareketleri, kavram ve tanımı üzerinde durulmuş sonrasında; iktisadî düşünce tarihindeki yeri, tarihsel gelişimi, türleri alanlarında analiz edilerek çalışmanın temeli oturtulmuştur. Devamında benzer bir analiz krizler kavramı üzerinde uygulanmış; ekonomik krizin kapsamı, reel sektör krizi ile finansal kriz kavramlarının tam olarak birbirinden ayrıştırılarak tanımlanması sonrasında finansal krizler üzerine yoğunlaşmıştır. Finansal krizlerin; oluşumları, türleri, öncü göstergeleri, nedenleri ve modelleri ayrı başlıklar altında incelenmiştir. Akabinde finansal krizler tarihçesinden kısaca bahsedilmiş; dünya ekonomisinin neo-liberal iktisadî akımın içine girmesiyle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan en önemli beş kriz anlatılarak, uluslararası sermaye hareketleri ile finansal krizlerin bağı gösterilmek istenmiştir. Çalışmanın son bölümünde nihai olarak anlatılmak istenen; uluslararası sermaye hareketleri finansal krizleri tetikler tezi, Türkiye Cumhuriyet Tarihi'nin en büyük krizlerinden biri olan Şubat 2001 örneği kapsamında açıklayabilmek amacı ile de kriz öncesi sermaye hareketleri ve genel makroekonomik durum ile 2000 yılı enflasyonu düşürme programı ve Kasım 2000 Krizi kısaca incelenmiş, son olarak da genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Sermaye, Finansal Krizler, Sıcak Para.

ABSTRACT

The aim of the study is to research the effects of international capital movements on financial crises. Firstly, after focusing on the concept and definition of international capital movements the place of economic thought in history, historical development, types in the fields of analyzing in the basis of working. A similar analysis was afterward applied on the concept of crises; Scope of economic crisis, focusing on financial crises after the real sector crisis and financial crises were completely separated from each other. Financial crises; types, indicators, causes and models are examined under separate headings. In the following, the history of financial crises were briefly mentioned; the five most important crises in the developing countries were explained and the international capital movements and the financial crises were tied together as the world economies were involved in the neoliberal economic trend. In the last part of the study, the thesis of international crises triggered financial crises, in order to be able to explain the thesis within the example of February 2001, which is the biggest crisis of Republican history of Turkey, pre-crisis capital movements and general macroeconomic situation, year 2000 inflation reduction program and November 2000 crisis were briefly reviewed and finally a general assessment was made.

Keywords: International Capital, Financial Crises, Short Term Capital.

GİRİŞ

1944 yılında kurulan Bretton Woods sistemi, sabit kur politikasına dayanmakta iken, 1973 yılında gelişmiş ülkelerin paralarını serbest bırakmalarıyla sona ermiştir. Dış açık veren ülkelerin devalüasyon yapması, dış açıkların finansmanı için ülke rezervlerinin kullanılması, ciddi likidite dar boğazlarının oluşması, piyasalara ve piyasa yapıcılara olan güvensizlik, az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunu Bretton Woods sistemini çökerten nedenler olmuştur. 1980'ler itibariyle neo-liberal iktisadî akımın içine girilmesi ve beraberinde finansal entegrasyon süreci ve 1990'larda guruba eklenen küreselleşme ile de beraber küresel finans piyasalarında engeller kalkmış, dünya ekonomisi hızlı bir bütünleşme sürecine girmiştir. Finansal liberalizasyon sonrası, henüz alt yapısı buna hazır olmayan gelişmekte olan ülkelerde art arda finansal krizler görülmeye başlamıştır. Sonrasında işsizlik, yoksulluk, sefaletle karşı karşıya kalan ülkelerin durumları, finansal krizleri finansal küreselleşmenin doğal sonucu olarak ortaya çıkarmaktadır (Seyidoğlu, 2003:143).

Piyasaların ve uluslararası sermayenin önündeki engellerin kalkması, ticarete serbestleşme ile karakterize olan finansal liberalleşme, 1990'larda uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanmasına ve sermayenin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru akmasına neden olmuştur (Gedikli, 2011:173). Gelişmekte olan ülkelerin büyüme endeksleri, uluslararası sermaye girişlerinin hacmine bağlı hale gelmiş ve bu sebeple sermayeyi kendine çekmek isteyen yükselen ekonomiler sıcak para çekici politikalar uygulamaya başlamışlardır. Düşük kur yüksek faiz politikası ile sermayeyi kendilerine çeken ülkeler, bu politikalarında başarı sağlamış, likidite bolluğu, finansal ve reel piyasalarda refah ile beklenen ekonomik büyüme hızını yakalamışlardır. Ancak likidite balonunun vadesi ne yazık ki sonsuz refahı elde edecek kadar uzun değildir. Bir anda sermaye akınına uğrayan ülkeler altyapı eksiklikleri ve makroekonomik politika istikrarsızlıkları nedeniyle rasyonel olmayan kararlar uygulamışlar ve tamamen yabancı sermayeye bağlı hale gelmiş, kırılğanlaşmış ekonomilerini ani sermaye çıkışlarına karşı savunmasız bırakmışlardır.

1990'dan sonra yaşanan krizleri incelediğimizde herbirinin ayrı özellikleri olmasıyla beraber genel bir ortak tabanda birleşmektedirler. Yabancı sermayeyle dolan, makroekonomik koşulları iyileşen ekonomilerde bir anda durumun tersine dönmesine neden olan olaylar hemen hemen bütün krizlerde benzerdir. Aşırı döviz girişi sonucu ülkede rezervlerin dolması ve ithalatın ucuzlaması karşısında ulusal paraların değerinin aşırı yükselmesi, akabinde ihracatın uluslararası piyasalarda pahalı hale gelmesi içeride üreticiyi kilitlemiş ve ülke halkları kendi iç tüketimleri için bile ithal ürünleri tercih eder hale gelmişlerdir. Sermaye akını sonrası oluşan döviz bolluğu karşısında ulusal para aşırı değerlenmiş ve devalüasyona zemin hazırlamıştır. Bu durum piyasada beklentileri olumsuz etkilemiş ve spekülasyon ataklarının önü açılmıştır. Devalüasyon beklentisi bir anda sermayenin ülkeden kaçmasına neden olmuş, arkada kalan ülke kendini finansal krizin içinde bulmuştur. Senaryo kabataslak bu şekildedir.

Bu çalışmada uluslararası sermaye hareketlerinin ne anlama geldiği, içeriğinin ne olduğu ve bu kavramın ne zaman ortaya çıktığı ve bugüne kadar nasıl gelişmeler gösterdiği incelenmiş, sonra da yine tanım, kapsam ve tarihsel süreç içerisinde finansal krizler anlatılmıştır. Ardından uluslararası sermaye hareketlerinin dünyada gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerle olan alakası örneklerle anlatılmış ve Türkiye'de yaşanan, kısa vadeli sermaye hareketleri, nam-ı değer sıcak para kaynaklı 2000-2001 krizleri incelenerek çalışma tamamlanmıştır.

Çıkarılan sonuca baktığımızda finansal krizlerin uluslararası sermaye hareketleri ile doğrudan bağlantılı olduğu bunun önlenmesi için liberalizasyon politikaları uygulanmadan önce ülkelerin alt yapılarının hazır hale getirilmesi gerektiği, neo-liberal makroekonomik politikaya geçişin aşama aşama gerçekleştirilmesi ve bu esnada iç makroekonomik dengelerin istikrarının sağlanması ve korunması ile sabit kur sisteminden vazgeçilerek piyasanın kendi dinamikleri ile dengede kalmasına izin verilmesi gerekmektedir.

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Kavram ve Tanım

Uluslararası sermaye kavramı, 1980’li yıllardan sonra artış gösteren liberalizasyon ve entegrasyon politikalarının bir aracı olarak ortaya çıkmış; 1990’lardan sonra özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişme ve kalkınmaları üzerinde oynadığı kadersel etki ile ön plana çıkmıştır. Bir ülkenin temel büyüme göstergesi reel üretiminin hacmiyle bağlantılıdır. Üretimin seri, ucuz, kaliteli olabilmesi de üretim faktörlerinin yeterli olması ve etkin kullanılmasına dayanır. Bir ülkenin büyümesi ne kadar reel üretimine bağlı ise, reel üretim de yeterli sermaye kaynağının var olması ile doğru orantılıdır. Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki en büyük fark sermayeye ulaşım güçleridir. Dünya genelinde kaynak dağılımının eşit olmaması ülkelerin gelişmişlik düzeylerine doğrudan yansımaktadır. Diğer yandan gelişmiş ülkeler de daha ucuz iş gücü ile maliyetlerini düşürmek, ihtiyaç duydukları hammadde ve ara maddelere rahatlıkla ulaşabilmek ya da atıl durumda olan sermayelerini doğrudan yatırımlarla değerlendirmek için uluslararası yatırım araçlarını kullanırlar. Uluslararası sermaye hareketleri dünyayı tek bir ekonomik pazar haline getirmiş ve neo-liberal politikaları benimseyerek dışa açılan ekonomileri karşılıklı fayda sağlamaları amacıyla buluşturmuştur. Dışa kapalı ekonomiler ise kendi içsel tasarrufları ile izole bir şekilde büyüme ve kalkınmalarını sürdürecektir sermaye birikimlerini sağlamaya çalışmaktadırlar. Çalışmanın ilk bölümünde uluslararası sermaye hareketlerinin literatürde en sık kullanılan tanımlarına yer verilecek sonrasında iktisadî düşünce tarihindeki yeri ve tarihsel gelişimi incelenecektir.

“Uluslararası sermaye hareketleri; yabancı sermaye, yabancı sermaye yatırımları, deniz aşırı yatırımlar ve dış yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. IMF’nin tanımına göre; uluslararası sermaye hareketleri, herhangi bir ülke vatandaşının bir diğer ülkenin yerleşik vatandaşına fon aktarması ya da ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile meydana gelmektedir” (IMF, 1991:77).

Bu tanımdan anladığımız en basit haliyle uluslararası sermaye hareketleri, ülkeler arası fon mukabili aktif transferidir. Konu ile alakalı daha geniş kapsamlı tanımlar baktığımızda:

“Uluslararası sermaye, bir ülkenin sermaye stokuna, o ülkenin ulusal sınırları dışındaki başka bir ülkenin kurum veya vatandaşlarının sahipliği olarak da tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle bir ülkede yerleşik bulunanların kendi ülkelerinin sınırları dışında servet edinmelerine uluslararası sermaye yatırımı denilmektedir” (Uzunoğlu vd., 1995:34).

Uzunoğlu'nun tanımında dikkat çeken husus uluslararası sermayenin gittiği ülkenin kendi sermayesi haline gelmemesidir. Başka bir ifade ile sermaye kaleminde dışarıdan kaynaklanan artış durumudur. Yahut yatırımcı tarafından baktığımızda başka bir ülkede yatırım yapmak koşulu ile sermaye arttırımı, kazanımı halidir. Daha geniş anlatımlı bir kavramsal açıklamada ise:

“Uluslararası sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki amaç, ekonomik kalkınmayı sağlamak için gerekli olan sermayenin sağlanabilmesidir. Hükümetler, halka refah sağlamak için uluslararası sermayeyi gerek yatırım gerekse borçlanma şeklinde ülke içine çekmeye çalışmaktadırlar. Ülke vatandaşları ise uluslararası sermayeyi kendi yatırım harcamaları için talep ederek, tasarruflarından daha fazlasını yatırıma dönüştürme imkânı elde ederler” (Bulutoğlu, 1970:6).

Kenan Bulutoğlu ise, uluslararası sermayeyi çekmeye çalışan ev sahibi ülke olarak çalışmamızda nitelendireceğimiz, gelişmekte olan ülkeler açısından sağlanan fayda üzerinde durmuş, uluslararası sermayenin ne şekillerde –yatırım, borçlanma- ülkeye geldiğini ifade etmiştir. Hatta hane halkı olarak nitelendirilen en küçük mikro iktisadi birim ölçeğinde dahi yabancı sermaye yatırım olanağı olarak karşılanmaktadır. Bir başka kavramsal açıklama ise:

“Bir ülkenin karşılığını değişik biçimlerde ileride ödemek üzere, başka ülkelerden kısa sürede ekonomik gücüne ekleyebileceği mali ve teknolojik kaynaklar uluslararası sermaye ile kazanılır” (Uras, 1979:31).

Bu açıklamada uluslararası sermayenin sağladığı nakdî faydanın yanı sıra uluslararası diyalog ve ticarî ilişkiler vasıtasıyla teknoloji transferinin de söz konusu olduğu belirtilmektedir. Bu aktarım yatırımcı ülkenin bizzat gerçekleştirdiği doğrudan uzun vadeli yatırımlar aracılığıyla kurdukları endüstriyel kuruluşlar vasıtası ile ya da know-how bilgi aktarımı şeklinde gerçekleşmektedir. Buraya kadar yapılan tanımları biraz

daha genişletip toparladığımızda uluslararası sermayenin ilk etapta fon-aktif mübadelesi olarak başladığı sonrasında ölçek büyütülerek; yatırımlara, üretim ortaklıklarına, sermaye ile beraber gerçekleşen teknoloji, know-how, girişimcilik bilgisi, yönetim konularında da bilgi aktarımına dönüştüğü ve entegrasyon sürecinin de hızlanmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Bunların hepsini yansıtan tanım ise şu şekildedir:

“Ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmak amacıyla yapılan yatırımlarda uluslararası sermaye bir ülkeye teknolojik altyapıyı oluşturmak, lisans, patent hakkı, gayri maddi haklar ve hizmetler sağlamak üzere gelmektedir. Bu şekilde yapılan kaynak transferleri yatırımcı veya borç veren ülke açısından sermaye ihracı, ev sahibi ülke açısından ise sermaye ithali anlamına gelmektedir” (Erol, 2000:72).

Literatürde yer alan en geniş kapsamlı tanım olarak kabul edilen uluslararası sermaye hareketleri tanımı ile konu toparlanacak olursa:

“Uluslararası sermaye hareketleri, bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan sağlayacağı ve ekonomik gücü ile ulusal varlıklarına ekleyebileceği mali, teknolojik, bilgisel ve hizmetsel kaynaklar olarak ifade edilmektedir” (Erol, 2000:72).

Uluslararası sermaye, sermayeye ev sahipliği yapan ülkenin ulusal varlığı değildir. Hangi ülkeden ya da bölgeden çıktıysa oranın kaynağı durumundadır. Sermaye dolaşım kabiliyetine bağlı olarak herhangi bir ülkeden bireyler, kurumlar, bankalar vasıtasıyla çıkarak bambaşka ülke, bölge, birey ya da kurumlara ödünç verilen süreli ya da süresiz bir dış varlık statüsündedir. Söz konusu yabancı sermaye yatırımlarla değerlendirilerek kazanç kaynağı haline getirilebilir ve elde edilen kârlar dışarıya transfer edilebileceği gibi, sermayeye eklenmek suretiyle ev sahibi ülkede de kalarak yatırımları arttırabilir.

Diğer yandan elindeki tasarrufunu zahmetsizce değerlendirerek katlamak isteyen yatırımcının cüretkâr faiz oranları ve hukuki esnekliklere olanak sağlayan cazibe merkezleriyle buluşması da uluslararası sermaye hareketleri kapsamındadır. Bir tarafta elindeki fonunu değerlendirmek isteyen dolaşımdaki yatırımcı vardır, diğer tarafta gelişmek için yatırıma, yatırım için daha çok sermayeye yahut ekonomik kalkınmasını tamamlamak için kaynağa ihtiyacı olan ev sahibi ülke. Bu buluşmada asıl olan aktarılan fonların yatırım, üretim, ekonomik kalkınma alanlarında kullanılması, tüketim için harcanarak ziyan edilmemesi ve yatırımcısına akdedilen

bedellerin ifa edilerek ulusal ve uluslararası bir felakete sebebiyet vermenin önüne geçilmesidir.

Uluslararası sermaye hareketleri yatırımcı ülkelere faiz-kur arbitrajı avantajı sağlayarak yüksek reel getiri vadetmektedirler. Buna karşılık özellikle gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik büyüme ve kalkınmalarını gerçekleştirebilmek, üretimlerini arttırarak borç batağından kurtulmak hatta hane halkının tüketiminde asgari oranda arttırmada bulunabilmek için dolaşımdaki sermayeyi kendilerine çekmek üzere uygun koşulları sağlamaları gerekmektedir. Uluslararası sermaye akımları ev sahibi ülkeye ihtiyaç duyduğu likit fonlar haricinde orta ve uzun vadeli hatta süresiz yatırımlar ile istihdam, teknolojik yenilikler ve dahi ülke ihracatına katkı imkânları getirmektedir. Bütün bunlara karşılık yabancı sermaye talebindeki ülkenin kurumsal faktörleri alternatiflerine karşı rekabete hazır olmalıdır. Hukukun üstünlüğü, mülkiyet haklarının güvence altına alınması, yolsuzlukla mücadele yabancı sermayedar için en önemli güven unsurlarıdır. Ev sahibi ülkedeki siyasi duruş ve istikrar da bir çeşit karne görevi görmektedir. Demokratikleşme ve sivil toplum kuruluşlarının gelişimi de ev sahibinin içsel modernizasyon isteğinin samimiyetini göstermektedir. Bürokrasi düzenin işlemesi için zaruri bir çarktır ancak zorlaştıran ve amacı dışına çıkan bir uygulama yabancı sermayeyi caydırmaktan başka bir işe yaramaz. Bir diğer husus da sermaye hareketlerini kendisine çekmek isteyen ülkenin işlem maliyetlerini de minimize etmesi gerektiğidir.

Tüm dünya sınırlarından yavaş yavaş arınıırken, özellikle 1970'li yıllardan sonra ivmeli bir şekilde hızlanan küreselleşme, liberalizasyon olguları gelişmiş, gelişmekte olan tüm ülkelerle içselleşmiş ve beraberinde dünya neredeyse tek bir pazar haline gelmiştir. Piyasalar tek, bütün, küresel, dünya halkları piyasası haline gelmiş, olumlu olumsuz tüm dışsallıklarıyla yenedünya düzeni ortaya çıkmıştır. Bu yeni düzenin zararlısı olarak karşımıza çıkan kavramlar; spekülâtif hareketler, sıcak para ve kısa vadeli sermaye hareketleridir. Sıcak para olarak adlandırılan, kısa vadeli sermaye hareketleri, spekülâtif ataklarla gelişmekte olan ülkeleri biranda sermaye balonuyla şişirerek; döviz kurlarında, parasal büyüklüklerinde, enflasyonlarında tepetaklak etmek suretiyle geldikleri gibi hızla, aniden giderek döviz rezervlerini boşaltıp para politikalarının etkinliğini sıfırlayarak, krizlere neden olmaktadır.

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin İktisadi Düşünce

Tarihindeki Yeri

Adam Smith in 1776 yılında yayımlanan ünlü eseri “Ulusların Zenginliği” ile iktisat bilimsel bir nitelik kazanmış ve beraberinde iş bölümü ve uzmanlaşma olguları gelişmiş, üretim rasyonel tercihler doğrultusunda ilerlemeye başlamıştır. Ülkeler fiziki ve coğrafi özelliklerinin imkân verdiği doğrultuda üretim kalemlerini geliştirerek yoğunlaştırmış ve herkesin her şeyi üretemeyeceği uluslararası mal ticaretinin ihtiyaç kapsamında gerekliliğini gözler önüne sermiştir. Bu dönemde Avrupa Ülkeleri ve Amerika hızla gelişmeye başlamış Sanayi Devrimine doğru hızlı bir ilerleme göstermişlerdir. Serbest dış ticaret hızla gelişirken liberalizasyonun içsel ekonomilerin, üretim alanlarında yol açması olası dejenerasyonlarına karşı gelişim sürecini ikinci dereceden takip eden ülkeler korumacı, yarı kapalı ekonomik yapıları tercih etmiş ve bu tercihleri kapsamında yeniliklerden ve bir takım teknolojik ilerlemelerden geri kalmışlardır. Devletin iç-dış ekonomik düzene müdahale etmesi ya da özgür bırakması, piyasanın kendi haline bırakılarak görünmez elin ekonomi çarkını düzenlemesi ya da devletin kontrollü müdahalesi, ekonomilerin belirli kıstaslara göre dönemsel olarak planlanması ya da piyasa ekonomisine müdahale edilmemesi konuları tartışılmış, sosyal devlet anlayışını benimseyen daha kapalı ekonomiler liberalizasyonu benimseyen açık ekonomiler karşısında daha pasif kalmışlardır. Hızla gelişen ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerinin dinamiğine entegre etmeye çalışan, küreselleşmeye ayak uydurarak, liberalizasyon politikalarını hızla benimseyerek uygulamaya koyan ülkeler de kendilerine çektikleri uluslararası sermaye sayesinde ekonomilerinde arz ve talebi canlandırarak büyümelerine ivme katmışlar, gelişimlerini katlanarak hızlandırmışlardır.

Biraz daha gerilere gidersek Adam Smith’den yani klasik teoriden önceki siyasi ve ekonomik doktrini Merkantilizmi görürüz. Merkantilist doktrine göre dünyadaki altın ve maden stoku değişemez. Dolayısıyla birbirleriyle ticaret yapan ülkeler arasında çıkar çatışması söz konusudur. Ticarete aynı anda her iki taraf da eşit miktarda kârlı çıkamaz hatta taraflar arasında kâr-zarar bakımından ters orantı söz konusudur.

“Sanayi devriminden sonra Merkantilizmin yerine liberal görüşler geçmeye başlamış, buhar gücünün üretimde kas gücünün yerine kullanılmasıyla sanayi devrimi başlamıştır.

İngiltere’de başlayan liberal akım, kitlesel üretimin el tezgahlarının yerini almasıyla büyük fabrika kentlerinin doğmasına neden olmuştur. Makinalar bir araya getirilerek üretim istenildiği kadar arttırılabilmiş, artık ekonomide sorun üretim olmaktan çıkmış, üretilen mallara pazar bulunması olmuştur. Şöyle ki, İngiltere de gerçekleştirilen üretimin satılabilmesi, diğer dünya ülkelerinin kapılarını yabancı malların ithaline açmasına bağlı hale gelmiştir. İngiliz sanayiinin çarklarının başka türlü dönmesi imkânsızdır” (Seyidoğlu, 2007:15).

Yeniden klasik teoriye dönecek olursak, Adam Smith in “homoeconomicus”u, bireylerin kendi ekonomik çıkarlarına göre hareket etmelerinin aynı zamanda toplumsal çıkarları desteklediğini ve dolayısıyla devletin ekonomiye müdahale etmemesi gerektiğini, -laissez faire, laissez passer-bırakınız yapınlar bırakınız geçsinler”, ekonominin, piyasaların kendi iç dinamiği tarafından “görünmez elin visible hand” düzenleneceği gibi görüşlerini içeren Mutlak Üstünlük Teorisi, Uluslararası Sermaye Hareketleri serbestisine açıklamalı bir tanım getirmiştir. Klasik teori uluslararası sermaye hareketlerini desteklerken, sermaye hareketleri kalemini ödemeler dengesinin sermaye hesabı altında göstermektedir. Sermaye giriş-çıkışların önündeki engellerin kalkması sermaye hesabını serbestleştirmektedir. Sermaye hesabının hareket engellerinin kalkmasıyla tasarruf hacmi kısıtlı olan ülkeler dış kaynaklar sayesinde verimli yatırımlar yaparak tasarruflarını arttırabilecek, yatırımcı ülkeler de portföylerini çeşitlendirerek risklerini dağıtabileceklerdir (Ercan, 2000:32).

Neo-klasik teori ise sermayenin dolaşımdaki serbestisinin artmasının global ölçekte gelir dağılımını dengeye getireceğini, sermayesi bol gelişmiş olan ülkelerin ihtiyaç duydukları malları bol ve ucuz olarak temin ederken, gelişmekte olan üretici ihraç ülkelerinin ise kendilerini kalkındıracak, ekonomik büyümelerine katkı sağlayacak ve gelişmiş ülkeleri yakalamalarına imkân verecek sermayeye kavuşmalarına olanak vereceğini savunmuştur. Kazgan bu sürecin, optimal kaynak dağılımını sağlayarak, dünya refahını arttıracığını ileri sürmektedir (2000:173).

Ricardo, sermayenin ülke sınırlarını aşamayacağını nedenin ise; kişilerin ülke sınırları dışına çıkamaması olduğu görüşünü ileri sürerken, J. St. Mill, sermayenin sermayedara bağımlı olmadığını; cazip getiri imkanları doğrultusunda ulusal ve uluslararası dolaşıma açık olduğunu iddia etmekte ve 19. yy başlarının hazırlık dönemi olup, yüzyıl sonlarına gelindiğinde ise uluslararası sermayenin fiilen dolaşımda olacağını ifade etmektedir (Aslan, 1997:16).

Keynes ve Ohlin de sermaye hareketleri teorisinin temelini ortaya atmışlardır.1933 yılında Bertil Ohlin tarafından üretim faktörlerinden olan emek ve sermayenin uluslararası dolaşımında olduğu tespit edilmiştir. Art arda yaşanan dünya savaşlarından sonra savaş kaybeden ülkelerin savaş kazanan ülkelere savaş tazminatı ödemeleri, kaybeden ülkelerin satın alma gücünde azalma, kazanan ülkelerin de tam tersi oranda tazminatlara bağlı olarak satın alma güçlerinde artma görülmüştür (Aslan,1997:23).

1.3. Tarihsel Gelişim

“Uluslararası sermaye hareketlerinin tarihi, 16. yüzyılda İngiltere’de kurulan Fuggers of Augsburg yatırım evinin, Kuzey ve Orta Almanya’nın bakır madenleri ve Macaristan’daki gümüş madenlerini işletmeye başlamasıyla dünya ekonomik sistemi içerisindeki yerini almaktadır. 18. yüzyıla yaklaşırken, Antwerp ve Amsterdam dünyanın en büyük sermaye merkezleri haline gelmiş ve Hollanda sahip olduğu yabancı yatırımlar ile ön plana çıkmıştır. Napolyon savaşları sonrası Hollanda tahtını İngiltere’ye kaptırmış, yine bu dönemde İngiltere’den çıkan yabancı sermaye milli gelirin %7’sine kadar yükselmiştir” (Salihoglu, 1998:20).

19. yüzyılın ilk yarısında ise İngiltere başı çekmiş; hammadde, maden ve petrol elde edebilmek için sömürgelerine yatırım yapmaya başlamıştır. İngiltere’nin peşine Fransa ve Almanya da sanayileşme yarışı içinde yerlerini alarak sömürge arayışı içine girmiş, hammadde, ucuz işgücü ve doğal kaynaklara sahip geri kalmış ülkeleri yatırım merkezine dönüştürmüşlerdir (Akdiş, 1998:63). Sanayileşme yarışı ABD’nin de sisteme dâhil olmasıyla 1929 Dünya ekonomik buhranına kadar sürmüştü; sonrasında krizin neden olduğu talep yetersizliği fiyatlar genel düzeyinin dünya çapında %60 oranında düşmesine neden olmuş ve yaşanan deflasyon sonucu sanayi üretimi durarak, kitlesel işsizlikler meydana gelmiş ve nihayetinde yatırımcı ülkeler yatırımlarını geri çekmek suretiyle ülkelerine dönmek zorunda kalmışlardır (Uras, 1979:31).

İkinci Dünya Savaşı’na kadar gerçekleşen sermaye hareketleri genellikle portföy yatırımları şeklinde gerçekleşirken, 1950’li yıllar itibariyle doğrudan yabancı yatırımlar şekline dönüşmüşlerdir. Uluslararası sermayeyi çekmeye çalışan az gelişmiş ülkeler bu dönemde çok uluslu şirketlerle karşı karşıya gelmiş; hammadde, ucuz iş gücü ve doğal kaynak ihraç ederken karşılığında sanayileşmiş ülkelere

girişimcilik, teknoloji, idarecilik, satış stratejileri gibi üretim faktörlerini de sermayeye ek olarak ülkelerine almışlardır. Bu dönemden itibaren gelişmekte olan ülkeler arasında sermaye çekme yarışı başlamış, vergi indirimleri ve muafiyetler ile sübvansiyonlar gibi teşvik edici politikalarla yabancı sermaye için cazip bir ortam oluşturmuşlardır (Çetenak, 2006:5).

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra dünya genelinde oluşan büyük mali kayıpları telafi etmek üzere, dünya ticaretinin serbestleştirilmesini öngören ve yıkılan ekonomilerin yeniden ayağa kalkmasına imkân veren bir ticari ve mali sistemin kurulması kararlaştırılmıştır. 1944'te Amerika'da Mount Washington Otel'de gerçekleşen Bretton Woods Konferansı'nda, John Maynard Keynes himayesinde dünyanın dört bir yanından gelen politikacılar savaş sonrası dünyanın, finansal ve ekonomik mimarisini yeniden oluşturmuşlardır. Bu sistem altın-döviz endekslenmesiyle uluslararası ticaret üzerindeki kur belirsizliklerini azaltarak ekonomik istikrarı stabil hale getirmektedir. Ancak beklentilerde meydana gelebilecek bir değişikliğin, devalüasyon gibi, yoğun spekülasyonlara yol açabilmesinden dolayı hassas, ekonomide kriz yaratmaya da elverişli bir sistemdir. Barro ve Eichengreen (1998) bu dönemin 1970'lerde Triffin ikilemiyle sona erdiğini belirtmişlerdir. Triffin ikilemi Belçika asıllı Amerikan vatandaşı Robert Triffin tarafından ortaya atılmıştır. Bu yıllarda sirkülasyondaki ABD doları bunu destekleyen altın miktarını aşmıştır. 1960'da 1 ons altın ABD'de 35 dolara işlem görürken Londra'da 40 dolara alıcı bulabilmektedir. Bu yüzden yatırımcılar doların aşırı değerlendiğini fark edip yüksek spekülasyonlarla aşırı kârlar elde edebilmektedir. Bu yüzden ABD bütçe açığı azaltıp faiz oranlarını yükselterek dolaşımdaki dolar miktarını azaltma çabalarına girmiş ancak küresel ekonomide ciddi resesyonlar yaşanmıştır. Başkan Nixon'da 1971'de tüm bu gelişmelerden sonra Bretton Woods sisteminin sona erdiğini açıklamıştır. Bretton Woods Sisteminde, gelişmekte olan ülkeler sermaye hesapları üzerine önemli kontroller koymuşlar ve bu dönem boyunca bu ülkelerin tek sermaye kaynağı resmi sermaye hareketleri olmuştur. Bu uygulamalarla örtüştüğü için, 1950 ve 1960'lı yıllarda başta ekonomik büyümenin sağlanması ve diğer hedefler için Keynezyen politikalar doğrultusunda devlet tarafından finansal piyasalar üzerinde baskılar uygulanmaktadır (Eğilmez, 2015:1).

1944'te Amerika'da Mount Washington Otel'de Uluslararası Para Fonu (IMF) ve bugünkü Dünya Bankası'nın selefi Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Gelişim Bankası'nın kurulması kararlaştırılmıştır. Ayrıca Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) imzalanmış Dünya Ticaret Örgütü'nün (WTO) temeli atılmıştır. Birkaç kapalı ekonomiye sahip despotik rejim hariç dünyadaki hemen hemen her ülke bu çok taraflı kurumlara üyedir. Bu kurumlar küresel ekonominin şeklini ve ülkelerin birbirleriyle olan ilişkilerini düzenlerler. IMF dünyanın merkez bankası konumundadır. Son kredi mercii olan IMF, üye ülkelerin kaynaklarını kullanırken; sermaye ve kur krizi yaşayan üyelerinde de destek olmakla mükelleftir. Bir diğer görevi de ülkelerin, ekonomilerini ileride sorun çıkarmayacak makul bir biçimde yönetmelerini programlamak olmakla beraber yaptırım gücü olmadığından geçmişte bazı ülkelerin kötü ekonomik kararlar almasını engelleyememiştir. Dünya Ticaret Örgütü de ülkelerin sınır ötesi ticaretin önündeki engelleri karşılıklı olarak kaldırmasına ve düzenlemelere aykırı olarak uygulanan gümrük engellerine (tarifeler, kotalar) karşı başvuru bir hakem kuruludur. Korumacı ekonomik politikaların dünya çapında azaltılması gerektiğini savunmaktadır. Dünya Bankası da dünyanın yoksul ülkelere yardım için kurulmuştur. Zorluk çeken ekonomilere borç vererek ve bazen hibe yoluyla- dünya ekonomisinin gelir dağılımını bir nebze olsun düzelterek daha zengin ve istikrarlı hale getirmeyi amaçlamaktadır. Ancak borç verdiği ülkelere IMF'nin de yaptığı gibi sıkı kurallar koyması yüzünden de eleştirilir (Eğilmez ve Kumcu, 2004:98-106).

1970'li yıllarda yaşanan krizle beraber Bretton Woods sisteminin çökmesi sonrası dünya ekonomisi köklü bir değişime uğramıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:58). Sistem yıkıldıktan sonra faiz-kur arbitrajından faydalanarak yüksek oranda kâr elde etmek isteyen sermaye hareketleri artarak gelişmekte olan ülkelerle beraber gelişmiş ülkeleri de tehlike altına almıştır (İnsel ve Sungur, 2003:4). 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar reel yatırımlar yerine finansal yatırımları tercih etmişlerdir (İnandım, 2005:9).

“1980 li yılların başından itibaren önce küresel makroekonomik durgunluk ve akabinde gerileme başlamıştır. Ülkeler dış borçlarını ödeyemez hale gelmiş; borç erteleme talepleri başlamıştır. Faizleri yükselterek sermaye çekmeye çalışmışlardır. Bu sırada dış

ticaret hadleri azalmış, kamu açıkları artmıştır. Ülkeler borç ertelemesi için talepte bulunmuşlardır. Sermaye akını aniden durmuş, net dış kaynak arayışı başlamıştır.

İthalatın kısıtlanması ile kısa vadede azaltılmaya çalışılan kamu açıkları gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ticari faaliyetlerinin ve yatırım oranlarının azalmasına, büyüme hedeflerinin sektöre uğramasına sebep olmuştur” (Kaya, 1998:12).

Gelişmekte olan ülke ekonomileri dış kaynak bağımlılıklarından kurtulmak için kısa vadeli borçlanma yerine uzun vadeli doğrudan yatırımları çekici politikalar uygulayarak spekülâtif sermaye kaçışının önüne geçmeye çalışmışlardır.

“1982 yılında yaşanan borç krizine kadar ülkelerarası banka kredileri yoluyla sermaye hareketleri gözlenmiştir. Ancak krediler zamanında geri dönmeyince likidite sorunu başlamış, beklentiler terse dönmüş ve hızlı bir sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. 1983-1990 yılları arasında doğrudan yatırımlar yoğunlukla Asya ülkelerine yapılmıştır. 1990’lı yıllardan itibaren ise Latin Amerika ülkeleri ön plana çıkmış, finansal liberalizasyona uyum sağlama hızları ve kısa vadeli yatırımlarda düşük risk taşımaları sermaye akınına çekici unsurlar olmuştur. Daha ziyade ABD’li yatırımcılarının akınına uğrayan Latin Amerika ülkeleri, 1994 krizini çok ağır geçirirken; Asya ülkeleri ve diğer geçiş ülkeleri bu krizden daha az etkilenmişlerdir” (Kaya, 1998:15).

1990’dan itibaren tüm dünyada uluslararası sermaye hareketleri tam serbest dolaşım kabiliyeti kazanmış, işlem hacmi oldukça genişlemiş ve teknolojik yeniliklerin de etkisiyle işlem süresi ve yönündeki değişim hızı ivmeli bir şekilde artmıştır. Gelişmekte olan ülkeler de çoğunlukla sürü halinde hareket eden sermaye akınına kendilerine çekebilmek için gerekli altyapıyı finansal piyasalarında gerçekleştirdikleri reformlarla sağlamaya çalışmışlardır. Kambiyo rejimlerini, sermaye hesaplarını serbestleştirmiş; iç ekonomik yapılarında da uygulanan reformlarla, kamu kurumlarının özelleştirilmesine hız vermişler, elde ettikleri finans kaynağını da yine finansal piyasaların oluşumunu destekleyecek yatırım alanlarında kullanarak uluslararası entegrasyona katılım derecelerini yükseltmişlerdir (Çetin, 2008:6). Ancak gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları yabancı sermaye çekici politikaların yanı sıra tüm dünyaya yerleşmekte olan küreselleşme olgusunun da etkisiyle sermayenin, makroekonomik politikaları tamamen farklı olan ülkelere de aynı derecede akın ettikleri görülmektedir (Yeldan, 2002). 1990’lı yılların başlarında Meksika, Arjantin, Şili gibi yapısal uyum politikalarını uluslararası piyasaların entegrasyonuna uygun hale getiren ülkelerin yanı sıra Brezilya gibi bütçe açıklarının sürekli ve hızlı bir

şekilde arttığı ve makroekonomik göstergelerinin sürekli bir kötüleşme gösterdiği ülkelere de yoğun sermaye girişlerinin olduğu görülmektedir (Çetin, 2008:6).

Uluslararası sermaye hareketlerinin tarihsel gelişim sürecine kısaca, kronolojik ve özet bir şekilde göz attıktan sonra aslında sürecin her aşamasında karşımıza çıktığı gibi sermayenin dolaşımının, küreselleşme ve liberalizasyon süreçleri ile bütünlük oluşturduğu görülmektedir. Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerin kalkınma amaçlı yatırımlarının finansmanında yararlanmayı düşündükleri yabancı sermaye, kaotik dönemlerde kısa vadeli pozisyonlar alarak, yatırımların finansmanı yerine mevcut ülkedeki faiz-kur arbitraj avantajlarından faydalanarak vurgun olarak nitelendirilen spekülatif kazançlar elde etmiş; yine geldikleri hızla söz konusu ülkeyi terk ederek nihayetinde finansal krizleri tetiklemişlerdir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:58).

1.4. Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri

“Literatürde incelenen kaynaklarda sermaye hareketleri fonksiyonlarına göre çeşitli şekillerde sınıflandırılmıştır. En başta özel sermaye hareketleri ve resmi sermaye hareketleri olarak türü ikiye ayırırsak, doğrudan yabancı sermaye, portföy yatırımları ve diğer sermaye hareketleri (kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para) gurubunu özel sermaye hareketleri başlığı altında inceleyebiliriz. Resmî sermaye hareketleri altında incelenecek kalkınma kredileri ve dış yardımlar Resmî Kurumlar tarafından yönlendirilen uluslararası kuruluşlar tarafından sağlanan çok taraflı yatırımlardır. En basit sınıflandırma bu şekildedir. Daha spesifik ayrımlara baktığımızda aktif ve pasif sınıflandırmasını örnek gösterebiliriz. Oluşumundan sonra ekonomiye direkt olarak yeni istihdam ya da gelir sağlayan sermaye türüne aktif, bunun dışında kalan yabancı sermaye türlerine ise pasif sermaye denilmiştir” (Aslan, 2001:4).

Karlık da uluslararası sermaye hareketlerini özel, kalkınma amaçlı hibe ve kredi şeklindeki resmî ve doğrudan yabancı yatırımlar olmak üzere üçe ayırmıştır (1997:535). Seyidoğlu'nun sınıflandırmasına baktığımızda:

“Yabancı ülkelerde tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınmasıyla elde edilen mali nitelikli yatırımlar portföy yatırımı; bina, fabrika, arazi ve tesis gibi reel nitelikli fiziki değerlerin elde edilmesi de doğrudan (dolaysız) yabancı yatırım olarak sınıflandırılırken; doğrudan üretime yansıyan teknoloji, işletme bilgisi ve deneyimleri biçimindeki yatırımları da uluslararası sermaye yatırımı olarak kabul edilmektedir” (Seyidoğlu, 2003:718).

1.4.1. Özel sermaye hareketleri

Özel Sermaye Hareketleri başlığı altına doğrudan yabancı sermaye, portföy yatırımları ve diğer sermaye hareketleri (kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para) gurubunu inceleyeceğiz.

1.4.1.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları

“Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yolu ile kişi ile firmalar tarafından diğer ülkelerde bulunan firmalara yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır” (Karluk, 2002:639).

Burada fiziki bir durum söz konusudur. Sadece sermaye bazında değil bilgi ve teknoloji hatta işletmecilik alanında da yeni kazanımlar söz konusudur. Ayrıca dış kaynakları sağlayan yatırımcı yatırımın ya tamamen ya da kısmen sahibi olur.

Doğrudan yabancı yatırımların iki tarafı vardır. Yatırımcı genellikle gelişmiş ülkelerin çok uluslu şirketlerinden biridir. Kendi kârını maksimize etmek temel amacı olmakla beraber kendisi için en uygun üretim şeklini ve yerini belirler. Üretimi kendi evinde yaparak uluslararası pazarlara yayılabilir ya da maliyet unsurlarını hesaplayarak kendisi için en uygun koşulları sağlayan genellikle gelişmekte olan ülkelere birini seçebilir. Üretim için gelişmekte olan ülkeyi seçen yatırımcı ülke ana şirketi kendi ülkesinde kurar ve yatırım amaçlı kurduğu şirketi ana şirkete bağlar. Kadrosunu ana şirket üzerinden belirler ve ev sahibi ülkedeki yatırım şirketi kendi ülkesinden denetler.

Doğrudan yabancı yatırımlar için belirli bir karşılık ayrılmamakla beraber; yatırımlar sonucu elde edilen kârlar, yatırımcı ve ev sahibi ülkelerin hükümetlerinin vergi politikalarına bağlı olarak transfer edilebilir ya da yatırımlara eklenebilir.

“Uluslararası yatırımcılar ileri teknoloji, etkin yönetim, ileri düzeyde iletişim altyapısı ve üretim bilgisi yanında büyük bir sermaye birikimine sahiptirler. Bu sermayenin hareketliliğinin en temel mantığı en büyük faydayı sağlayacağı yer, sektör ve yatırım şartlarında yatırıma dönüştürülmesidir” (Ekinci, 2005:13).

Yatırımcı çok uluslu şirket yeni bir pazara girmeyi düşündüğünde ya kendi mallarını üreterek ihracat yapar, ya mallarını kendi teknolojisi ve markası kullanılması şartı ile

lisans anlaşması da yaparak diğer ülkeye yaptırır ya da söz konusu diğer ülkeye sermaye yatırımı yapar. Diğer yandan uluslararası ticarete bir takım kültürel ve dinsel farklılıklar nedeniyle firmalar, kendi ülkelerinde kısıtlandıkları, ihracat ve lisans yoluyla elde edemeyecekleri bazı avantajlara ulaşabilmek için uluslararası piyasada doğrudan yatırım yapmak isterler (Oksay, 1998:18).

Diğer yandan sermaye ihracı yatırımcı ülkedeki fazla tasarrufların vergilerden kaçınarak, hükümet politikalarından kaynaklanan baskı ve kısıtlamalardan kurtararak, enflasyonist bir baskı unsuruna neden olmadan farklı sektör ve bölgelerde kârlı yatırımlara dönüşerek riskin dağılmasına olanak sağlar. Üretim teknolojileri açısından da durum gayet avantajlı hale getirilmektedir. Yatırımcı ülkenin teknolojisinin eski olması durumunda, yatırım yapmak için seçeceği diğer ülkenin teknolojik imkanlarının kendisinden daha iyi olması ve bu sayede katma değer ve rekabet gücü sağlaması da ayrı bir fayda unsurudur. Ayrıca yatırımcı üstün üretim teknolojileri sayesinde rahatlıkla pazar payını artırır ve rekabet üstünlüğü kazanır. Yatırımcının üretim maliyetlerini düşüren diğer nedenle ise, ev sahibi ülkedeki iş gücünün ucuz olması ve sendikal faaliyetlerin az ya da hiç olmaması, lojistik masraflarının düşmesi, hammaddenin yerinde, zamanında ve yeterince elde edilebilmesi şeklinde sıralanabilir (Çetin, 2008:4).

Gelişmekte olan ev sahibi yatırım ülkesi tarafından olaya baktığımızda da çeşitli avantajlar ve dezavantajlar söz konusudur. Doğrudan yabancı yatırımlar ev sahibi ülkeye sadece sermaye getirmez beraberinde teknoloji, teşebbüs, yeni iş kolları, risk taşıma, organizasyon, know-how ve yeni yönetim becerileriyle rekabetçi bir ortam yaratır. Görgün bu yeniliklerin ev sahibi ülkeye üretimde, istihdamda, millî gelirmede, ihracatta artış, ödemeler dengesinde denge ile ekonomik büyüme sağlayacağını ifade etmektedir (2004:4). Doğrudan sermaye yatırımları portföy yatırımları gibi ülkeyi kolayca terk edemezler. Riskleri daha düşüktür. Ev sahibi ülkeler kalkınma odaklı olan gelişmekte olan ülkeler olduklarından tasarruflarını borçlanmadan yatırıma dönüştürme imkânı kazanırlar. Yeni iş kollarıyla artan üretim kapasiteleriyle AR-GE faaliyetlerine yönelme imkânına kavuşur.

Doğrudan yabancı yatırımlar ilk etapta bir defaya mahsus olarak ev sahibi ülkenin milli gelirini arttırmaktadır. Bu durum şu anlama gelmektedir: herhangi bir alanda

doğrudan yatırım yapmak isteyen yabancı sermayenin ilk giriş hamlesi yani ilk parasal aktarımı milli geliri doğrudan etkilerken, sonrasında giren o ilk sermayenin doğru yatırım araçlarında kullanılması, -hem ihracat karşılığı olması hem de ithal ikamesi anlamı taşıması kaydıyla- bir yandan üretime devam edilerek cari açığa sürdürülebilir bir katkı sağlayabilmesidir (Görgün, 2004:5). Doğrudan yabancı yatırımlar ev sahibi ülkeye ileri teknoloji, yeni yönetim teknikleri hatta sosyo-kültürel akımları da beraberinde getirirken işgücünün daha spesifik alanlarda uzmanlaşmasına, çalışma ortamlarının daha teknolojik ileri endüstriyel seviyelere taşınmasına ve bu arada da maliyetlerin düşerek gelirin tasarrufa ayrılan kısmının artmasına, rekabet unsurunun oluşmasına ve faydasının direk tüketiciye yansımaya ve nihayetinde hane halkının alım gücünün artmasıyla beraber ekonomik kalkınmaya olanak sağlar. Burada dikkat edilmesi gereken nokta doğrudan yabancı yatırımla yapılan üretim iş bitimi nedeniyle durdurulduğunda yani, söz konusu yatırım ile ülkeye giren sermayenin geri gitme vakti geldiğinde, ev sahibi ülkenin ödemeler dengesinde oluşacak negatif etkiyi bertaraf edebilmesi için yatırımdan uzun vadeli faydayı sağlayacak stratejiyi önceden belirlemesidir (Efe, 2008:31).

1.4.1.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları sermaye piyasalarında fon arz edenlerle fon talep edenlerin buluşması sonucu oluşan yatırımlardır. Sermaye karşılığı faiz, temettü kazançları elde eden yatırımcılar uluslararası sermaye piyasalarında kambiyo kuru riski, yatırım yapılan ülkenin ve uluslararası ilişkilerin taşıdığı politika riski, iç piyasanın yeterince şeffaf olmamasından ya da tanınmamasından kaynaklanan enformasyon riski ile karşı karşıyadır. Tasarruf sahibi yatırımcılar tahvil ve hisse senedi gibi sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparken risklilik oranlarını beklenen getiri ve vade süresine göre belirlerler.

“IMKB'nin tanımına göre: Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında politik risk, ülke riski, kambiyo ve kur riski, ekonomik risk, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenme suretiyle, sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla, hisse senedi tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır” (IMKB, 1994:8).

“Bir ülkenin resmi veya özel kurumlarının ihraç ettiği tahvil ve hisse senetlerinin uluslararası yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında alınıp satılması

uluslararası portföy yatırımları olarak nitelendirilirken aynı işlemin ülke dışında bir merkezde gerçekleşmesi ise piyasalar arası portföy yatırımları olarak nitelendirilmektedir” (Doğukanlı, 2001:219).

Yatırımcı elindeki tasarrufu ile en yüksek getiriyi elde edebileceği devlet tahvilleri ve özel kuruluşların bono, tahvil ve hisse senetlerine yönelirken getiriyi maksimum riski minimum hale getirmek için yatırım araçlarında çeşitlendirmeye gidebilir. Diğer yandan güçlü enformasyona sahip riski göze alabilen maksimum getiri peşindeki yatırımcı profili de elinde avucunda olanı tek bir sermaye aracına yatırarak şansını deneyebilir. Bu noktada önemli olan riskin beklenen getiriyi sağlayabilmesidir.

Portföy yatırımlarının miktarı hızlıca artıp azalabilen, oldukça yüksek likidite oranına sahip, güven ortamına bağlı hassasiyet derecesi yüksek ve yatırım sonucu elde edilecek beklenen getiriye odaklı sermaye hareketleridir.

“Genel makro ekonomik istikrar, yüksek ulusal büyüme oranı, döviz kurlarında istikrar, cazip faiz oranları, tahvil ve hisse senetleri piyasasının likiditesi, yabancı döviz rezervi düzeylerinin merkez bankası tarafından tutulması ve yabancı bankacılık sisteminin genel durumu portföy yatırımlarıyla bir ekonomiye giren yabancı sermayenin o ekonomide kalacağı süreyi belirleyen makro ekonomik faktörlerdir” (Çetenak, 2006:19).

1.4.1.3. Diğer Sermaye Hareketleri: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Sıcak Para Hareketleri

Diğer Sermaye Hareketleri;

Diğer sermaye hareketleri, yabancı portföy yatırımları ve rezerv varlıklar dışında kalan tüm yatırımlar olarak tanımlanmakta; kısa ve uzun vadeli sermaye hareketi olarak ikiye ayrılmaktadır. Para piyasası işlemleri, özel ticari bankaların uluslararası ödünç verme işlemleri ve kısa veya uzun vadeli borçlanma yoluyla yurtdışından özel sermaye fonlarının getirilmesi şeklinde çeşitlendirilmektedir. Uzun vadeli sermaye hareketleri büyük yatırımların finansmanı için kamu kurumlarının, ticari bankaların, büyük özel şirketlerin; yurtdışındaki bankalardan, çok uluslu finans kuruluşlarından hatta yabancı devletlerden almış oldukları kredilerdir.

“Yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar uzun vadeli sermaye sağlayıcı kaynaklardır. Projelerin finansmanı ve makroekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu krediler, rasyonel bir

şekilde, verimli alanlarda kullanıldığında fayda sağlayabilmekte ancak vadelerinin uzun olması açısından da istikrarsızlıklara neden olabilmektedirler” (Kar ve Kara, 2002:9).

“Kısa vadeli sermaye hareketleri ise vadesi bir yıldan kısa olan, 30-60-90 gün, özel ve resmî nitelikteki uluslararası sermaye hareketleridir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ödemeler bilançosunun sermaye hareketleri başlığı altında varlıklar ve yükümlülükler olarak iki kaleme yer almaktadır. Varlıklar bölümünde dışarıya verilen krediler, yükümlülükler bölümünde ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin dışarıdan aldıkları kısa vadeli kredileri yer almaktadır” (Kepenek ve Yentürk, 2000:229).

Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri; likidite pozisyonlarını ve vade zamanına ödeme güçlerini hazırlamak zorunda olan ticari işletmelerin işlemlerinden, bankalararası ve bankaların müşterileriyle olan finansal işlemlerinden, para otoritelerinin döviz rezervlerini dengede tutmak amaçlı gerçekleştirdikleri piyasa müdahalelerinden; kısacası anlık fizikî sermaye ihtiyacına yönelik işlemlerden oluşmaktadır.

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Sıcak Para;

“Öncelikle sermaye hareketliliğinin tam olması kavramını açıklamak gerekmektedir. Para politikasının etkililiği esas itibarıyla döviz kuruna bağlıdır. Parasal genişleme nedeniyle faiz oranlarının düşmesi sonucu dışarıya sermaye kaçıışı ve dolayısıyla ulusal paranın değer kaybetmesi söz konusu olmaktadır. Sabit döviz kuru rejiminin geçerli olması halinde, yetkili otorite sıkı para politikası uygulayarak, başka bir ifade ile piyasadan ulusal para satın alarak ilan edilen kur oranını korumak zorundadır. Böyle bir uygulama sonucu faiz oranları tekrar eski düzeyine geriler. Faiz oranlarının düşüş hızını belirleyen en önemli etken, sermayenin mobilite derecesidir. Buna göre tam sermaye hareketliliği halinde faiz oranlarındaki düşüş ile sermaye kaçıışı eş anlamlı olarak gerçekleşecektir. Bu durumda para politikası geçici bir süre için bile etkili olamamaktadır” (Erdoğan, 2013:107).

Para politikasının etkin olamadığı bu ortamdaki faiz- kur arbitrajından faydalanmak isteyen daha çok spekülasyon odaklı, kısa vadeli sermaye hareketleri sıcak para olarak da adlandırılmaktadır.

Başka bir ifade ile, nakit olarak dolaşıma yeni giren, kısa bir sürede dolaşımdan çıkma olasılığı bulunan yani beklenen getiri oranlarındaki değişimlere hızlı tepki veren yabancı sermaye olarak kabul gören sıcak paranın iktisat yazınında kesin bir tanımı olmamasına rağmen; spekülasyon olması, kısa-vadede aşırı değişken yönlü hareketler göstermesi ve akışkanlık gibi özelliklerinin olması ve neden olduğu iktisadî

istikrarsızlıkların da bu özelliklerinden kaynaklandığı bilinmektedir (Yeldan, 1998: 156).

Sıcak para, bir ekonomiye portföy yatırımı ya da kredi borç formunda giren ve koşullar bozulmaya başladığında ekonomiyi terk eden yabancı kaynaklar, yine bir ülkeye kâr elde etmek amacıyla gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları dışındaki kaynak girişleri yani portföy yatırımları olarak da tanımlanır. Bunların bir bölümü hisse senedi yatırımı olarak, bir bölümü borç kredi olarak, bir bölümü mevduat olarak gelir. Bu tür yatırımların hisse senetlerine yönelik olanları hisse senetlerinin fiyatlarının artışından yararlanmak, borç ve mevduat olarak gelenler ise ülkeler arası faiz farklarından yararlanmak için gelirler. Bu tür kaynaklara sıcak para denmesinin nedeni, risk gördüğü anda bu kaynakların sahip ya da yöneticilerinin söz konusu yatırımların kaynaklarını kısa sürede alıp ülkeden çıkarmalarıdır. Bir ülkenin ekonomisindeki gelişmelerin olumlu olmasına paralel olarak hisse senetleri piyasası borsa olumlu bir gelişme içindeyse, buradan para kazanmayı hedefleyen yatırımcılar bu piyasaya kaynak getirir ve yatırım yaparlar. Ancak bu yatırım doğrudan yabancı sermaye yatırımı gibi kalıcı değildir. Ülkenin ekonomisinde dünyadan ya da o ülkenin kendisinden kaynaklanan bir sıkıntı ortaya çıktığında borsa tersine dönmekte; böyle bir ortamda yabancılar o zamana kadar elde ettikleri kârla yetinip hisse senetlerini satarak paraya çevirerek, yurtdışına çıkmaktadırlar. Benzer bir durum borç verenler ve mevduat yapanlar için de geçerlidir. Bu iki tür yatırımcı da o ülkeye reel faizin yüksekliği nedeniyle gelmiş yatırımcılardır. Yani ülkenin önerdiği reel faiz, bu yatırımları yapanların kendi ülkelerinde elde edeceği reel faizden yüksekse borç ve mevduat formunda para gelmeye devam edecektir. Buna karşılık risklerin büyümeye başladığı durumda bu yatırımcılar paralarını alıp giderler. Bu tür gidişlerde bazen faizden zarar etmek bile söz konusu olmaktadır. Yatırımcı açısından riskin derecesine göre bazen anaparayı kurtarmak bile önemli hale gelebilir (Eğilmez, 2016:1).

Sıcak paranın tarihçesine kısaca göz atıldığında; 1980`e kadar dünya genelinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin kısıtlandığı görülmektedir. Maden, büyük ölçekli alt yapı ve ulaşım hatları ile dev endüstri tesisleri doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile gerçekleştirilmekte ve bu yatırımların da uzun vadeli ve belirli bir iş amacına istinaden yapıldığı görülmektedir. O dönemde dünya genelinde hâkim olan düşünce dışarıya döviz çıkarmayan yarı-kapalı, koruyucu makroekonomik politikalarıdır. Döviz

mevduat hesaplarının açılmasının yasak olması, ülke dışına çıkarken temin edilebilecek döviz miktarı kısıtlı olması gibi tedbirler ülkelerin 1980 öncesi dönemde cari fazla oluşturmaya verdikleri önemi göstermektedir. Sonrasında yavaş yavaş liberalizasyon politikaları gündeme gelmiş, teknolojinin ivmeli bir hızla ilerlemesi ve elektronik devrimi neticesinde sıcak para dünya üzerinde yaygınlaşmaya başlamıştır. Doğrudan yatırımların sabit, kalıcı, uzun vadeli sıcak paraya nazaran hantal oluşu; sermayeyi yatırımın yapıldığı ülkeye bağlaması, kâr transferi dışında cari dönemde nakde çevrilememesi kısa vadeli sermayeye olan ilgiyi arttırmış, kısa vadede yüksek oranda kâr elde edilebilmesi ve bunun da istenildiğinde nakde çevrilebilmesi; likit ve akışkan olması, taşıdığı risklere rağmen sıcak parayı cazip hale getirmiştir. Liberalizasyonla beraber ortaya çıkan ve yaygınlaşan entegrasyon kavramının da uluslararası piyasaları bütünleştirerek sıcak paranın hareketlerinin benimsenmesine katkıda bulunduğu söylenebilir. Bu noktada doğrudan yatırımlar ile sıcak para kıyaslandığında 1999-2000 döneminde 1 trilyonu aşan sabit yatırımlar 2001-2002 döneminde yaşanan ekonomik durgunluk nedeniyle 2002 de 651 milyar dolara düşerken, dolaşımdaki miktarı 1 trilyon dolar olduğu düşünülen sıcak para miktarı aynı süreç içerisinde bir değişiklik göstermemiş, hacmi değişmeyerek gittiği yer yani yönü değişmiştir. Diğer yandan sıcak para faiz-kur arbitraj avantajları sağlayacağı bölge veya ülkelere yönelirken, sıcak para çekmeye çalışan özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini kırılgan hale getirerek krize neden olmaktadır. Burada ev sahibi ülke tüm kısıtlarını kaldırarak ekonomik işleyişini sıcak paraya bağladığında, sermaye akışının tersine dönmesi finansal krizi eşanlı başlatmaktadır. Yani spekülasyon amaçlı sermaye akını kriz tetikleyicidir ancak; tedbirsiz, plansız ev sahibi ülke de bu durumu körüklemektedir. 1997 yılında yaşanan Asya krizi sıcak para krizinin örneklerinden biri olup, yoğun sermaye akını sonrası şişen borsa ve gayrimenkul balonlarının, sermayenin bir gecede ülkeyi terk etmesinden sonra patlamasıyla oluşmuştur (Eğilmez, 2014:1).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrol altına alınarak krizlerin önüne geçilmesi için iktisatçı James Tobin kur farklılıklarında dolayı elde edilen gelirin vergilendirilmesini ve bu sayede arbitraj farkından kar elde etmek için giriş-çıkış yapan spekülasyon atakların önüne geçilmesini öneren Tobin Vergisini ortaya atmıştır.

Ancak öneri bir süre sonra amacının dışına çıkarılmış, ülkeden çıkmaya çalışan sermayeyi engelleyici şekilde uygulanmaya çalışılmıştır ancak bu durum da ters etki göstererek sıcak paraya itici güç uygulamış, sermaye çıkışından ziyade sermaye girişini engelleyen bir etki oluşturmuştur (Eğilmez, Kendime Yazılar:2014).

Yüksek kâr peşinde akan sıcak para dolaşım hızından dolayı “sıcak” olarak nitelendirilmiştir. Sıcak paranın makroekonomiye etkisini Merkez Bankaları kontrol etmeli, yerel paranın aşırı değerlenmesinin önüne geçmelidir. Sıcak paranın ülke refahına sağladığı kısa süreli genişleme gereken tedbirler alınmadığı takdirde devalüasyona, kur politikalarında zorunlu değişiklikler yapılmasına, piyasada beklentilerin giderek kötüleşmesine ve en nihayetinde önce likidite-banka krizlerine sonra da reel sektöre sıçrayan büyük mali kayıpların yaşandığı ekonomik krizlere yol açmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sıcak parayı çekmek için uyguladıkları sabit kur, yüksek faiz politikaları; sermaye akını sonrasında yerli paranın aşırı değerlenmesine buna karşılık ithal ürünlerin ucuzlamasına ve yerli imalatın aşırı pahalı hale gelmesine ve yerli üretim ile ihracatın durmasına da neden olarak reel sektörü sıkıntıya sokmaktadır. Uluslararası ticarete rekabet gücü kaybedilerek özellikle emek yoğun iş kollarında maliyetlerin azaltılması için işten çıkarmalar başlamakta ve sektörel daralmalar söz konusu olmaktadır. Döviz ile borçlanma finans sektöründe olduğu gibi reel sektör için de mevcut şartlarda cazip hale gelirken, piyasaların kur riskine karşı duyarlılığını arttırmakta; ekonomiyi sıcak paraya bağımlı kırılgan bir yapıya sokmaktadır (Eken, 2009: 4).

Ayrıca sıcak para, artan borç sirkülasyonuna bakıldığında yurtiçi tasarrufların ekonomik büyümeye fayda sağlayacak yatırımlara dönüşmeden dış borç ödemeleri için kullanılması içsel büyümeyi engellemekte diğer yandan sermaye akınının tetiklediği tüketimin ve tüketim için borçlanmanın miktarını arttırarak tasarrufu imkansız hale getirmektedir. Artan tüketim talebinin de yerli tüketim mallarından, ulusal paranın aşırı değerli olmasından kaynaklanan pahalılık nedeniyle, ithal mallara kayması sonucu, iç yatırımlar üzerinde olumlu bir etki oluşturma ihtimali ortadan kalkmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2009: 221).

1.4.2. Resmi sermaye hareketleri

Resmi sermaye hareketleri, özel yatırımların dışında gerçekleşen sermaye hareketleridir. Genellikle hükümetler arası dış borçlanmayı ifade eder. Kamu açıklarının kapatılması, dış borç krizlerinin yapılandırılması amacıyla gerçekleştirilen sermaye hareketleridir. 1980'li yıllar itibariyle resmi sermaye hareketleri yerini özel sermaye hareketlerine bırakmıştır.



2. KRİZLER

1970`lerden sonra başlayan finansal liberalizasyon ve entegrasyon süreci 1990`lardan sonra bunlara eklenen küreselleşmenin de etkisiyle ulusal ve uluslararası finansal piyasaların bütünleşik bir yapıyla yeni bir forma dönüşerek, dünyada hızlı bir finansal entegrasyon yaşanmasına neden olmuştur. Küresel finansal entegrasyon süreci ulusal ekonomilere sağladığı büyüme ve kalkınmayla beraber tekrarlanan finansal krizler kavramının ortaya çıkmasına da neden olmuştur. Finansal entegrasyon sonucu, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler işsizlik, alım gücünde gerileme ve hane halkının yoksulluğuna neden olmuştur. Finansal krizler finansal küreselleşmenin sonucu olarak görülmektedir (Seyidoğlu, 2003:143).

Bu bölümde kriz kavramı, kapsam ve tanım olarak incelenecek. Türleri, modelleri ve çeşitleri alt başlıklarında analiz edilecektir. Kriz çeşitli bilim dallarında olsun aynı zamanda da günlük konuşma dilinde oldukça yaygın olarak kullanılan kavramlardan bir tanesidir. Etimolojik kökeni eski Yunanca “krisis” kelimesine dayanan kriz kelimesi, sosyal bilimlerde çoğu kez buhran ve bunalım kavramları ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Ancak sosyal bilimlerde kriz kelimesini tam olarak tanımlamak oldukça güçtür. Bunun için krizin temel unsurları ve özelliklerinin tam olarak bilinmesi gerekir.

“İktisadi anlamda kriz ise önceden öngörülmemeyen veya beklenmeyen gelişmelerin makro düzeyde devlet, mikro düzeyde ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması anlamına gelmektedir” (Turgut, 2007:35).

Literatürde en çok tekrar edilen tanımı ile ise ekonomik kriz; *“iktisadi aktivitenin güçlü bir şekilde yavaşlaması ve bu sürecin uzun süreli olarak devam etmesi halidir” (Erarşlan, 2014:5).* Bir diğer ifade ile; *“iktisadi faaliyetlerin mevcut konumunu ve geleceğini etkileyen ve beklenmedik bir anda oluşan olumsuz durumlardır” (Sağsan vd., 2010:141).* Tanımlar genel olarak krizlerin beklenmedik bir anda meydana geldiğini ve aniden gerçekleştiğini vurgulamaktadır. Kibritçiöğlü'nun tanımına göre ise ekonomik kriz: *“Genel olarak herhangi bir mal, hizmet,*

üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir” (Kibritçiöğlü, 2001:175).

Kriz ani ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan ciddi bir sorundur. Önceden tahmin edilememesi ve bilinmeyen bir zamanda ortaya çıkan tehlike unsuru olmasının yanı sıra bazı sektörler için yahut sektörel temizlik olması bakımından pozitif bir yönü olduğu da söylenebilir. Krizler, erken uyarı sinyalleri dikkate alındığında zamanında uygulanan tedbirlerin sağladığı faydaya göre kısa ya da uzun süreli olabilmekte ve en az zararlı atlatılabilmektedirler. Krizlerin en belirgin özellikleri ise özellikle 1990'lı yıllardan sonra izlenen uluslararası ekonomik liberalizasyon ve entegrasyonun küreselleşme ile ivmelenmesi sonucu oluşan domino etkisidir. Dünyanın herhangi bir yerinde çıkan bir kriz binlerce kilometre ötedeki bir tekstil fabrikasındaki stokları elde bırakabilmektedir.

Bu noktada kavramsal bir karışıklığın önüne geçmek için incelenen başlıklarının ayrımını iyi yapmak gerekir. Etkilerine ve sektörlerine göre ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Reel krizler üretimin durması, işsizlik, alım gücünün daralması şeklinde ortaya çıkarken; finans krizleri ise, likidite darlığı ile başlayarak vadesi gelen ödemelerin yapılamaması şeklinde devam eden, dış borçlanma dolayısıyla cari açık arttırıcı etki göstererek reel kesimin üretimini, ihracatını baltalayan ve piyasaların durmasına neden olan finansal piyasa çöktürleridir (Delice, 2003:58).

“Finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının kötüye gittiği finansal piyasalarda en üretken yatırım fırsatlarına sahip olanlara fonları etkin bir şekilde aktarmayı başaramayan finansal piyasalarda doğrusal olmayan bir aksaklıktır” (Mishkin, 1996:17).

2.1. Ekonomik Kriz

Yunanca'da bir evin mal varlığını yönetme sanatına Ekonomi denilmektedir. Akyüz, Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü'nde ekonomiyi;

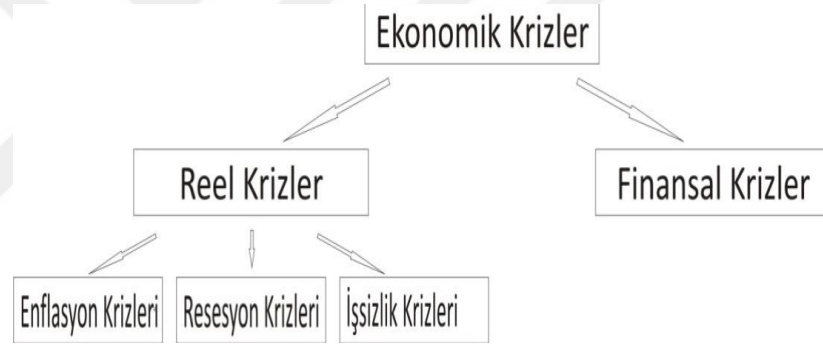
“Mal ve hizmet üretiminin ve bu üretimin bölüşülmesi sonucunda en üst düzeyde gerçekleşmesinin toplumsal kanunlarını saptamaya çalışan bir sosyal bilim” olarak ifade etmektedir” (1990:85).

Yunanlıların evini küreselleşen dünyaya uyarladığımızda ekonomi, dünyada üretilen her türlü mal ve hizmetin yönetim sanatı olarak tanımlanabilir (Gögebakan, 2014:5).

Bir başka ifadeyle arz ve talepte meydana gelen dengesizliğin ekonomilerin büyüme hızını kesmesi ve hatta ekonominin durgunluk dönemine geçmesiyle oluşan bunalıma da ekonomik kriz denilebilir. Ekonomik büyümenin durgunluğa dönüşmesi kalkınmanın da önünü keser. Ekonomik krizler hemen hemen aynı göstergelerle başlarlar. Ancak doğurdıkları sonuç, çıkardıkları maliyet ve ülke ekonomilerine verdikleri tahribat birbirlerinden farklı olabilmektedir.

Ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak ikiye ayrılırlar.

Dolayısıyla ekonomik kriz daha kapsayıcı bir başlık olup, reel sektör krizinin finansal krizi tetiklemesiyle ya da tam tersi bir etkileşimle meydana gelir.



Şekil 2.1. Ekonomik Krizler

Kaynak: Yücel, Fatih ve Kalyoncu, Hüseyin. (2010). “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği” Maliye Dergisi, Sayı 159, Temmuz-Aralık, s.55.

2.1.1. Reel sektör krizi

Reel sektör (reel kesim), ekonominin paradan para kazanmayıp mal ve hizmet üreten; tüm endüstri dalları ve hizmet sektörlerindeki üretici ve tüketici rollerinin tamamına verilen addır. Mal ve hizmetlerin üretimi, tüketimi, değişimi ve yatırımlar reel sektörün konusunu oluşturmaktadır. Reel sektör krizleri ise aşırı fiyat artışına karşılık mal ve hizmet talebinde meydana gelen aşırı düşme sonucu piyasaların durgunlaşması akabinde faktör piyasalarında meydana gelen dengesizlikler ve işsizliğin artması şeklinde tanımlanmaktadır.

2.1.2. Finansal kriz

Bu tezin temel konusunu oluşturan finansal krizlere, ikinci ve üçüncü bölümde ayrıntılı olarak işlenmekle birlikte- bu başlık altında da kısaca değinecek olursak; “Finansal sistemin işleyişinin bozulması, borç alanlar ve borç verenler arasındaki fon akımının sürdürülememesi” şeklinde tanımlayabiliriz (Arslan, 2013:194). Finansal kriz, finans kurumlarının ihtiyaç sahibi reel sektör yatırımcılarına ya da para ticareti yapan diğer aracı kurumlara ihtiyaç duydukları fonu sağlayamamaları ve/veya fonlarını geri çekmek isteyen yatırımcılara ödeme yapamamaları, hisse senedi ve döviz kuru gibi varlık fiyatlarının değerlerinde ani yükseliş ve/veya düşüşler neticesinde finans piyasalarındaki çökme ve/veya durma olarak ifade edilir. Finansal piyasalar reel sektörün fon kaynağıdır. Finansal piyasalarda meydana gelen bir olumsuzluk direk reel sektör yatırımlarını etkiler. Finansal krizin tetiklediği reel sektör krizi nihayetinde tüm piyasayı kilitler ve ortaya çıkan genel bir ekonomik buhrandır.

2.2. Finansal Krizlerin Oluşumu

Uluslararası sermaye hareketlerinin hacmindeki artış liberalizasyon, entegrasyon ve küreselleşme olgularıyla beraber sıcak para kavramını da literatüre kazandırmıştır. 1980’li ve 1990’lı yıllarda küresel ekonomide uygulaması yaygınlaşan finansal serbestleşme süreci, küresel fonların daha yüksek getiri vadeden ülkelere serbestçe giriş çıkışını kolaylaştırmıştır. Böylece uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi hiç olmadığı kadar genişlemiştir. Bu da aniden ülkeyi terk eden sıcak paradan kaynaklı finansal açıdan kırılgan olan ülkelerde ciddi boyutlu finansal krizler yaşanmasına yol açmıştır. Bir ülkede kriz yaşanmadan hemen önce sinyal veren gelişmeler olarak faiz oranlarının yükselmesi, piyasadaki belirsizliğin artması, borsada ciddi bir çöküş yaşanması ve bankacılık sistemindeki sorunlar ile para ikamesi (dolarizasyon) olgusunun yaygınlaşması ve beklenen enflasyon oranının artması durumları artık sürekli tekrarlanan kalıplaşmış olgulardır. Finansal krizlerin oluşumunu tetikleyen en önemli olgular banka bilançolarının kötüleşmesi, faiz oranları ile belirsizliklerin artması ve borsa endekslerinin düşmesidir. Tüm bu faktörler finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike olgularını yaygınlaştırarak, finansal riskleri arttırmakta ve döviz krizi ile bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu da reel

ekonomide üretim, istihdam ve milli geliri düşürerek iktisadî faaliyet hacminin daralmasına yol açmaktadır. Kontrolsüz ve denetimsiz finansal serbestleşme, yükselen piyasaları sermaye giriş-çıkışlarına karşı korumasız bırakarak ülke ekonomilerini istikrarsız hale getirdiği ve varlık piyasalarını da istikrarsız eğilimler gösterir hale getirdiği Wyplosz (2001), Kaminski ve Schmukler (2001) ve Cavallo ve Frankel (2004) tarafından ileri sürülmektedir (Erarslan, 2014:10). Sıcak para akışkan yapısı nedeniyle ekonomik olarak kırılma noktasındaki ülkeyi ani bir şekilde terk eder. Uluslararası sermaye hareketlerine vize istemeyen liberal ekonomiler ulusal paralarına karşı spekülâtif hareketlerle daima karşı karşıyadırlar. 1990'lı yıllardan sonra Arjantin'de gerekli alt yapı çalışmaları tamamlanmadan ekonomi politikasının liberalleştirilmesi bir finansal kriz yaşanmasına neden olmuştur (Rey and Martin, 2005:1).

Ekonomik liberalizasyonu hayata geçiren uluslararası sermaye hareketleri, ülkelerin borçlanmalarını kolaylaştırırken kabullendikleri riskleri de bir o kadar arttırarak her an bir finansal krize maruz kalmalarına kapı aralamıştır. Bu güne kadar yapılan çalışmalarda, finansal küreselleşmenin dünya finans piyasalarından alınan kredilerin hacmini ve miktarını arttırmasının yanı sıra, meydana gelen hataları, sorunları hatta hukuksal boşlukları da bir o kadar arttığı gözlenmiştir. Sermaye hesabının liberalleştirilmesi sonucu ortaya çıkan ahlaki tehlike ve kredi tayınlaması olgusu, olumsuz beklentiler ve sabit döviz kuru rejimleri ile tutarsız bir biçimde izlenen iktisat politikaları finansal krizlerin en önemli nedenleridir. Kredi Tayınlaması: Borç alanların belirtilen faiz oranını veya daha yüksek bir faiz oranını ödemeye hazır olmalarına rağmen borç verenin krediyi vermektan kaçınması veya kredi miktarının amaçlanan miktardan daha az bir miktarla sınırlandırılması durumudur. Küreselleşmenin neden olduğu bu sorunların çözümünde kurumsal politikalarda doğru ve tutarlı bilgi akışının önemi ön plana çıkmaktadır. Finansal krizlerin önlenmesi için iktisat politikalarının şeffaflığı ile hesap verebilirliği arttırılmalı ve bankacılık sistemi regüle edilmelidir (Rey and Martin, 2005:21-22).

Yurtiçi ve yurtdışı kısa dönemde faiz oranlarındaki farklılığın değişken olması da sıcak para için çekici/itici güç oluşturmakta, ekonomik göstergelere karşı aşırı hassasiyet göstermek suretiyle ani çıkışlarla ülkeyi finansal krize sürüklemektedirler.

Döviz kurları ile piyasa beklentileri açısından baktığımızda ise beklentilerin olumsuzlaşması finansal krizin başlamasını hızlandıran etkenlerden biridir. Döviz kurlarının gelecekte olması alması gereken değerleri sıcak paranın yönü üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır (Goldstein vd., 2000:53).

Ticari ve finansal işlemler yoluyla diğer ülkelere bulaşabilen finansal krizler ülke ekonomileri için ağır maliyetler ortaya çıkarmaktadırlar. İktisadi durgunluğa yol açarken, reel üretimin düşmesine, işsizlik oranının yükselmesine, kişi başına düşen milli gelirin azalmasına, iç ve dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır. (Erarslan, 2014:12)

IMF'nin verilerine göre 1980-1995 periyodunda 65'in üzerinde gelişmekte olan ülke bankalarının sermayeleri tamamen ya bitmiş ya da bitmek üzeredir. Oluşan bankacılık krizlerinin kamuya maliyetinin 250 milyar dolar civarında olduğu tahmin edilmektedir. Bu krizlerin en küçük çaplılar ülkelerin GSMH'larının %10'una mal olmuştur. Asya Krizi'nin maliyeti Güney Kore ve Tayland'ın GSMH'sının %30'unu, Malezya ve Endonezya'nın GSMH'nın ise %20'sini tüketmiştir (Goldstein vd., 2000:1-2).

2.3. Finansal Kriz Türleri

Uluslararası sermaye hareketlerindeki finansal entegrasyon ve liberalizasyon etkisi küresel düzeyde yüksek getiriler vaat etmektedir. Yüksek getiri beklentisi beraberinde yüksek riskleri de barındırır. 1990'lı yıllardan itibaren ülkeler arasındaki hızlanan finansal entegrasyon finansal kriz olgusuyla literatürde yerini alır. Finansal kriz bir süreçtir. Bu süreç ancak aşama aşama incelenerek analiz edilebilir. Öncelikle finansal kriz öncesi piyasalardaki belirtilere bakmak gerekir. Erken uyarı sistemleri olarak literatürde kalıplaşan ekonomi yapıcılarını uyaran ulusal ve uluslararası para mekanizmalarını sıralayacak olursak öncelikle faiz oranlarındaki artış, finansal sektör bilançolarındaki bozulma, varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının bozulması, siyasi ve ekonomik belirsizliklerdeki artış, menkul kıymetler borsasındaki çöküş ve Bankacılık sektöründeki sıkıntılardır. Ayrıca, para ikamesinin artması, dengesiz kur marjları, finansal istikrarsızlık ve enflasyonda

kontrol edilemeyen artışlar da finansal krizlerin zeminini hazırlarlar (Turgut, 2006:35).

Finansal krizlerin de kendi içerisinde türleri bulunmaktadır. Kriz öncesi bozulmaya başlayan piyasalar, krizle beraber kaotik bir ortama dönüşürken oldukça yıkıcı maliyetler oluşturur. Sonrasında yeniden inşa edilmesi gereken bir finansal piyasa kalır. Ancak hepsinin kendine has ayırt edici özellikleri bulunmaktadır.

“1990`lı yıllarda oluşan krizlerin en önemli ayırt edici özelliği bu krizlerin olduğu bölge başta olmak üzere dünya üzerinde yarattıkları global etkilerin artmış olmasıdır” (Özer, 1999:29).

Finansal krizler ayırt edici ve ortak özellikleri bakımından dört ayrı kategoriye altında incelenmektedir. *“Cari hesap krizleri, bilanço krizleri, banka paniklerinin yol açtığı para krizleri ve sıçrama şeklinde gerçekleşen rasyonel olmayan spekülasyon krizleri”* (Feldstein, 1999:6-13).

Başka bir çalışmada ise finansal krizler;

“Makroekonomik politikaların yol açtığı krizler, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması, ahlaki tehlike ve vade uyumsuzluğundan kaynaklanan likidite krizleri olmak üzere beşli bir ayırımı tabii tutulmaktadır” (Radelet and Sachs, 1998:101).

“IMF`nin ayırımına göre de kaynaklandıkları sektörler bazında krizler özel sektör-kamu, bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikler (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde sınıflandırılmıştır” (IMF, 2002:7).

Sachs finansal krizleri; para krizi, döviz krizi ve bankacılık krizi olmak üzere üçe ayırmıştır (1998:248). Literatürde en çok kullanılan finansal kriz türleri sınıflaması ile bu çalışmada takip edilecek başlıklar ise; para krizleri, bankacılık krizleri, borç krizleri ve sistemik finansal krizler şeklinde sıralanmaktadır. Şimdi bu türleri teker teker inceleyelim.

2.3.1. Para krizi

Literatürde, 1990`lardan sonra hükümetlerin liberalizasyon ve entegrasyon politikalarını benimsemeleri, onlara vermiş olduğu serbestiyet ile bütçe açıklarını yerli bankalardan sağlanan kredilerle finanse etmelerine sonrasında makroekonomik

göstergelerde meydana gelen bozulmalar nedeniyle yerli ve yabancı piyasalardaki beklentilerin kötüleşmesine, döviz kurlarının serbest bırakılacağı tahminiyle ani sermaye çıkışları sonucu likidite krizleri meydana gelmiştir.

“Sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile birimlendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırılmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa veya merkez bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur” (Delice, 2003:59).

Seyidoğlu'nun tanımına göre ise:

“Para krizi, bir ülke parasına güvenin kaybolması dolayısıyla spekülasyon fonlarının ülkeyi terk etmeye başlaması ve Merkez Bankası'nın tüm destekleme çabalarına rağmen mevcut kurun sürdürülemezlikte ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümünden dalgalanmaya bırakılmasıdır” (Seyidoğlu, 2009:560).

“Para-döviz krizleri genelde sabit kura dayalı dezinflasyon programları sonucu ortaya çıkmakta ve yerli paranın değer kazanması sonucu, cari işlemler dengesindeki açık büyümektedir. Buna rağmen sabit kurdan çıkamayan ülkeler, krize sürüklenmektedir” (Eren ve Süslü, 2001:664).

Krizler, finansal yatırımcıların beklentilerde oluşan belirsizliklere karşı spekülasyon ataklarında bulunmaları sonucu meydana gelir. Para krizlerine neden olan beklenti ve belirsizlikleri oluşturan faktörler ülkeler arası farklılıklar gösterir. Temel makroekonomik göstergelerdeki istikrarsızlıklar tüm ülke ekonomileri için kriz tetikleyici unsurlardandır. Bir ekonomide finansal yapının temelini sağlam olmaması, sonrasında oluşturulan sistemi her an çökmeye hazır halde bırakmaktadır. Altyapısı sağlam olmayan bir finansal yapı üzerine uygulanan yanlış para politikalarının etkisiyle makroekonomik dengelerde stabilizasyon sağlanması imkânsız hale gelmektedir. Politik ihtiraslar, yanlış politikalar; ters seçim ve ahlaki riski körüklemekte, siyasi ve ekonomik kanallarda oluşan bu zafiyetler tüm sistemi spekülasyon saldırılara ve finansal terörizme karşı açık, savunmasız ve kırılabilir hale getirmektedir (Kibritçioğlu, 2001:2-3). Kriz oluşumuyla eş zamanlı gerçekleşen uluslararası kreditorlerin ve bağışçıların hatalı yönlendirme ve önerileri de batağı iyice derinleştirmekte ve krizin en resmi temel göstergesi kabul edilmektedir (Erdinç,

2006:24). Kamu ve özel kesim finansman ihtiyacı amacıyla yapılan iç ve dış borçlanmanın aşırı miktarda artması, borçların tekrar borçlanılarak çevrilmesiyle kısır döngüler iç ine girilmesi, ekonomileri zayıflatarak krizlere açık bir yapı oluşturmaktadır. Ayrıca bir krizin yaşanması kadar ne kadar derin olduğu da ekonomiler için kader unsurlarından bir tanesidir. Döviz rezervlerindeki ani erimeler, gecelik faizlerdeki irrasyonel artışlar ve kurlardaki istikrarsız dalgalanmalar da bir krizin öncü göstergeleri olmakla birlikte şiddetinin de önceden kestirilebilmesi için ihtiyaç duyulan verileri göstermektedirler. Bütün bu makroekonomik tepkimelerin temelinde de spekülasyon atakları barınmaktadır.

“Para krizi, iki şekilde ortaya çıkar. Beklentilerin sabit döviz kurunun korunamayacağı ve devalüasyonun kaçınılmaz olduğu yönünde değişmesi sıcak paranın yönünün de bir anda değişmesi ile meydana gelir. Genişlemeci para politikası uygulayan gelişmekte olan ülkeler yüksek faiz oranlarına karşılık yabancı sermayeyi ülkelerine çekmeye çalışırken yerli paranın aşırı değerlenmesine karşılık bir önlem almadıkları durumda devalüasyon spekülasyon ataklarına karşılık tetikte bir potansiyel halini alacaktır. Bir diğer şekli ise ülke otoritelerinin uluslararası rezervlerin hacmini arttırarak ve faiz oranlarını yükselterek ülke parasını savunmaya zorlandıkları durumdur” (Eichengreen, Rose ve Wyplosz,1996:9).

Para krizi çıkan ülkenin para otoriteleri sabit kur politikası uyguluyorsa krizin adı cari açık –ödemeler dengesi- krizi; eğer söz konusu ülkede esnek kur politikası uygulanıyorsa meydana gelen krize döviz krizi denilmektedir (Erdoğan, 2000:30).

Literatürde para krizleri sınıflandırılması yapılırken teorik ve ampirik alanda her yeni krizde ortaya çıkan yeni sorunlarla çözümlenememiş olgular bulunmaktadır. Bazı iktisatçılar krizleri eski tip ve yeni tip olarak ikiye ayırırlar.

“Eski tip veya yavaş hareket eden birinci tip para krizleri aşırı harcama ve reel değerlenme döneminin arkasındaki cari hesap açığının artmasıyla doruğa ulaşır ve çoğunlukla devalüasyon ve aşırı sermaye kontrolleri ile sonuçlanırlar. Yeni tip ikinci para krizleri ise liberalize edilmiş ve finansal piyasalara entegre olmuş bir ortamda ve ekonominin önemli bir kısmında bilançoların kredi değerliliği hakkında endişeleri olan yatırımcılar, döviz kuru üzerinde çok hızlı bir şekilde baskıya yol açabilirler” (IMF, 2002:6).

Yabancı sermaye akını sonucu, gelişmekte olan ülkelerin reel döviz kurlarına meydana gelen aşırı yükselme, cari işlemler dengesi üzerinde bozucu etkiler meydana gelmesine neden olmaktadır. Ödemeler dengesinde meydana gelen bozulma yaşanmış olan

krizlerden örnek alınarak belirgin bir kriz uyarı sinyali olarak kabul edilmektedir. Para krizleri incelenirken, ülkelerde uygulanan sabit kur rejimi uygulamasının krizlerin şiddetini arttırıcı bir etki oluşturduğu gözlemlenmiştir. Sabit döviz kuru politikası uygulayan ülkelerin sermaye akını sonucu ulusal paralarının belirli bir oranın üzerinde değer artışı göstermesi öncü kriz göstergelerinden biri olarak görülmektedir. Yıllık %10'un üzerinde gerçekleşen bir değer artışı ekonominin kriz sinyalleri verdiği anlamına gelmektedir (Eren, Süslü , 2002:1).

“Para krizlerine yol açan spekülâtif saldırılar, yerel varlık piyasalarında bir çöküşe neden olabilir (Asya Krizi`nde olduğu gibi.); döviz cinsinden kısa vadeli borçların artması ise cari hesap açığının artmasına ve bozulmasına neden olabilir (Meksika Krizi`nde olduğu gibi.); sabit döviz kuru politikası uygulayan ülkelerdeki siyasi otoritelerin aniden karar değiştirerek kurları serbest bırakmaları da para krizlerine neden olabilir (İngiltere`de 1992`de olduğu gibi)” (Milesi-Ferretti and Razin, 2000:286).

Sabit kur rejiminin uygulandığı gelişmekte olan ülkelerde art arda yaşanan krizler dünya genelinde dalgalı kur sistemine geçilmesine neden olmuştur. Merkez bankalarının açık piyasa işlemleri aracılığıyla piyasaları dengede tutmaları ekonomide güven ortamı oluşmasına katkı sağlarken, bağımsız para politikası ile döviz kuru politikasının eş anlı uygulanmasında da dengeleyici bir etki göstererek, döviz rezervlerinin şişmesi durumunda ekonomileri spekülâtif ataklara karşı koruma altına almaktadır (Danışoğlu, 2007:1-11).

1990 sonrası uluslararası sermaye hareketlerinin artmasıyla özellikle gelişmekte olan ülkelerde çıkan krizlerin temelinde sermaye hesabının aniden boşalması söz konusudur. Sermaye hareketlerindeki ani yön değişikliği para krizini başlatır, yabancı kaynaklar azalır, cari açık fırlar, ülkenin döviz rezervi boşalır. Bu hızlı ve hacimli hareket eden sıcak para çoğunlukla büyük montanlı kısa vadeli kredilerden oluşur. Dolayısıyla para krizi ve bankacılık krizi aynı anda ortaya çıkar.

Uluslararası sermaye hareketleri, GSYİH'yi ulusal tasarruflar artmadan da arttırma gücüne sahiptir. Hükümetin sabit kuru terk ederek yabancı yatırımcıları içeriye çekme politikası, kriz durumu ortaya çıkana kadar ulusal bankalara yabancı sermayenin akmasına neden olur. Böylelikle yurtiçi finans piyasası bir taraftan yabancı sermaye ile şişerken diğer taraftan da risklilik oranının artmasıyla kırılğan bir hale gelir. Kriz öncesinde sermaye girişleri ulusal tasarrufların çok çok üzerine çıkmıştır. Bankalar

borçları çeviremez ve dış borçlanmalarını arttırarak daha fazla borçlu hale gelirler. Sermaye girişleri aniden durur ve yönü tersine döner. Sabit kuru terk eden hükümetin ulusal piyasalara giriş çıkışları kontrolsüz bırakması, kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin, borçlarını yükselen kurlara rağmen dış borçla ödemeye çalışan ulusal bankaların verdiği kriz sinyalleri ile beraber aniden kaçış yönüne dönmeleri hasılayı düşürür ve krizi gerçekleştirir. Bu noktada ironi, kriz sonrasında ekonominin tekrar ayağa kalkabilmesi için yeni sermaye akınlarına ihtiyaç duyması; bunun için de para otoritelerinin teşvik uygulamaları oluşturması gerektiğidir (Dekle ve Kletzer, 2001:3).

Liberalizasyon, entegrasyon ve küreselleşmenin uluslararası makroekonomik politikaları taşıdığı yeni tip kriz süreçlerinde ülke ekonomiler birbirine bağımlı ve dışarıdaki spekülasyon saldırılara karşı oldukça hassas ve duyarlı hale gelmiştir. Krizler yayılcı yapıdadır. Özellikle uluslararası spekülasyon şokları nominal döviz kurlarını kısa vadede oldukça dalgalı hale getirerek reel sektör için de yeni ve hatta orta vadede değişken coğrafi sınırlar çizmektedir. Bu noktada rekabet unsuru döviz kurudur.

Meksika'da 1976'da, Arjantin'de 1980'de, Avrupa'da (ERM-Avrupa Döviz Kuru Krizi) 1992'de, Meksika'da 1995'de; Asya'da 1997 yılında ve Türkiye'de 2001'de yaşanan krizler likidite sıkıntısı ile başlayan para krizi örnekleridir. Daha sonra bankacılık ve reel sektöre de sıçrayarak genel anlamda ekonomik krize dönüşen bu örneklerin hepsinde bulaşıcılık etkisi görülmekte; krizlerin başlangıç ülkesinden diğer ülkelere de hızla yayıldıkları ve büyük tahribatlar bıraktıkları gözlemlenmektedir.

2.3.2. Bankacılık krizi

“Bankacılık krizi negatif şoklardan sonra ekonomilerde oluşan kırılmalığa neden olan asimetrik bilgi vade ve kur değişimi gibi bankaların işlevselliği üzerinden tanımlanmaktadır. Devlet yönetiminin bankaların mevduatlarında meydana gelen aşırı azalmalar gibi bankaları olumsuz etkileyen durumlara müdahale etmek için bankalara el koyması, birleşmeye veya kapatılmalarına zorlanması Bankacılık Krizlerinin ortaya çıkma süreçleridir” (Pusti, 2013:11).

Ticari bankaların borçlarını yapılandıramamaları, borçlarını vadelerinde ödeyemez hale gelmeleri, kredilerin geri dönmemesi ve/veya gecikmeler, mevduatların ani çıkışları, bu çıkışları karşılayacak likiditeye sahip olmayarak iflas etmeleri durumu bankacılık krizidir.

“Yani fiili veya potansiyel banka mevduat çekilmeleri, bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri veya hükümetin büyük ölçekli finansal destekler sağlamak suretiyle bunu önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olduğunda bankacılık krizleri ortaya çıkar. Bankacılık krizleri para krizlerinden daha uzun süreli, ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğururlar” (IMF, 2002:6).

“Başka bir tanımlamaya göre bankacılık krizleri banka bilançolarının aktif yapılarının bozulmasından, geri dönmeyen kredilerin artmasından, menkul değerler piyasasındaki dalgalanmalardan ve reel sektörün küçülmesinden kaynaklanmaktadır” (Eren ve Süslü, 2001:664). “Parasız ise bankacılık krizlerini; bir ya da birden fazla bankaya güvenin sarsılması halkın aniden ve yaygın olarak mevduatlarını çekmek için bankalara hücum etmesi olarak tanımlar” (Parasız, 1999:53).

Honohan (1997) bankacılık krizlerinin belirtilerini 3 guruba ayırmaktadır;

“Makroekonomik bozukluklar, mikroekonomik aksaklıklar, kamu egemenliğinde görülen bölgesel krizler” (Honohan, 1997; Williamson ve Mahar, 1998:55).

Bu krizlerde oluşan güven kaybı nedeniyle mevduat sahipleri, bankaya kredi veren kişi ya da kuruluşlar ile hissedarlar fonlarını geri çekerler.

Bankacılık Krizlerinin makroekonomik nedenleri istikrarsızlık ve dengesizlik olarak gösterilmektedir. Varlık fiyatlarının altüst olması, faiz oranlarında keskin artışlar, döviz kurundaki düşüş ve uzun süreli durgunluklar bankacılık krizlerine neden olabilmektedir. Ayrıca bankacılık sektöründe artan borçlanma ile fiyatların aşırı derecede yükselmesi sonucu artan ekonomik dalgalanmalar, ekonominin gelişme döneminde de bankacılık krizi yaşanabilmesine sebep olmaktadır. Mikroekonomik nedenler ise, bankacılık sektöründeki yönetim, yetersiz altyapı, serbestleşme, yeniden düzenleme, hükümet müdahaleleri, ahlaki risk ve şeffaflığın olmamasıdır (Göğebakan, 2014:18).

Bankacılık krizini incelerken, krizin tek bir bankadan mı, az sayıda bankadan mı yoksa bütün piyasadan sistematik olarak mı kaynaklandığına bakmak gerekir. Tek bir bankanın batışı tek başına kriz oluşturmayabilir. Ancak söz konusu bankanın finansal piyasa içerisindeki gücü, etkisi ve ağırlığı krizi sistemik bir krize dönüştürebilir (Turgut, 2006-2007:37).

Coşkun, döviz krizlerinin bankacılık krizlerine neden olduğunu ileri sürmektedir.

1-Krizden önce sabit kur uygulayan ülkelerdeki spekülâtif hareketlerin artmasıyla uluslararası rezervler yavaş yavaş erimeye başlar, para stoku ve kredi arzında ani düşüşler meydana gelir. Kredi arzının azalması reel sektörü olumsuz etkiler ve geri dönmeyen krediler bankacılık krizlerine neden olur.

2- Dövizin değerlenerek yerli paranın aşırı değer kaybetmesi sonucu bankalar kur riskine karşı korunmamış döviz cinsinde borçlarını geri ödeme problemi ile karşı karşıya kalırlar. Bu da bankacılık sistemini zayıflatır (Coşkun, 2001:41).

1970'lerden 2000'lere uzanan dönemde para ve bankacılık krizlerinin birlikte gerçekleştiği ve ikiz kriz olarak adlandırıldıkları görülmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999:474).

“Diğer yandan literatürde para krizinin 1970-1985 süreçlerinde yoğun olarak hissedildiği, sermaye işlemleri üzerlerindeki kontroller ve diğer finansal kısıtlamalar nedeniyle oluşan bankacılık krizlerinin ise 1980'den sonra yaygınlaştığı belirtilmiştir”
(Yay, 2001:1237).

2.3.3. Dış borç krizi

Dış borçlar hükümetlerin, bankaların ve özel sektörün uluslararası kaynaklardan sağladıkları döviz cinsinden kredileri ifade etmektedir. (Çelik, 2013:195) Dış borç alındığında bir ülkenin mevcut kaynakları artarken, vade sonu ödeme yapıldığında anapara ve faizi reel kaynakların azalmasına sebep olur (Akyüz ve Ertel, 1989:71).

Dünya

Bankası, BIS, IMF ve OECD gibi uluslararası örgütler dış borç kavramının olası karışıklıklara karşı standardize edilmesi amacıyla, bir ülkenin belli bir zaman dilimi içindeki gayrisafî dış borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış yükümlülükler toplamı olarak tanımlamışlardır (Bal, 2001:14).

Hükümetlerin dış borçlanma ihtiyacının doğmasının belli başlı nedenleri şunlardır (Palamut, 2001:181):

1. Beklenmeyen, aniden ortaya çıkan, fevkalade harcamaların finansmanı,
2. Büyük boyutlu sosyoekonomik projelerin finansmanı,
3. Bütçe gelirleri ve giderleri arasındaki dengenin sağlanması,

4. Ekonomik ve mali konjonktürün gerekli kıldığı önlemlerin alınması.

Dış borç krizi ise en kısa tanımıyla bir ülkenin kamu ve/veya özel kesim dış borçlarının ödenememesi nedeniyle ortaya çıkan krizlerdir (Büyüksalvarcı ve Balı, 2011:18). Dış borç krizi, öncelikle hükümetlerin ülke dışından aldıkları yabancı sermaye kredilerinin çevrilmesinde sıkıntı yaşamaya başlamaları ve yükümlülüklerini taahhüt ettikleri vadelerde ifa edememeleri, ardından ödeme planlarının yapılandırılmasını ya da borçlarının ertelenmesini talep etmeleri ile nihayetinde borçlarını ödeyemez hale gelmeleri buna karşılık borç verenlerin yaşanan bu sıkıntılar karşısında aldıkları tedbirler ve yeni kredi vermek istemeyişleri ve mevcut kredilerini bir an önce tahsil yoluna gitmeleri şeklinde oluşur (Gençtürk, 2008:191).

Hükümetlerin borçlarını geri ödeyemeyecekleri şeklinde risk algılanması, özel sermaye girişlerini şiddetli bir şekilde düşürerek para krizine yol açabilmektedir (Delice, 2003:61).

Dış borç krizlerinin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.

1. Alacaklı açısından baktığımızda dış borçların geri ödenmesinde yaşanan sıkıntılı bir süreç geçici bir durum da olsa krize neden olabilir.
2. Borçlu ülke borcunu ödeyebilecek kapasiteye sahip olsa da elindeki kaynağı yatırım ve üretim için kullanmak suretiyle cezai ve faiz yaptırımlarını göze alarak ödeme yükümlülüklerini beklebilir. Bu durum borçlu ülkenin elindeki kaynağı öncelikli fayda sağlayacağı alana aktarmasıdır.
3. Dış borç krizi borçlu ülkenin beyanı ile başlamaktadır. Dış borçta gecikme veya eksik olması kriz anlamına gelmez. Taraflar kendi aralarında anlaşırlar.
4. Bir ülkede başlayan parasal kriz sıçrayıcıdır, küresel krizle sonuçlanabilir, dış borç krizinde ise, borçlu ülkelerin alacaklıları sadece bu durumdan etkilenir (Çalışkan, 2003:226).
5. Dış borçların bir özelliği de borçlu tarafın egemen devlet olması yani alacaklı devletin borçlu devlete bir yaptırım uygulayamamasıdır (Gögebakan, 2014:20).

2.3.4. Sistemik krizler

Finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan şoklara sistemik finansal krizler denilmektedir (Çalışkan, 2003:226).

Para ve bankacılık krizlerini de kapsayan sistemik finansal krizler finansal sistem işleyişindeki ciddi bozulmalar olarak tanımlanmaktadır. Caprio ve Klingebiel (1996), bankaların sermayelerinin çoğunu veya tamamını kaybetmelerini sistemik bankacılık krizi olarak tanımlamışlardır (1996:5). Finans piyasaları dışında ekonomik, politik ve hatta sosyal yaşamı da ani bir değişime uğramasına neden olur.

“Sabit bir döviz kuru veya konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının, nihai ödünç mercii olma niteliğini sınırlayarak bir ödemeler bilançosu problemini, bir bankacılık sorununa çevirir” (Delice, 2003:62).

Sabitlenmiş döviz kurları ticari açıkların artmasına yol açar, bu da paraya yönelik spekülative bir harekete, döviz rezervlerinde bir erimeye paralelinde döviz kurlarında da bir düşüşe neden olur. Beklentiler döviz kurlarını etkiler. Para değerlerinde ani ve hacimli dalgalanmalar meydana gelir. Ulusal paranın ani düşüşü yabancı para cinsinden borçların katlanmasına neden olur. Spekülative bir tetikleme ile aniden değer kaybeden yerli paraya karşılık hızla artan borç miktarı, gelişmekte olan finansal piyasalarda mevcut kurumsal yapı ile ulusal paranın devalüasyonunu reaksiyona sokarak, ekonomik sistemik bir finansal krizin ortaya çıkmasına sebep olmaktadır.

Sistemik finansal krizlerde ilk olarak likidite sıkıntısı ile ödeme sisteminin temerrüde düşmesi görülür. Finansal ve finansal olmayan bilançolarda bozulmalar meydana gelir. Ardından piyasalarda güvensizlik, beklentilerde belirsizlik ve spekülative hareketler oluşmaya başlar. Piyasalardaki güvensizlik likidite sorununu arttırır ve para krizi meydana gelir. Sistemik krizlerin bir diğer önemli özelliği ise domino etkisi yaratmalarıdır; finans sistemi içindeki bir piyasa ya da kurumda meydana gelen kriz hızla diğer piyasa ve kurumlara yayılır. Oluşan krizin sistemik finansal kriz olarak nitelendirilebilmesi için reel ekonomik etkiler yaratması ve devletin müdahalesinin tam ve yoğun olması gerekmektedir (Darıcı, 2012:32).

Finansal kriz türlerine genel olarak baktığımızda; döviz kuru çöküşleri ve bankacılık krizleri arasında yüksek bir korelasyon gözlenmiş olup aynı zamanda para krizlerinin sistemik finansal krizin başlangıcı olduğu tespit edilmiştir (Kaminsky and Reinhart, 1996:475). Döviz kurlarında bir çöküş, alınabilecek tüm önlemlere rağmen, yurtiçi bilançoları zayıflatabilir, bir finansal krizin başlamasına neden olabilir. Bu durum da bölgesel yayılma tehdidine karşı yabancı yatırımcıların, uluslararası piyasalardaki olumsuzluğa karşı korumacı tepkilerle yeniden pozisyon almaları sonucu geniş

sermaye çıkışları yaşanmasına neden olabilir (Asian Policy Forum, 2000:11). Diğer yandan finansal krizlerin temel nedenleri, ekonomik istikrara ve düşük enflasyona katkı yapmada güvenilir olarak algılanmayan para ve maliye politikalarında aranmalıdır. Bütün sisteme etki eden finansal krizler çoğunlukla makroekonomik dengesizliklerden kaynaklanır (Eisenbeis, 1997:83).

“Bu dengesizlikler; asimetrikler, rijitlikler ve kısmi rezerv bankacılığının dışsallıkları; yetersiz muhasebe ve denetleme standartları, ihtiyatlı düzenlemelerin uygulanmasındaki yetersizlik ve problemler bankalara zamanında müdahale edilmemesi şeklinde sıralanabilir” (Garcia, 1997:97-98).

Piyasa, para ve maliye politikalarına güven duymazsa krizin zemini hazırlanmış olur. Aşırı enflasyon, hükümet yanlı maliye politikaları ve kaynakların optimal dağıtılmaması piyasanın güvenini sarsan kriz çağırıcı hareketlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde ise mali savurganlıklar, yanlış kur politikaları, uluslararası finansal şoklar, zamansız ve altyapısı hazırlanmadan uygulanmaya çalışılan liberalizasyon politikaları ve yurtiçi bankacılık sistemindeki eksiklikler finansal kriz tetikleyicisidirler. Gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi finansal piyasalarda yaşanan sorunlar para ve döviz kuru krizini tetiklemekte ve hatta ödemeler bilançosunda sıkıntılar yaşanmasına neden olmakta ve devamında dış borç krizine dönüşebilmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin tersine dönmesi; sıcak paranın aniden yön değiştirmesi, döviz kuru üzerinde sürekli bir spekülasyon baskısı unsuru oluşturmakta, yurtiçi finansal istikrarı tehdit etmektedir.

2.4. Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri

1990'lerden sonra hızla artan ve sıklıkla yaşanmaya başlayan finansal krizler öngörülebilirliği açısından ayrıntılı bir incelemeye alınarak hükümetlerin krizleri önlemeye yönelik öncü göstergeler üzerinde çalışmaları ihtiyacı doğmuştur.

Finansal krizlerin ülke ekonomilerini geriye götürmeleri, yeniden yapılanmaları için başlangıç noktasına çekmeleri sürdürülebilir kalkınma ve büyümeyi sekteye uğratarak ağır ekonomik maliyetler doğurmakta, işsizlik, enflasyon, alım gücündeki ani düşüşlerle ülke refahını ağır bir biçimde etkilemektedir. Önlenemeyen finansal krizler öncü göstergelerle kontrol edilebilir hale getirildiklerinde ise ortaya çıkacak ağır

maliyetler en aza indirilebilmekte krizin derinliği azaltılıp, süresi kısaltılıp, tahribatı azaltılabilmektedir. Finansal krizler öncü ve temel göstergelerle kontrol altına alınabilmektedir.

Bunlar; kriz sinyali veren ülkenin yatırım riskinin arttığını gösteren ve bu nedenle finansal bir krizin doğacağı konusundaki beklentileri tetikleyen “ön göstergeler” ile söz konusu krizin derinliği hakkında bilgi veren “temel göstergeler” dir.

Ulusal paranın bir yıl içinde %10`dan daha fazla değerenmesi, M2 para arzının uluslararası rezervlere oranının aşırı derecede yükselmesi, cari açıkların gayrisafi milli hasılaya oranının %4`ü geçmesi krizin öncü göstergeleri olarak kabul edilmektedir. Temel göstergeler arasında, döviz kurlarında ve gecelik faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmalar ve döviz rezervlerindeki önemli azalmalar yer almaktadır. Öncü göstergeler finansal krizin oluşacağına, yaşanacağına dair sinyaller verirken, temel göstergeler yaşanacak krizin derinliğini, maliyetini, kapsadığı alanı tespit etmektedir.

“Krizlerin genel kabul görmüş göstergelerine baktığımızda, bunlar: Cari Açık/Gayri Safi Milli Hasıla Oranı, Bütçe Açığı/Gayri Safi Milli Hasıla Oranı, Reel Döviz Kurundaki Artış, Merkez Bankası Döviz Rezervleri ve Para Arzındaki artışlar olarak açıklanmaktadır” (Uygur, 2001. 14-17).

2.4.1. Cari açık/Gayri safi milli hasıla oranı

Cari Açık/Gayri Safi Milli Hasıla Oranının %4 ü geçmesi durumunda söz konusu ülkede kriz sinyalleri verilmeye başlamış anlamına gelir. Ancak tek başına bu oran kriz göstergesi olarak yeterli değildir. Bu noktada cari açığın nasıl finanse edildiğine bakılır. Söz konusu cari açık uzun vadeli yabancı yatırımlarla finanse ediliyorsa durumun krizle pek alakası yoktur. Ancak bu açık kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse ediliyorsa bu oran ciddi bir kriz göstergesi haline gelir.

2.4.2. Bütçe açığı/Gayri safi milli hasıla oranı

Bütçe Açığının/Gayri Safi Milli Hasılaya oranı %3 den fazla olan bir ülkenin döviz krizine karşı duyarlılığı oldukça yüksektir. Bu durum yabancı yatırımcılar olumsuz etkiler.

2.4.3. Reel döviz kurundaki artış

Gelişmekte olan ülkeler uluslararası sermayeyi kendilerine çekmek için sabit döviz kuru uygularlar. Bu durum zaman içinde reel olarak ulusal paranın değer kazanmasına neden olur. Yıllık %10 dan fazla değer kazanan ulusal para ekonominin kriz sinyali verdiğinin en net göstergesidir. Aşırı değerlendirilen ulusal para ihracatı olumsuz etkiler. İhracat ile ülke içerisinde üretilen malların ulusal piyasalardaki talebi de yavaş yavaş düşmeye başlar ve yerli üretici dar boğaza girer. İthal ürünler yerli ürünlerden daha ucuza gelmektedir. Reel kurdaki aşırı artış cari dengeyi bozmaktadır ve nihayetinde cari açığa neden olmaktadır. Bu durum Merkez Bankasının hareket kabiliyetini azaltmakta ve spekülatif hareketlere karşı savunmasız bırakmaktadır.

2.4.4. Merkez Bankası döviz miktarı

Merkez Bankasının elinde bulundurduğu döviz rezerv miktarı iç ve dış piyasalarda oluşabilecek her türlü spekülatif harekete karşılık koruyucu, otoriter bir güç niteliği taşır. Bir yandan uluslararası piyasalara karşı güven, sağlamlık ve kredibilite sağlarken diğer yandan iç piyasalardaki fiyat istikrarını sağlamada da esneklik kazandırır.

2.4.5. Para arzındaki artış

M2 para arzının uluslararası rezervlere oranının yüksek olması parasal büyüme ve tüketimin aynı oranda artmasına neden olabilir. Burada çarpan etkisi söz konusudur. Üretimin iyi olması, ulusal paranın reel olarak aşırı oranda değerlendirilmesi aynı zamanda dayanıklı tüketim malları ve otomotiv sektöründe satışların önemli ölçüde artması durumlarının eşanlı olarak gerçekleşmesi krizin tetikleyicisi olabilmektedir (Turgut, 2006:44).

2.5. Finansal Krizlerin Nedenleri

Finansal krizin temel nedeni olan ekonomik istikrarsızlık, makro ve mikro etkenlerle bağlantılı olarak finansal liberalizasyon ve sabit döviz kuru sistemidir. (Alkan, 2009:155). Bu sistemlere ilave olarak, sürdürülemez makroekonomik politikalar, finansal altyapı eksiklikleri, sermaye hareketlerindeki aşırılıklar, uluslararası finans piyasaları, politik istikrarsızlıklar, teknolojik yenilikler, ekolojik deformasyon, bilgi ve iletişimin artan hızı ve enformasyon kirliliği sıralanabilir.

2.5.1. Finansal liberalizasyon

Bir ülkede finansal piyasalar fiyat kontrolleri vb. yöntemlerle kısıtlanıyorsa, o ülkenin finansal sistemi baskılanmış demektir.

“1970’lerde başlayan akademik tartışmalar, finansal baskılamının yerini liberalizasyon politikalarının aldığı 1980’lerde dünya ülkelerinin büyük bir kısmında finansal sistemlerin ciddi bir şekilde deregülasyonu ile sonuçlanmıştır. Finansal piyasaların daha etkin ve baskılanmamış bir ortamda müdahalelerden uzak bir şekilde çalışmalarını beraberinde riskleri de taşımıştır. Faiz kontrollerinin kalkması, zorunlu rezervlerin azaltılması, piyasaya girişlerin hem yerli hem yabancı bankalar için kolaylaştırılması, yerli paranın konvertibilitesinin sağlanması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi iç ve dış finansal deregülasyon uygulamaları bankacılık sisteminin faiz, döviz kuru, likidite ve ödenabilirlik risklerini önemli ölçüde arttırmıştır” (Karabalut, 2002:41).

Finansal liberalizasyon süreci ile gelişmekte olan ülkeler yüksek reel faiz oranı uygulamasıyla yabancı sermayeyi ülkelerine çekmeye çalışırken, ulusal paralarını dolara sabitlemişler ve hükümetlerde sabit döviz kuru politikalarıyla bu uygulamayı desteklemişlerdir. Nihayetinde sıcak parayı bünyesine çekmeye çalışan gelişmekte olan ülke ekonomileri likidite kriziyle karşı karşıya kalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin gerekli makroekonomik altyapıyı sağlamadan finansal serbestleşmeye geçmesi, kısa vadeli sermaye akımları ancak yüksek faizler vaadiyle gerçekleştiğinden, kriz riskini katlamaktadır (Turgut, 2006:40).

Uluslararası sermaye hareketleri, ülkeye faiz arbitrajından yararlanmak üzere girdiğinde başlangıçta ev sahibi ülkenin refahını arttırıcı bir etki yapsa da yüksek reel faizle kısa vadede aşırı kâr sağladıktan sonra ulusal paranın aşırı değer kazanmasına neden olarak ülke ekonomisini bozucu etki göstermektedirler. Sonrasında ülke ekonomisinde görülen istikrarsızlık, reel faiz ve döviz kuru arasındaki dengenin bozulması merkez bankasının para otoritesi işlevlerinin kısıtlanmasına ve ulusal paranın kontrolden çıkmasına neden olmaktadır. Ülke ekonomisinin dalgalanmaya başlaması sonucu sermayenin ani çıkışı, ülkeyi finansal krizle karşı karşıya bırakmaktadır (Çiğdem, 2016:13).

Finansal kriz yaşayan ülke, kriz öncesi dönemde ithalat patlaması yaşamakta ve ödemeler dengesi açık vermektedir. Acil sermaye ihtiyacı oluşan kriz ülkesinde, cari işlemler açığının milli gelir içindeki payının %4’ü aşması tehlikeli bölge olarak

tanımlanmaktadır. Meksika (1994), Asya (1997) ve Türkiye (2001) krizlerinde de bu oranın %4'ün üzerine çıktığı görülmüştür (Celasun, 1998:171).

2.5.2. Sabit döviz kuru sistemleri

Finansal kriz, bir ekonomide finans piyasalarının işlevlerini yerine getiremeyerek kilitlenmeleri anlamına gelir. Gerçekçi olmayan sabit döviz kuru politikaları bir ülkeyi krize sürükleyen en büyük nedenlerden biridir. Özellikle 1997 Güneydoğu Asya Krizi'nden sonra gelişmekte olan ülkelerde uzun bir süre uygulanan sabit kur sistemi incelemeye alınmıştır (Öztürk, 2003:171).

Kriz yaşayan ülkeler çoğunlukla sabit kura dayalı enflasyon düşürücü istikrar programları uygulamaktadır. Bu programların taşıdığı en büyük risk bankacılık sektörüyle beraber tüm toplum kesimlerini dövizle borçlanmaya yönlendirmeleridir.

“Reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi tasarruflar aleyhine tüketimi ve ithalatı arttırarak cari açık sorununa neden olmaktadır. Stanley Fischer, (1998) “Gerçekleşen ve beklenen cari açık büyükse ülke devletiasyona davetiye çıkarıyor demektir”, cümlesiyle cari açığın yaklaşmakta olan bir krizin temel göstergesi olduğunu ifade etmektedir” (Turgut, 2006-2007:40).

1990'lı yıllarda üst üste parasal kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelere bakıldığında sabit kur politikası izledikleri ve sermaye hareketlerine açık oldukları görülmektedir (Pusti, 2013:16).

“Sabit kur sermaye akımlarının sterilize edilememesine neden olarak reel kuru aşırı değerli duruma getirirken, sabit kur sistemi, yüksek faiz düşük kur politikası uygulayan ülkelerde kısa vadeli fonların çekimini kolaylaştırmaktadır. Sabit kur sisteminde kurun sabitliği uluslararası rezervler sayesinde sağlanmaktadır. Akabinde gerçekleşen spekülâtif ataklar, ulusal paraya olan talebin azalarak, yabancı paraya olan talebin artmasına, uluslararası rezervleri azaltarak kurun sabitliğinin korunamamasına neden olmaktadır. Merkez Bankalarının döviz satışıyla birlikte de, ulusal para dövize dönüştüğünden, faiz oranları hızla yükselerek, ekonomik faaliyet hacmini daraltmaktadır” (Alkan, 2009:157).

Gelişmekte olan ülkelerin yüksek enflasyonla mücadele için uyguladıkları sabit döviz kuruna dayalı istikrar politikaları; yerli paranın aşırı değerlenmesi, dış talebe dayalı bir büyüme artışı, nihai olarak ithalat ve tüketimde artış ve akabinde dış ticaret açığının, cari açığın artması sonuçlarını doğurmaktadır. Cari açık krizlerin en belirgin

nedeni olarak ekonomiyi kırılgan bir yapı haline getirmekte; kaybolan rekabet gücünün giderek dış bağımlılığa dönüşmesine ve reel sektörde ciddi maliyetli kayıplar yaşanarak ekonomik daralmaya sebebiyet vermektedir.

Uluslararası rezervler yardımıyla kurun sabitliğinin sağlandığı sabit kur sisteminde gelişmekte olan ülkeler düşük faizli borç alarak yüksek faiz oranları karşılığında gelişmiş ülkelere borç vermektedir. Belli bir zaman dilimi ardından yerli yatırımcılar da dahil olmak üzere ulusal paraya olan talebin azalması yabancı sermayenin kaynağını oluşturduğu döviz rezervlerini azaltacak ve kurun sabitliği korunamayacak hale gelecektir. 1990 yıllarında meydana gelen Meksika, Güneydoğu Asya, Rusya ve 2001`de Türkiye krizlerinde olduğu gibi kurun serbest bırakılması ülkede anında bir likidite krizinin kopmasına neden olacaktır.

Döviz kurunun sabit tutulması finansal piyasaları krize meyilli bir hale getirir. Diğer yandan Merkez Bankasının güvenilirliği, döviz kurunun baskı altında tutulması, bankaların rahatça açık pozisyon alabilmeleri, piyasaya güven ve rahatlık vermekte sonuç itibariyle döviz riskleri artmaktadır. Finans kurumları ve reel sektör işletmeleri enflasyonist ortamdan korunmak için döviz cinsinden borçlanmalarını da arttırarak krizler için uygun zemin hazırlamaktadırlar. Bu noktada döviz krizleri ve bankacılık krizleri girift vaziyettedir (Duman, 2002:46).

2.5.3. Ters seçim ve ahlaki yapının bozulması

Bankalar müşterilerine karşı objektif bir kurumsal yaklaşımda bulunurlar. Risklerini minimize etmek için kredi ve mevduat toplamları üzerinden belirli karşılıklar ayırarak, herkese eşit faiz oranı uygulayarak kendilerini korumaya çalışırlar. Eşit faiz oranı demek bankanın müşterinin riskinden bağımsız olarak iyi müşterisine de kötü müşterisine de yüksek faiz uygulaması anlamına gelir. Sonuç olarak kötü müşteri yüksek faize itiraz etmeden krediyi alan taraf olur ve ters seçim ortaya çıkar. Kötü müşteri kredisini ödemez ve bankanın geri dönmeyen kredilerinin oranı artar (Eren ve Süslü, 2001:665).

Ahlaki tehlike ise; -gizli eylem olarak da isimlendirilir- finansal kuruluşların nasılsa bir şekilde kurtarırım özgüveninden ileri gelmektedir ya da riski alacak kişi ile ifa edecek kişiler farklıysa ortada bir umursamazlık durumu söz konusudur. Burada riski alan ve geri ödeyecek kişiler arasında bir asimetrik bilgi problemi söz konusudur.

“Anlaşmaya taraf olanlardan birinin dürüst olmayan bir şekilde veya yetersiz bir biçimde davranmasına ahlaki risk denir” (Ünsal, 1998:546).

Asimetrik bilgi de borç alan ve borç veren tarafların bilgilerinin birbirlerinden farklı olması anlamındadır. Genellikle borç alan taraf borç veren taraftan daha fazla bilgiye sahiptir, borç alan borç verene göre daha avantajlıdır.

2.5.4. İstikrarsız makroekonomik yapı

Gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla görülen finansal krizlerin temel nedeni makroekonomik istikrarsızlıklardır. Genişlemeci para ve maliye politikaları, kredi ve borç miktarının artmasına ve popüler sektörlerde balonlar oluşturarak spekülasyon yatırımların çoğalmasına neden olmaktadır. Genişlemeci politikalar sonucunda artan enflasyonu, bozulan dış dengeyi, fırlayan varlık fiyatlarını tekrar kontrol altına alabilmek için sıkı para ve maliye politikalarına dönüş yapılması ise ekonominin yavaşlamasına, borcun geri ödenmesinde güçlükler yaşanmasına, alınan kredilerin doğru yatırımlarda etkin bir şekilde kullanılmadan bir kısır döngü içine girilmesine neden olmaktadır (Turgut, 2006-2007:41).

1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak bağımlılıkları sermaye hareketlerinin özendirilmesine ve uluslararası bir rekabet piyasası oluşmasına neden olmaktadır. Bu durum bağımsız para ve maliye politikası uygulamaya imkân vermemektedir. Ülkeler sermaye-faiz ve döviz kurundan sadece birini kontrol edebilmektedir (Eren ve Süslü, 2001:664). Ülkelerin son yıllardaki tercihi serbest faiz politikası uygulamasıdır. Döviz kurunu sabitlemeyi tercih etmişlerdir.

“Serbest faiz politikası ile sermaye girişleri ekonomide makroekonomik ısınma veya balon etkisi de denilen yapay bir genişleme oluşturmaktadır. Bunun sonucu olarak da para arzı artmakta, borsa spekülasyon bir biçimde yükselmekte, ulusal para aşırı değer kazanmakta ve sonuçta ihracat gerilerken ithalat artmaktadır. Ekonomik, siyasal veya doğal bir olay ya da gelişme, geleceğe ait beklentileri aniden olumsuzluğa çevirebilmekte ve yabancı sermayenin aniden ana ülkelerine dönmesi için ilk hareketi başlatmaktadır” (Adelman, 1999:8).

“Makroekonomik istikrarsızlıklar ile finansal krizler arasında önemli etkileşim mekanizmaları vardır. Makroekonomik istikrarsızlık finansal sistemi zayıflatırken, bankacılık krizleri ise GSMH ve büyüme oranları gibi makroekonomik parametreleri etkilemektedir” (Coşkun, 2001:42).

2.6. Finansal Kriz Modelleri

Finansal krizler birçok ortak noktaya sahip olsa da, her krizin kendine has belirleyici özellikleri vardır. Açıklama noktasında krizleri sınıflandırırken benzer/yakın özellikleri karşımıza farklı teorik modeller çıkarır. Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar ekonomik krizleri açıklamak için birinci, ikinci ve üçüncü nesil model teorilerini kullanırlar (Tarı, 2011:10). Birinci nesil kanonik kriz modeli, aktif iktisat politikasının sürdürülemez olduğunu açıklarken, ikinci nesil kriz modeli ise, aktif iktisat politikasının sürdürülebilirliği beklentisindeki ani değişikliklerin krize neden olduğunu ifade eder. Üçüncü nesil kriz modeli ise ahlaki riske dikkat çekerek, politikacıların, bankaların ve finans kuruluşlarının uygulamalarının krizlere neden olduğunu iddia eder (Özsoylu, Ünlükaplan, Gedik, 2010:19).

Özellikle 1980`li yıllardan sonraki krizler incelendiğinde döviz kurunun spekülasyon saldırılar karşısında yıkıcı etkiler gösterdiği görülmektedir. Krugman (1979) tarafından ortaya atılan, Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen kanonik olarak da adlandırılan Birinci Nesil Kriz Modeli; makroekonomik politikalarla ülkenin döviz kuru rejiminin uyumlu olmaması sonucu ortaya çıkmaktadır (Krugman, 1979:311). İkinci Nesil Kriz Modeli ise Obstfeld tarafından ortaya atılmış ve makroekonomik politikalarla döviz kuru rejimi uyumlu olsa dahi spekülasyon saldırılar sonucu değişen beklentilerin neden olduğu krizler modellenmiştir (Obstfeld, 1984:2-21).

1990`lı yıllarda Avrupa Birliği (1992-93), Meksika (1994-95), Asya (1997-98) ve Rusya`da (1998) yaşanan krizleri Obstfeld “İkinci Nesil Modeller” olarak kategorize etmiştir (Obstfeld, 1994:1-64). Üçüncü Nesil Modeller ise Latin Amerika ve G. Doğu Asya Krizi ile birlikte Krugman, Kaminsky ve Reinhart`ın küreselleşme ile kriz tanımını birleştirmeleri sonucu ortaya çıkmıştır (Kaminsky, Reinhart, 1999:473).

2.6.1. Birinci nesil modeller (spekülasyon atak modelleri)

Krugman (1979) tarafından ortaya atılan, Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen model, para krizlerini makroekonomik politikaların sürdürülemezliğine bağlamaktadır. 1970`li yıllardan itibaren Latin Amerika`da ortaya çıkan dış borç krizlerini açıklamak üzere yapılan çalışmalar sonucu Birinci Nesil Modeller ortaya çıkmıştır (Şişman, 2006:17). Kanonik modeller (kanonik: genel kabul görmüş yasa,

yönetmelik ve kurallar bütünü) olarak da adlandırılan teoride -bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi gibi- ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler ve sabit döviz kuru uygulaması arasındaki uyumsuzluk krize neden olmaktadır. Parasal finansmanın mali açıklara neden olduğu, bunun da rezervleri tükettiği ve sonunda ciddi bir para kaybının ortaya çıktığını ifade eden birinci nesil kriz modelleri teorisinde makroekonomik dengelerin bozulması krizlerin temel nedenini oluşturmaktadır.

“Ayrıca spekülâtorler hükümetlerin uyguladıkları yanlış politikaları önceden öngörmekte, bu politikaların tıkandığı dönemlerde piyasaya çıkmakta ve büyük kârlar elde etmektedirler. Spekülasyonun döviz rezervlerini eritmesi, merkez bankasını sabit döviz kuru uygulamasından vazgeçmek zorunda bırakır” (Krugman, 2000:2).

Krugman bu modelde sürdürülemez düzeydeki sabit kurun mutlaka terk edileceğini öngörmüştür ve model hakkında üç gerçeği vurgulamıştır (Özsoylu vd. , 2010:19):

1. Kriz hükümetin uyguladığı kötü makroekonomik politikalar sonucu ortaya çıkar.
2. Kriz ani olarak gerçekleşir, kaçınılmazdır, tesadüfi değildir; zamanlaması ilke olarak öngörülebilir.
3. Krizler bir iktisadî sorunu yansıtırlar ve zararlı değildir.

Sabit kur politikasının uygulandığı bir ekonomide kamu kesiminin sürekli bütçe açığı vermesi ve verdiği açığın da para basılmak suretiyle finanse edilmesi yerli para ve parite üzerindeki baskıyı içinden çıkılamayacak bir boyuta taşımaktadır. Sabit kurun asla değişmeyeceğine dair mümkün olmayan bir inanç olması durumunda piyasada bir kriz oluşması imkânsızdır. Merkez Bankası sabit kur rejimini sürdürebilmek için bir müddet sonra rezervlerini kullanmaya başlayacaktır. Söz konusu rezervler tükendiğinde merkez bankası devalüasyona izin vermek zorunda kalacaktır. Bu durumu önceden gözlemleyen spekülâtorler döviz rezervleri tamamen tükenmeden önce yerli parayı terk edip yabancı paraya yöneleceklerdir. Spekülâtorlerin yerli paradan kaçışı rezerv kaybını hızlandırır. Merkez bankası rezervleri tükendiğinde sabit pariteden vazgeçecek mecburen dalgalı kur rejimi uygulamaya başlayacaktır ya da para devalüe edilecektir (Arslan, 2013:187).

1994 Meksika Krizi ve 1980`li yıllarda yaşanan borç krizleri birinci nesil kriz modeline örnektir. IMF Kriz Yönetimi, birinci nesil kriz modelinin “aşırı parasal genişleme ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi” görüşünü resmi olarak kabul etmiş,

ve bu durumdan korunmak için üyelerine sıkı para ve maliye politikaları uygulamalarını önermiştir (Tarı, Eraslan ve Bayraktar, 2011:10).

Birinci nesil kriz modeline 1990'lı yıllardan sonra birtakım eleştiriler getirilmeye başlanmıştır. Bunlardan ilki Merkez Bankasının bir spekülâtif atakta döviz açığını dışarıdan borç alarak kapatabilmesi dolayısıyla rezervlerini yüksek tutabilmesi konusundaki net tutumudur. Diğer bir eleştiri ise bir kriz esnasında sabit kurun terk edileceğini bekleyen spekülâtörlerin aktif hamleleri karşısında Merkez Bankasının mukavemetsiz kalmasıdır. Sonrasında ise sabit kurdan dalgalı kura geçişin aşama aşama gerçekleştirilebileceği ortaya atılmaktadır lakin; yaşanan kriz örneklerine bakıldığında sistem değişikliklerinin ani ve hızlı gerçekleştiği gözlenmiştir (Çiğdem, 2016:23).

2.6.2. İkinci nesil modeller

Krugman'ın genel olarak finansal, özel olarak para krizlerini anlamada etkili olan, sürdürülemez düzeydeki sabit kurun bir gün mutlaka terk edileceğini öngören, birinci nesil kriz modeli 1990'lardan sonraki dönemde yaşanan krizlerde eleştirilere maruz kalarak yeni model arayışlarına hız kazandırmıştır. İkinci Nesil Kriz Modelleri olarak oluşturulan yeni teoride özellikle 1992-93 Avrupa Para Krizi'nden sonra, makroekonomik politikalar ile ilgili beklentilerde ortaya çıkan ani değişiklikler para krizini yaratan olgu olarak açıklanmaktadır (Delice, 2003:65).

Obstfeld (1994), ERM (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) ve 1994 Meksika Krizleri sonrasında ikinci nesil kriz modelini geliştirmiş ve makroekonomik problemlere vurgu yapan modelini spekülâtif ataklar ve kendini besleyen model olarak açıklamıştır (Yücel, Kalyoncu, 2010:57). İktisadi ajanların beklentileri ve fiili politika sonuçları arasındaki etkileşim spekülâtif ataklar sonucu krize dönüşmektedir. Para politikalarında yaşanan belirsizlik ve çelişkiler nedeniyle oluşan güvensiz ortamın spekülâtörlerin beklentilerinin ekonomik gidişatı değiştirecek derecede etkili olmasına zemin hazırlar. Diğer yandan makroekonomik politikalarda herhangi bir aksaklık olmadığı durumlarda bile piyasada olumsuz bir beklenti oluşması ikinci nesil kriz oluşumuna neden olabilmektedir. Para ve maliye politikalarının yerinde olması, pariteyi korumak için yeterli miktarda döviz rezervinin mevcut olması, ülke parasına yönelecek spekülâtif saldırıları engellemeye yetmeyebilir ve kriz oluşabilir (Şimşek,

2008:196). Piyasanın, sabit kurdan vazgeçileceği, kurun serbest bırakılacağına dair beklentiye girmesi, pariteyi korumanın maliyetini arttırarak, hükümetin eninde sonunda bundan vazgeçeceği beklentisini doğruracaktır ve bu beklenti söz konusu süreci hızlandıracaktır. Devalüasyon beklentisine giren spekülâtörler bu sefer de yerli para aleyhine pozisyon alarak vaktinden önce devalüasyon olmasına sebep olacaklardır. Yerli paradan kaçışı sezen spekülâtörler daha önceden pozisyon alacaklardır. Sonuç olarak tamamen spekülâtörlerin beklenti ve ani pozisyon değişiklikleri nedeniyle sabit kurun çok da gerek olmadan terk edilerek kurların serbest bırakılması suretiyle kriz oluşmaktadır (Akdiş, 2000:97). Piyasanın davranışları rasyonel olmadığı için spekülâtif saldırıların zamanlaması tahmin edilemez (Göğebakan, 2014:26).

Obsfeld'e göre hükümetin önünde iki seçenek vardır: sabit kuru sürdürmek ya da terk etmek. Sabit kuru sürdürmenin avantajları, enflasyon kontrolünü kolaylaştırması, uluslararası sermayeyi çekmesi, ülke ekonomisinin kredibilitésinin yüksek görünmesidir. Sabit kurun sorunsuz devam etmesi, söz konusu ülkede güven ve istikrar ortamına delalet eder. Buna karşılık sabit kuru istikrarlı bir şekilde devam ettirmenin de bir maliyeti vardır; yüksek faiz oranları ve işsizlik. Bu noktada fayda maliyet analizinin iyi yapılması gerekmektedir. Maliyet arttıkça, durum kontrolden çıkacak, beklentiler olumsuzza dönecektir. Piyasa zayıflayacak spekülâtif saldırılar için müsait duruma gelecektir. Temel makroekonomik göstergelerde bir sıkıntı olmamasına rağmen yatırımcıların beklentilerindeki değişiklik ve spekülâtif ataklar krizi tetikleyebileceklerdir (Gülümser, v.d., 2007:187).

Bir diğer konu öngörülebilirliğin mümkün olmadığı ikinci nesil modellerde “Bulaşma” ve “Sürü Psikolojisi” kavramlarının ön plana çıkmasıdır. Bulaşıcılık kavramı Meksika’da başlayıp Arjantin’e bulaşan krizde görüldüğü gibi, bir ülkede başlayan krizin ekonomik açıdan iş birliği içerisinde olduğu diğer ülke veya ülkelere sirayet etmesidir. Sürü psikolojisi kavramı ise başlangıç nedeni ne olursa olsun yatırımcılar tarafından satın alınan varlıklara olan talebin, diğer yatırımcılar tarafından keşfedilerek bir anda artması paranın bir anda aynı yöne akması ve tam tersi durumlarda aynı anda çıkması olarak ifade edilmektedir. Bandwagon etkisi (bandwagon effects): Yatırımcıların tercihlerinin birbirleri arasında taklit edilmesi, ön plana çıkmış rasyonel olduğu bilinen yatırımcıların diğerleri tarafından takip

edilmesidir. Örneğin iletişim halinde olan üç yatırımcı olsun. Aralarında en popüler ve bilgili olan diğerlerinin ve piyasanın sahip olmadığı bir takım tüyolar sonucu, elindeki fonların değer kaybedeceğini öğrenerek satış pozisyonuna geçsin; ikinci yatırımcı piyasayı çok sıkı takip edemeyen pasif rolde olduğundan, ilk yatırımcının hareketini takip ederek, o da satış pozisyonuna geçecektir. Üçüncü yatırımcı ise, birinci yatırımcının tersine, çok net olmamakla birlikte, elindeki aynı fonların değer kazanacağı bilgisine sahip de olsa, birinci ve ikinci yatırımcının almış oldukları pozisyonlardan etkilenir; kendi bildiğinden şaşarak, o da elindeki fonları bir an önce çıkarmaya çalışır. Bu durum makroekonomik yapıları istikrarsız ve kırılgan, spekülative ataklara karşı savunmasız ve her an krize müsait ülkelerde yatırımcıların her daim tetikte beklemeleri ile alakalıdır. En ufak bir olumsuz fısıltıda yatırımcılar paralarını, getirilerini kaybetmeden kurtaracak şekilde satış pozisyonu alacaklardır (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998:19-20).

Uzun dönemde hükümet politikalarının istikrarlı kalamamaları sabit kurdan eninde sonunda vazgeçileceği anlamına gelmektedir. Ekonomik tercihlerdeki değişiklikler finansal krizlere zemin hazırlamaktadır. İkinci nesil modellerde daha ziyade spekülative ataklar üzerinde durulsa da sonuç yine uluslararası sermayeyi ülkelere çekmek isteyen hükümet politikalarının hazırladıkları tabandan kaynaklanmaktadır. Ekonomi politikaları ile döviz kuru politikaları arasındaki senkronizasyon finansal krizlerin her daim tetikte kalmalarına neden olmaktadır (Akdiş, 2000:97-98). Krugman, hükümetlerin devalüasyon yoluna gitmelerinin sebebini iki temel faktörle açıklamaktadır. Birincisi uygulanan sabit kur rejimi sonucu büyük miktarlarda iç borçlanma oluşması, ikincisi ise işsizlik oranının çok yükselmesidir. Sabit kur rejimi uygulanırken para arzını arttırılamayacağından işsizlik daha da artacaktır.

İkinci nesil kriz modellerinin ortaya çıkması banka krizi ve/veya döviz krizi şeklinde gerçekleşir. Spekülative saldırılara karşı savunmasız olan ikinci nesil kriz modelleri kamunun yanı sıra özel sektörde de görünür. Özellikle bankacılık sektöründe görülen açık pozisyonlardaki artış, kredilerin geri dönüş oranlarındaki azalış ile riskliliğin artması ve menkul değerler üzerinde oluşturdukları dalgalanmalar da reel sektörün likidite sıkıntısı çekmesine ve piyasalarda daralma oluşmasına neden olacaktır. Dolayısıyla bankaların aktifleri bozularak bilançolar kötüleşir. Banka mevduat sahipleri hemen tasarruflarını çekmeye başlayacak bankaların likidite krizi

yaşamalarına neden olacaklardır. Döviz pozisyonlarındaki azalmalar, rezervlerin boşalması, banka krizine sebep olacaktır (Eren, Süslü, 2001:662-674).

“Döviz krizleri çoğunlukla sabit döviz kuru programlarının sürdürülememesinden ileri gelmektedir. Döviz kuru çıpasına dayanan bu modelde enflasyonun düşmesi ve yerli paranın aşırı değer kazanmasıyla; ihracatın azalmasına, ithalatın dolayısıyla cari açıkların artmasına neden olur. Eğer ülke sabit döviz kurundan vazgeçmezse döviz krizi kaçınılmazdır. Bankacılık veya döviz kuru şeklinde ortaya çıkan finansal krizlerin oluşum sebepleri kısaca şöyle sıralanmaktadır; sürdürülemeyen makroekonomik yapı, ters seçim ve ahlâkî yapıda bozulma, finansal serbestleşme ve sürü psikolojisi.” (Eren, Süslü, 2001:662-674).

“Birinci nesil kriz modelleri 1994 Meksika krizini açıklayabilmiş, fakat 1992-93 Avrupa Para Krizi (ERM) konusunda yetersiz kalarak ikinci nesil modellerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. İkinci nesil kriz modelleri ise; kendi kendini besleyen spekülâtif durumlardan ortaya çıkan Avrupa para krizlerini (ERM) açıklayabilmiş, fakat 1997 Asya krizini açıklayamadığı görülmüştür. Krugman ikinci nesil kriz modellerinin 1997 Asya krizini açıklayamaması üç nedene bağlamaktadır; birincisi para arzı, yüksek enflasyon, bütçe açıkları, ödemeler dengesindeki bozulma, istihdam ve işsizlik gibi faktörlerin hiçbiri krizin ortaya çıktığı Asya ülkelerinde görülmemiştir; ikincisi para krizleri çıkmadan önce, hem para piyasasında hem de reel piyasalarda müthiş bir canlılık yaşanmış, bu canlılık fiyatların artmasına neden olmuştur ve üçüncüsü ise; para krizlerindeki finansal araçların etkisidir” (Işık, 2004:265).

2.6.3. Üçüncü nesil modeller

Para ve bankacılık krizlerinin aynı anda yaşandığı 1997 Asya Krizi`nde ortaya çıkan birinci ve ikinci nesil modellerin kapsamını aşan kriz modelidir.

1996 da bütçe fazlası veren Tayland`da, 1997 yılında ortaya çıkan kriz, yine 1996 da bütçe fazlası veren Kore başta olmak üzere Endonezya, Malezya ve Filipinlere sıçırıyor. Bu dönemde Endonezya`nın bütçesi denk durumdadır. Malezya ve Filipinlerin ise bütçe açıkları GSMH`larının yüzde 0,5`i kadardır. Maliye politikaları gayet düzgün olan Asya ülkelerinde, işsizlik oranı da oldukça düşük olduğundan sabit kuru korumalarına karşılık bir engelleri bulunmamaktadır. Gerçekleşen kriz akabinde hükümetin devalüasyona giderek büyüme üzerindeki baskıyı kaldırmasına karşın, krizle birlikte bu ülkelerin ekonomilerinde bir daralma durumu söz konusudur. Şu halde Asya`da meydana gelen kriz birinci ve ikinci nesil kriz modelleriyle açıklanamamaktadır.

1996 yılında başlayan 1997 yılının başlarına kadar devam eden Asya ülkelerindeki büyüme, uluslararası sermayenin bu ülkelere akmasını sağlamış ve ülkelerin yatırımlarına ciddi katkılar sağlayarak büyümelerine ivme kazandırmıştır. Ancak 1997 başlarından itibaren Tayland`da başlayan ters akıntı sermayenin geldiği hızla söz konusu ülkeleri terk etmeleri suretiyle bölgesel, bulaşıcı bir finansal kriz ortaya çıkarmıştır. Halbuki ekonomik göstergelerde bir bozukluk yoktur buna karşın kriz aynı zamanda bankacılık krizinin de para krizinin de özelliklerini taşımaktadır. Bu yeni kriz türünü açıklayabilmek için üçüncü nesil kriz modeli geliştirilmiştir. Ülkeler arasında bulaşma özelliği taşıyan bu kriz modeli Krugman (1998)'ın "Hükümetin Ahlaki Risk Yaklaşımı" ve Sach (1998a ve 1998b)'ın "Finansal Atak Yaklaşımı" tezlerinde oluşturulmuştur. Latin Amerika ve Asya krizini açıklama ihtiyacına istinaden oluşturulan üçüncü nesil kriz modelleri, bankacılık krizleri ile para krizlerinin etkileşimini (ikiz kriz); bir sektörde başlayan krizin diğer sektörlerle de hızla yayılmasını (yayılmacı) ve en nihayetinde bu sürecin bir kısır döngüye dönüşmesini ifade eder (Durmuş, 2010:38).

Krugman finans sektörünün baş aktörü olarak bankaları gösterir. Hükümetlerin bankalara garantörlük yapması, bankaların yükümlülüklerini desteklemesi; piyasadaki reel dengenin bozulmasına ve "Ahlaki Risk" sorununun ortaya çıkmasına neden olur. Bankalar kredi faizlerinden elde ettikleri kâr ile çalışırlar. Daha çok kredi vermek daha fazla gelir elde etmek anlamına gelmektedir. Bir kredide risk oranı arttıkça karşılığında elde edilecek faiz oranı da yüksek olur. Bankalar riskli kredi oranlarını genişlettikçe finansal aktiflerin fiyatları da beraberinde artış gösterir. Ortaya "Finansal Balon" olarak nitelendirilen aşırı derecede şişmiş bir finansal piyasa çıkar. Bu durum uzun süremez, beklenen finansal balonun patlaması sonucu aşırı yükselen aktif fiyatları daha hızlı bir düşüş yaşar; özellikle yüksek risk gurubu kredilerin geri dönüşü gerçekleşmez. Bankalar kredilerinden dönüş alamayınca ciddi bir likidite sıkıntısına girer ve yükümlülüklerini yerine getiremezler. Ulusal düzeyde ödeme sistemi bozularak bankacılık krizi oluşmuş olur. Bankaların aktif fiyatlarının düşmesiyle, kredilerinin batması sonucu girdikleri likidite darboğazı para krizinin tetiklenmesine neden olur (Işık, 2004:265).

Para ve banka sektörlerindeki eş anlı gerçekleşen problemleri çözmeye çalışan Krugman (1998) üçüncü nesil modellerde menkul kıymetler piyasasındaki yatırım

patlamasını ve etkilerini araştırmıştır. Doğu Asya ülkelerindeki (1997) para krizleri ve cari açık krizlerini açıklamaya çalışan üçüncü nesil model, parasal faktörlerin üzerinde durmayan, reel bir model olup, uluslararası sermaye hareketlerinin tam ve serbest olduğu bir sektörlü büyüme modelidir. Bu modelde hükümet bankalara dolaylı ya da dolaysız garantörlük yapar, bankalar da sıkı bütçe kısıtlamaları olmayan ve aşırı değerlenmiş şirket senetlerine teminat verirler. Bu tip bankaların bir kısmı yabancı bankaların şubeleridir. Yerli şirketlerin çoğu da yurtdışı fonlardan borçlanarak finansman elde etmektedir. Hükümet yurt dışı bankaları teşvik etmek, finans piyasasındaki dengeyi sağlamak için bankalara destek sağlamaktadır. Bu düzen bir süre sonra aksamaya başlar; finansal sistemde ahlaki tehlike problemi ortaya çıkar (Çeviş, 2005:48).

Sachs (1998a ve 1998b), bankaların borçlarının ödeme zamanının aktiflerin dönüş vadeleriyle örtüşmemesinin, bankaları nakit sıkıntısına sokacağını, aktifler geri dönmeden yükümlülüklerin yerine getirilmesinin krize neden olacağını söylemiştir.

Ardından durumu şu şekilde tasvir etmiştir:

“Böyle olağanüstü zamanlarda bankalara doğru bir hücum (bank run) başlamaktadır. Bankaların fon kaynaklarının ve bu fonları kullanım alanlarının birbirinden farklı olması; döviz krizi ile vade krizinin birlikte oluşmasına neden olacaktır ve bu krizler bankalar için bir likidite sıkıntısı yaratacaktır. Makroekonomik göstergelerde (para arzı, yüksek enflasyon, bütçe açıkları, ödemeler dengesindeki bozulma, istihdam ve işsizlik gibi) bir sıkıntı olmasa dahi krizin oluşmasına zemin hazırlayacaklardır. 1997 Asya Krizine, makroekonomik rasyolardaki olumsuzluklar sonucu ülkelerin borçlarını ödeyememesi değil, likidite sıkıntısı sebep olmuştur” (Işık, 2004:266).

“Sachs’a göre, Latin Amerika ve Güney Doğu Asya ülkelerinde kötüye giden bir durum yoktu, makroekonomik göstergeler gayet normaldi, yatırımları da temelde sağlamdı. Bu ülkelerin şanssızlığı, uluslararası kredi kuruluşlarının maruz kaldıkları olumsuzluk neticesinde finansal kırılganlık yaşamaları ve faturasını Asya ülkelerine çıkarmalarıdır. Sachs Asya krizinin sebeplerini dört ana sebeple açıklamaktadır; Asya ekonomilerinin finans, endüstri, döviz kuru politikalarındaki zayıflıkları, ahlaki risk taşıyan faaliyetlere aşırı yatırım yapılması, uluslararası sermaye piyasalarının yapısındaki zayıflıktan, orta düzeydeki sermaye çıkışının finansal paniğe dönüşmesi ve kriz oluşması, 1997 ortasında Tayland’da ve daha sonra Kore’de devalüasyon yapılması sonucu yatırımcıların bu ülkelerden kaçması” (Serin, Bastı, 2001:42).

3. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE KRİZLER

Kapitalizmin gelişme sürecinde yaşanan en büyük ekonomik kriz olan 1929 Dünya Buhranı'ndan 1960'ların sonuna kadar, 1956 yılında Süveyş Kanalı Şirketi'nin İngiltere'ye yaşattığı kriz dışında büyük boyutlu bir ekonomik ya da finansal krize rastlanmamıştır. İngiltere 1956-1957 yıllarında ödemeler bilançosu fazla vermesine rağmen uluslararası ticaretinde handikaplar yaşamış, İngiltere Merkez Bankası sterlinin değerini korumak için dolar rezervlerinin tamamına yakınına kullanmak zorunda kalmıştır (Boughton, 2001:21).

Uluslararası sermaye hareketliliğinin arttığı 1970 sonrası dönem Bretton Wood's sisteminin çökmesiyle başlayıp, iki petrol kriziyle taçlanan krizler döneminin başlangıcını oluşturmaktadır. Uluslararası düzeyde artış gösteren finansal sermaye hareketliliği hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomilerine kronikleşen finansal kriz kavramını getirmiştir. Ancak son yirmi yıla baktığımızda krizlerin gelişmekte olan ülkeleri daha çok ziyaret ettikleri görülmektedir. Bunun nedeni gelişme yönünde oldukça iştahlı olan bu ülkeler bir yandan birbirleriyle rekabet halinde olup, diğer yandan riskli bir büyüme modeli tercih etmeleridir. Gelişmiş ülkeler krizleri hem daha hafif hem daha az maliyetli hem de daha kısa sürede atlatabilmektedir. 1980'li yıllarda artan sermaye hareketliliği gelişmekte olan ülkeleri dış borç batağına sürüklemeye başlamıştır. Bu durum tüm dünya ekonomisinde ciddi sıkıntılar yaşanmasına neden olmuş, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler hep birden daralmıştır. "Yeni Dünya Düzeni" oluşturulan bu dönemde piyasanın kuralları ve işleyişi en baştan gözden geçirilerek yeni düzen oluşturulmuştur. 1990'lı dönemler daha çok gelişmekte olan ülkelerin dışa açıldığı ve sıklıkla yaşanan bölgesel boyutta krizlerin olduğu yerleşme dönemidir. Bu dönemde yaşanan krizlerin en önemlileri:

"1. Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması'nda (ERM), yaşanan krizler (1992-1993),

2. Latin Amerika'da, Meksika'daki krizin ardından ortaya çıkan Tekila Krizi (1995-1995),

3. *Türkiye`de yaşanan para ve bankacılık krizi (1994-1995),*
4. *Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya`da başlayıp (1997-1998), diğer Asya ülkelerine oradan da OECD ülkeleri dâhil geniş bir alana yayılan Asya Krizi,*
5. *Rusya ve Brezilya`da yaşanan krizler,*
6. *Türkiye`de yaşanan para ve bankacılık krizi (Kasım 2000- Şubat 2001),*
7. *Derin bir ekonomik ve toplumsal çöküşe neden olan Arjantin Krizi (2001)” (Delice, 2003:66).*

ERM krizi hariç, sıralanan krizlerde belirleyici rol oynayan göstergeler, makroekonomik bozukluklar başta olmak üzere, uluslararası sermaye hareketlerindeki yoğun giriş/çıkışlar, sabit döviz kuru politikası uygulamalarındaki ısrarcılık ve aniden kurların serbest bırakılmasıdır -Malezya dışındaki ülkeler kriz sonrası dalgalı kur rejimine geçiş yapmışlardır- . Her bir krizde ayrı bir gösterge ön plana çıkmaktadır. Krizlerin önceden tahmin edilememesi finans ve finans dışı sektörler ile, uluslararası kanaldan desteklenen yatırımlar ve bankalar ile hükümet arasındaki politik ilişkilerin stabil olmamasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca bazı politik menfaatler yurtiçi aktif kaynakların, vergilerin, hazine kaynaklarının verimli kullanılmayarak şahsi menfaatler doğrultusunda heba edilmesi ve oluşan kamu açıklarının para basılarak, yurtiçi ve /veya yurtdışı borçlanma yoluna gidilerek telafi edilmeye çalışılması sonucu oluşan ilave vergi maliyeti ile de kriz oluşumunun kuvvetli etkileşimi söz konusudur. Bir diğer parametre ise ekonomilerde enflasyonu kontrol altına alma sürecidir; hiper ya da yüksek enflasyon sürecinden fiyat istikrarının sağlanması rejimine geçiş süreci de kriz tetikleyici dönemler arasındadır (Walters, 1997:17).

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, liberalizasyon ve son noktada varılan küreselleşme olgularının maliyetleri dünya ekonomisinin yaşamsal döngüsüne kronikleşen krizler sürecini katmışlardır.

“Kaminsky ve Reinhart (1996) çok sayıda banka ve ödemeler bilançosu krizini inceledikten sonra, 26 bankacılık krizinden 18`inde önceki 5 yıllık aralıkta finansal sektör liberalizasyonu yapılmış olduğunu, finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu krizlerinin %71`ini, bankacılık krizlerinin %67`sini tam olarak açıkladığı sonucuna ulaşmışlardır. Yine M2 çoğaltanının ve yurtiçi kredilerinin nominal GSYİH`ya oranının bankacılık krizlerini arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuçlar Şili (1982), İsveç ve Finlandiya (1992), Meksika (1994) ve Asya olmak üzere birçok krizde doğrulanmıştır” (Chang and Valesco, 1998:20).

1944 yılında 44 ülkenin katılımıyla kabul edilen Bretton Woods sistemi, başlangıçta küresel ekonomik büyümeyi hızlandırsada, ABD'nin ödemeler bilançosunun sürekli açık vermesi nedeniyle dolara olan güvenin sarsılması sonucu yatırımcıların spekülâtorlerin- altına hücum etmesiyle ABD altın rezervlerinin bu durumu kaldıramaması sonucu 1971 yılında çökmüştür. 1970'li yıllar itibariyle küresel ekonomi yeni bir yüz kazanmaya başlamış, ticari dolaşım serbestiyeti, uluslararası piyasalar arasındaki sınırların kalkarak ticari bağlantıların oluşması ve ulusal paraların da serbest dalgalanmaya bırakılmasıyla uluslararası piyasalardaki yeni düzen oluşmaya başlamıştır. 1980'lerde artık yöntemi iyice belli olan liberal yapı gelişmekte olan ülkeleri uluslararası sermayeyi çekme yarışına sokarak bir dizi reform uygulamıştır.

Finansal sistemi makroekonomik istikrarsızlık unsuru olmaktan çıkartarak ulusal ve uluslararası etkinlik kazandırabilmek için, “finansal liberalizasyon (serbestleşme)” önerilmektedir. Teorik temelini Stanford okulunun iktisatçılarından Mc Kinnon'un (1973) çalışmalarından alan “Finansal Liberalizasyon Kuramı”, neo-klasik finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonudur (Önal, 2016:3).

“Finansal liberalizasyonun, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımından hareket eden teorinin temel önermesi şudur: Finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması etkin kaynak dağılımını sağlar ve ekonomik gelişmeyi hızlandırır. Dar anlamda mevduat ve faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması şeklinde tanımlanan finansal liberalizasyon, geniş anlamı ile, farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların, döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması, yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi unsurları da kapsamaktadır” (Önal, 2016:3).

Genellikle gelişmekte olan ülkelerin hükümetlerinin, gelişmiş ülkelerin uluslararası finans faaliyetlerini kendilerine çekebilmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki deregülasyon uygulamaları uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak gösterilmektedir (Ural, 2003:18). Bu durum beraberinde kur sisteminde ve faizlerde oluşabilecek riskleri arttırmış ve likidite sorununu ortaya çıkarmıştır. 1980'li yıllardan itibaren IMF ve Dünya Bankası'nın kredilerini uluslararası sermaye hareketlerini destekleyecek projelere yönlendirmesi önce gelişmiş ülkelerin sonrasında da

gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme politikalarına hızlı bir şekilde geçiş yapmalarına neden olmuştur (Karabulut, 2002:47). Gelişmiş ülkelerin daha da büyümelerine katkı sağlayan finansal liberalizasyon, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerini kırılgan, büyüme ve kalkınmada yabancı sermayeye bağımlı, kısa vadeli sermaye giriş/çıkışlarına karşı savunmasız ve dolayısıyla krizlere açık hale getirmiştir. Makroekonomik alt yapının liberalleşmeye hazır olmaması kur politikalarında ve faizlerde şiddetli dalgalanmalara neden olmakta; bu da uluslararası sermayenin ani kaçışına kapı aralamaktadır.

Tablo 1. Finansal Liberasyon ve Krizler

ÜLKE	FİNANSAL LİBERASYON	KRİZ
Arjantin	1977	03/1980-05/1989-12/1994-12/2001
Bolivya	1985	10/1987
Brezilya	1975	11/1985-07/1994
Şili	1980	09/1981
Kolombiya	1980	07/1982
Meksika	1989	09/1982-09/1992-09/1994
Paraguay	1990	1995
Uruguay	1976	10/1983
Güney Kore	1983	09/1997
Malezya	1991	07/1985-09/1997
Tayland	1989	03/1979-10/1993-09/1997
Filipinler	1981	01/1981
Kenya	1991	1993
Türkiye	1987	03/1994-02/2001-2002
Zambiya	1992	01/1995
Peru	1980	04/1989

Kaynak: Karabulut, G. (2002). “Finansal Krizlerin Nedenleri”, Der Yayınları, No 328, İstanbul.

Tablodan da anlaşılacağı gibi finansal serbestleşme süreci beraberinde krizleri getirmiştir. Uluslararası sermayenin ülkeye akması; genişleyici para politikası uygulanmasına, ülkede cari işlemler açığının artmasına, kamu bütçe açıklarına; bunların sonucu faiz oranlarının yükselmesine, kurun aşırı derecede değerlenmesine dolayısıyla dövize olan talebin artarak, döviz fiyatının artmasına neden olarak finansal krizlere zemin hazırlamaktadır.

Finansal liberalizasyon konusunun devamında, özellikle 1990'lı yıllardan sonra küreselleşme kavramının da yaygınlaşmasıyla yaşanan finansal krizlerde “bulaşma” etkisi görülmektedir. Bir ülkenin makroekonomik değerlerindeki bozukluklar, para politikası uygulamalarındaki sıkıntılar, cari açığı, kamu açıkları, bütçe dengesizlikleri ve/veya siyasi problemleri elbette ki diğer ülkelerde kriz oluşmasına neden olmaz. Ancak bir bölgede oluşan sıkıntı ya da kırılganlık veya spekülasyon hareketlenmeler dolaşımdaki yatırımcının yatırım yönünü ve yatırım kanalları direkt etkilemektedir. Bir ülkede oluşan kriz yatırımcılar kanalıyla, sermaye hareketleriyle diğer ülkelere taşınabilmektedir. Literatürde “sürü davranışı” olarak adlandırılan bu duruma farklı bir perspektiften baktığımızda ise; riskli ülkelerle birlikte çevre ülkelerden de sermaye kaçışına tanık olabiliriz bu durum da bölgesel bir krizi ortaya çıkarmaktadır (Sevim, 2012:39). Başlangıçta Tayland olan 1997 krizi önce Malezya ve Filipinlere bulaşmış, sonrasında yayılarak Rusya ve Meksika'ya sıçramış ardından iyice derinleşerek tüm Doğu Asya, Latin Amerika ve hatta Türkiye'yi etkilemiştir (Tufan, 2016:31)

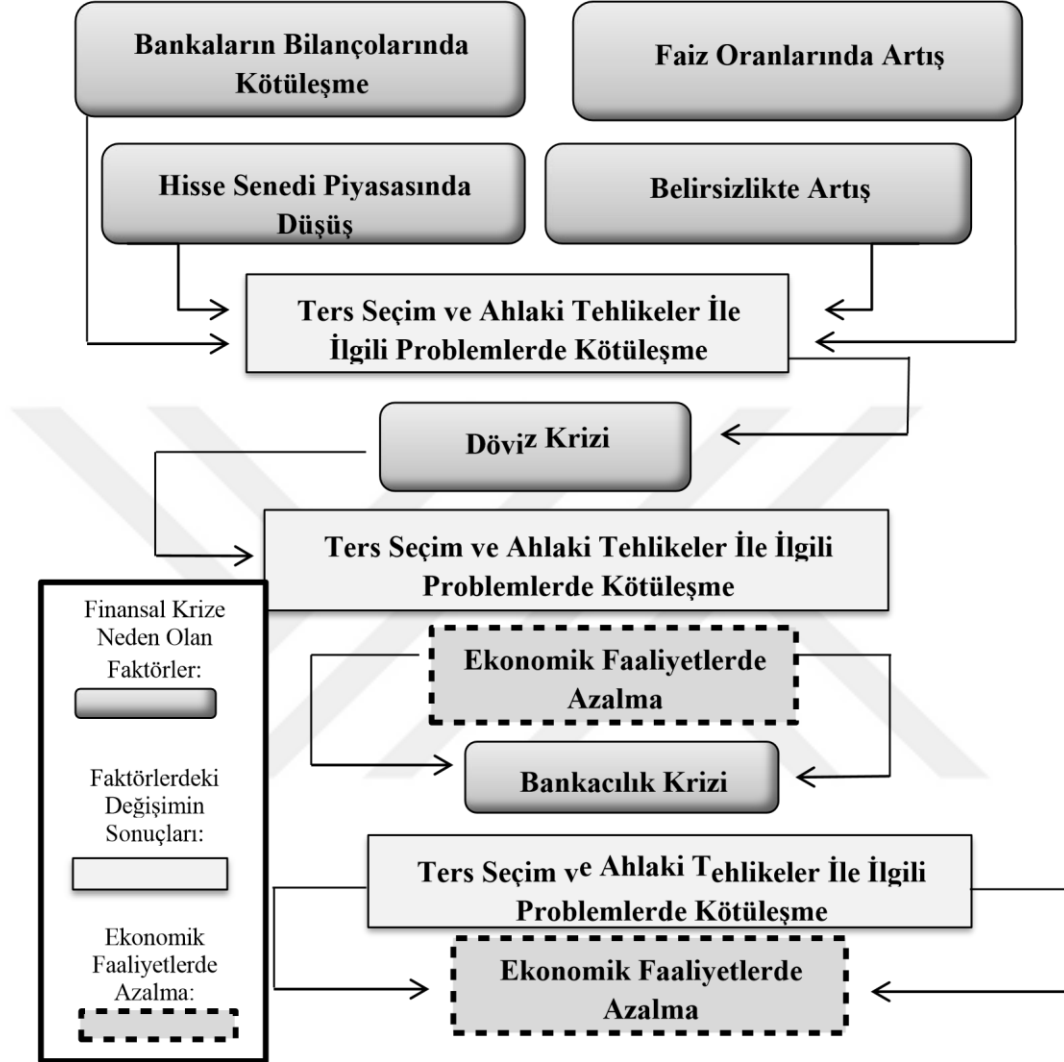
3.1. Meksika Krizi (Tekila Krizi) (1994)

Meksika 1980'ler itibariyle kamu maliyesinde düzenlemelere gitmiş, devlet bankalarını özelleştirmiş, dış borçlarını yeniden yapılandırmış, vergi düzenlemeleri, deregülasyonlar ve bir dizi finansal reform yaptıktan sonra, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nı (NAFTA) imzalayarak dış ticaretine serbestiyet getirmiştir. Bunlarla beraber faiz oranlarını serbest bırakmış, kredi sınırlamalarıyla beraber bankaların kasalarında nakit tutma zorunluluğunu kaldırmıştır (Gürsoy, 2009:165). Sonuçta GSYİH sabit fiyatlarla yılda ortalama %4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı yirmi yıldan sonra ilk defa %10'un altına inmiştir (Doğan, 2005:53).

1990'lı yıllarda "Model Ekonomi" olarak adlandırılan Meksika, IMF ve Dünya Bankası'nın verdiği ekonomi programı çerçevesinde bir dizi reformlar yaparak uluslararası sermayenin odağı haline gelmiştir. Ancak buradaki ironi söz konusu uluslararası sermayenin spekülâtif ve kısa vadeli olmasıdır. Kısa vadeli uluslararası sermayenin ülkeye nüfuz etmesi akabinde ulusal para aşırı değerlenmiş ve ihracat ürünlerini pahalı hale getirerek, ihracatın durmasına neden olmuştur. Öte yandan ithalat ucuzlanmış dolayısıyla beklenmedik bir oranda artış gerçekleştirmiştir. Nihayetinde dış ticaret açık vermeye başlamıştır. Bütçe açığının artması ve makroekonomik dengesizliklerin başlaması sonrası Meksika'da seçim kararı alınmış ancak seçim yapılmadan önce iktidar partisi başkan adayının ve genel sekreterinin öldürmesi işleri tepeklak etmiştir. Eşanlı olarak baş gösteren banka krizi; gerekli alt yapı sağlanmadan özelleştirilen bankaların dış borçlanma yoluna gitmeleri ancak geri dönmeyen kredilerde artış yaşamaları sonucu bilançolarının bozulması ve iflasların yaşanmaya başlaması sonucu yabancı yatırımcılarda güven kaybına neden olmuş, sermaye hareketleri tam ters yönde harekete başlayarak ülkeyi terk etmeye başlamışlardır. Uluslararası sermaye hareketleriyle büyüyen Meksika Ekonomisi işlerin tersine dönmesiyle krize sürüklenmiştir. Merkez Bankası, Meksika Pezo'sunun değerini kurtarabilmek için yüklü miktarda dolar almıştır ancak bu durum devalüasyon beklentisini arttırarak; faizleri yükseltmiş ve krizin daha da derinleşmesine sebep olmuştur (Tufan, 2016:33).

20 Aralık 1994 tarihinde 21. yüzyılın ilk finansal krizi Meksika'da ulusal para birimi pesonun devalüe edilmesiyle yaşanmıştır. Meksika hükümeti döviz kuru bandını %5 oranında genişletmiş, uluslararası rezervler iki gün içerisinde 5 milyar dolar erimiş, 1993 yılında 25 milyar 110 milyon dolar olan Merkez Bankası rezervleri, 1994 yılında 6 milyar 278 milyona gerilemiştir - bunun da yeterli olmayacağı düşünülerek pezo 26 Aralık'ta dalgalanmaya bırakılmıştır (Alper, 2001:54). Dolayısıyla faiz oranları fırlamış, banka portföyleri bozulmuş, pezonun değeri yarı yarıya düşmüştür. Finans krizi reel krizle birleşerek ekonomik krize dönüşmüştür ve bulaşma etkisinin ilk örneği olarak Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere tüm dünyayı etkilemiştir. IMF ve Amerika krizi atlatabilmesi için Meksika'ya 50 milyar dolar yardımda bulunmuştur (Ergi, 2001:948). Meksika, Tekila Krizini iki yılda atlatabilmiştir. Ciddi bir ekonomik daralmayla sonuçlanan Meksika Krizi sonrası enflasyon tekrar %20

seviyelerine fırlamış, faiz oranları %75'lere çıkmış, işsizlik artmış ve bu durum diğer Latin Amerika ülkelerine de sirayet etmiştir (Tufan, 2016:34).



Şekil 3.1. 1994-1995 Meksika Finansal Krizi Süreci

Kaynak: Özer, M. (1999). "Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar", Anadolu Üniversitesi Yayınları, No 1096, Eskişehir.

Şekil 3.1'de Meksika krizinin aşamaları sırasıyla gösterilmiştir. Krizin açıklanmasında kamu borcunun artışına dikkat çekilmektedir. Ardından finansal paniğin başlaması devalüasyon beklentisi ortaya çıkartmıştır. Kırılma noktası, beklentilerdeki değişikliğin sermayenin aniden ülkeyi terk etmeye başlamasıyla krize dönüşmesidir. Halbuki kriz öncesinde makroekonomik durum Meksika'da kriz beklenmesi için bir

nedenin olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla hükümet de yüksek faiz oranlarıyla borçlanabilmiştir. Ancak sonrasında almak zorunda kaldıkları devalüasyon kararı, piyasayı panik ortamına dönüştürmüştür (Özer, 1999:98).

Kriz sonrası Meksika, ekonomi politikaları ile ilgili üç temel karar almıştır.

1. Kamunun kısa vadeli döviz borçlarının yapılandırılarak, finanse edilmesi,
2. Uluslararası sermaye girişlerindeki azalmalar göz önüne alınarak kaynak dağılımının etkinliğinin yeniden planlanması,
3. Bankacılık sektöründeki deregülasyondan kısmen vazgeçerek, ödeme gücü ve mevduat karşılıklarının yeniden düzenlenmesidir.

Meksika krizi; hükümetlerin döviz borcunun rezervlerinin üzerinde olmasının kriz için en uygun zemin olduğunu göstermektedir. Makroekonomik dengenin finansal kriz çıkmayacağı garantisiz olmadığı, bankacılık ve finans sektöründeki zayıflıkların krize sürüklediğinin, yerli paraya karşı yapılacak bir spekülasyonun önlenmesi için rezervlerin dolaşımdaki para ve kısa vadeli mevduatları karşılayacak düzeyde olması gerektiğinin örneğini göstermektedir. Gevşetilmiş bir bankacılık sistemi, gizli mevduat sigortası ve kamu garantileri, mikro ekonomik bozukluklar, ahlaki riske ortam oluşturmakta ve aşırı dış borçlanma ile ekonomiyi şişirerek krize neden olmaktadır (Yay, 2001:1239).

3.2. Asya Krizi (1997)

“Doğu Asya Mucizesi” olarak literatüre geçen Asya ülkeleri 20. yüzyılın son çeyreğinde Japonya'nın da hızla gruba dâhil olmasıyla beraber ekonomik gelişmelerine ivme katmış, NICs (Newly Industrializing Countries: Malezya, Endonezya ve Tayland) ve Asya Kaplanları (four Asian Tigers: Hong Kong, Güney Kore, Singapur ve Tayvan) mahlaslarıyla nam salmışlardır. 1994-1996 yılları arasında düşük enflasyon, dengeli bütçe, kontrollü kamu borçları, yüksek oranda yatırım ve tasarruf ve artan döviz rezervleriyle hızlı bir ekonomik büyüme gerçekleştirmişler ve uluslararası ticaretteki payları da bu doğrultuda sürekli artış göstermiştir.

Peki ne olmuş da bu mükemmel tablo bozulmuştur. Asya krizinin kaynağı banka ve finans sektörüyle birlikte spekülasyon sermaye hareketleridir. Birinci ve ikinci nesil kriz

modelleriyle açıklanamayan Asya krizini kategorize edebilmek için üçüncü nesil kriz modeli, para ve bankacılık krizleri (ikiz krizler) oluşturulmuştur. Asya krizi kriz öncesinde herhangi bir belirti göstermemiştir. Derecelendirme kuruluşlarının ülke borç derecelendirmelerinde, yabancı kredilerdeki ülke risk primleri ve borsa indekslerinde kriz öncesinde bir farklılık gözlemlenmemiştir. Asya Kalkınma Bankası (ADB) ve IMF, bölgede oluşan finansal sıkışmadan bahsetmemiştir. Çünkü bu sefer kriz kamudan değil özel sektörden vurgun yapmıştır. Krizin arka planına baktığımızda 1995 yılından itibaren borçlanma ile beraber cari açıklarda, dış ticaret açıklarında hızlı bir artış görülmektedir. Özellikle özel sektörde ve bankalarda ciddi oranda dış borç artışı söz konusudur.

“Doğu Asya ülkelerinde finansal sistemin zayıf, bankacılık sisteminin problemlili, borçların büyük kısmının döviz cinsinden olması krize zemin hazırlamaktadır” (Rosengren ve Jordan, 2000:3). Öte yandan bu ülkelerde yerli ve yabancı yatırım fonları üretken yatırım alanlarına yönlendirilmemiş, hisse senedi ve menkul değer fiyatlarında yapay bir aşırı şişkinlik oluşturulmuştur” (Walker, 2000:33).

Bir diğer neden de Asya ülkelerinin büyük yatırımlarını dolar ve yen borçlarıyla finanse etmeleridir. Bu durum reel kesimi de finans kesimiyle beraber krize sürüklemiş, iç ekonomik dengelerin bozulması, ulusal paranın aşırı değer kaybetmesiyle yabancı para ile finanse edilen yatırımların durması, söz konusu borç yükünü kat kat arttırmış, borçlanmayı sürdürülemez hale getirmiştir. Bu arada Japon Yen'inin değerinin düşmesi ve Asya ülkelerinin ihrac ürünlerinin değerinin azalması krizi başlatan dışsal faktörlerin başı olmuştur. Aynı dönemde Çin devalüasyon yaparak yüksek rekabet gücüyle piyasaya girmiş ve öldürücü darbeyi vurmuştur. İlâveten bu dönemde Dünya'daki elektronik talebi de düşüş göstermiştir (Ergi, 2001:948).

2 Temmuz 1997'de Tayland Bahtı'nın devalüe edilmesiyle kriz başlamış, sonrasında Endonezya, Malezya, Güney Kore ve Filipinleri de etkisi altına almıştır. İktisatçılar artık Asya Kaplanları'ndan değil, Asya Bulaşıcısı'ndan söz etmektedirler (Toprak, 2001:111). Ulusal paraların aşırı değerlenmesi ihrac ürünlerini oldukça pahalı hale getirirken, ithal malların fiyatı ucuzlamıştır. 1995 yılında Güney Kore'de %30.7 olan ihracat hızı, 1996'da %3.2'ye, yine 1995'de Tayland'da %23.6 olan ihracat hızı, 1996'da %4.1'e gerilemiştir. İhracatın pahalılaşılarak düşmesi ülkelerde cari açığın meydana gelmesine neden olmuştur. İhracattan elde edilen gelirin azalmasıyla cari

açığı kapatmak/azaltmak için ülkeler dış borçlanma yoluna gitmek zorunda kalmışlardır. Ülkelerin tercihlerini kısa vadeli borçlanmadan yana kullanmaları kriz oluşumuna temel hazırlamıştır (Doğan, 2001:66). Bir diğer husus ise, dış borçların çoğunun kamunun dışında özel sektöre ait olmasıdır. Yani özel sektör dışarıdan aldığı borçları verimli yatırımlara dönüştürememiş, elde ettiği tasarruflarla yatırımlarını karşılayamamıştır. Başta Tayland ve Malezya olmak üzere Asya ülkelerinin deneyimsiz, krize karşı tecrübesiz olmaları sonunu tahlil edemedi iç piyasaya çok fazla kredi vermeleri krizin tüm tabana yayılmasına neden olmuştur. Devletin batan bankaları mutlaka kurtaracağına dair olan sarsılmaz inanç, mevduata getirilen garantiler, kötü kredileri arttırmış, krize uğrayan özel sektöre açılan krediler 1996-1997 yıllarında GSYİH'den daha hızlı artmıştır (Turgut, 2016:137).

Hükümetlerin ve IMF'in başlangıçta izlediği yanlış politikalar da krizin derinleşmesine neden olmuş; bütçe açıklarını ve para arzını azaltmaya, borçlarını ödeyemez hale gelen finansal kuruluşların kapatılmasına odaklanan IMF durumun daha da kötüleşmesine neden olmuştur (Özkan, 2009:36) Küreselleşmenin taşıdığı riskler, bilişim teknolojisindeki gelişmeler, spekülasyon saldırıları, uluslararası sermaye hareketlerinin istikrar bozucu yansımaları, IMF'nin finansal sistemdeki rolünü de masaya yatırarak tartışma konusu oluşturmaktadır. IMF, Dünya Bankası, Uluslararası Denkleştirme Bankası (BIS) ve G7 grubu bu sorunlar üzerine çözüm üretmeye çalışmışlardır. 1999 yılının Şubat ayında G-7 grubu tarafından, uluslararası finansal istikrarın sağlanması için ekonomik istikrar ile ilgili ulusal kuruluşları, uluslararası kuruluşları, Grupla bir araya getirerek, Finansal İstikrar Forumu (FSF) kurulmuştur. Eylül 1999'da G-20 olarak isimlendirilen G-7 ülkelerinin ve gelişmekte olan ülkelerin dahil olduğu bu guruba, G-20 grubunun içerisinde Türkiye'de dahil olmuştur.

“Kriz sonrası IMF; Tayland, Endonezya ve Kore ile Stand-By anlaşmaları yapmış; bu ülkelerin ödemeler dengesi açıklarının giderilmesi ve ulusal rezervlerinin artırılması amacıyla yönelik olarak, IMF 40 milyar dolar, Dünya Bankası ve Asya Kalkınma Bankası da 27 milyar dolar ve bunlara ek olarak da yardım kredilerinden de 58 milyar dolar olmak üzere toplamda 125 milyar dolarlık bir yardım paketi oluşturulmuştur” (Günel, 2003:1031).

Kriz sonrasında Endonezya %13.7, Tayland %9.4, Kore %5.8 oranında küçülmüş, IMF'nin araştırmalarına göre 1996 yılında 101.2 milyar dolar sermaye girişi

gerçekleşirken bu rakam 1997’de 34.2 milyar dolara düşmüştür (Pusti, 2013:54). Alınan kredilerden sonra kısa vadeli borçların vadeleri uzatılmak suretiyle yeniden yapılandırılma yoluna gidilmiş -Güney Kore özel sektörünün mart ayı sonuna kadar ödemesi gereken 24 milyar dolar tutarındaki kısa vadeli dış borç yükü uzun dönemde yapılandırılmıştır-, ekonominin ve özellikle bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına yönelik istikrar içeren politikalar oluşturulmaya başlanmış, 1997 Şubat ayı itibariyle bölgede istikrar sağlanmaya başlamıştır (Bektaş, 2010:73).

Asya krizinin uzun ve atlatılması zor bir kriz olmasının nedeni ekonomilerinin Dünya ekonomik sistemine göbekten bağlı olmasıdır. Borçlarının yabancı paralar cinsinden olması, yapılan devalüasyonlar sonrası borç oranını kat kat arttırmış, döviz spekülasyonları ortaya çıkmış; para, sermaye ve döviz piyasalarındaki dalgalanma finansal sistemi çökertmiştir (Pusti, 2013:53). Diğer yandan *“kriz, bölge ülkelerinin küreselleşme olgusu ile nasıl birbirine sıkı şekilde eklemlendiklerini görme açısından açık bir kanıt oluşturmuştur”* (Öksüz, 2001:47).

3.3. Rusya Krizi (1998)

Sovyetler Birliği’nin 1991 yılında dağılmasından sonra Rusya’da demokratik düzene geçilmiş beraberinde ekonomide liberal politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Ruble’nin değeri piyasada belirlenirken, kamu kurumları, devlete ait işletmeler bir bir özelleştirilmeye başlanmıştır. Geçiş döneminde uluslararası kuruluşlardan büyük miktarda sıcak para temin eden Rusya, bu sermayeyi yatırım yapmak yerine kamu açıklarının finansmanında kullanmıştır. Dolayısıyla gelen para verimli kullanılmamış, geri ödeme zamanı için kaynak oluşturulmamıştır. Krizin yaşandığı yıldan bir önceki yıl Rusya’ya gelen sıcak para oldukça fazla olmasına rağmen, bütçe açıkları kapatılmaya çalışılmamış, gereken reformlar yapılmamıştır. Sosyalist düzenden kapitalist düzene geçiş hızlı bir şekilde gerçekleşmiş, gerekli hukuki alt yapı oluşturulmamıştır (Saraçoğlu, 1999:27). 1996-1997 yıllarında Rusya’ya gelen uluslararası sermaye miktarı %229 oranında artış göstermiştir. Uluslararası sermaye Rusya’daki bankalara büyük miktarda düşük faizli kredi olarak gelmiş; Rus bankaları bunları iç piyasaya yüksek faiz oranlı krediler olarak kullandırmışlardır. Eş zamanlı olarak yaşanan Asya ülkelerindeki krizin resesyona dönüşmesi, Dünya petrol fiyatlarındaki hızlı düşüş, Rusya’ya akan sıcak parayı 10 milyon dolarlık kayba

uğratmıştır. Şöyle ki; Asya Krizi etkisiyle Dünya genelinde yaşanan ekonomik durgunluk, petrol talebinin daralmasına neden olmuş varil başına 10 dolara kadar düşmüş olan petrol fiyatının 5 dolara düşeceği beklentisi The Economist dergisinde kapak olacak hale gelmiştir.

“Petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüş, 90 milyar dolarlık ihracatının yaklaşık üçte biri sadece petrol olan ve 33 milyar dolarlık bütçe gelirlerinin %40’ı petrol satışlarından gelen Rusya için tam bir felaket senaryosudur. Petrol fiyatlarındaki hızlı düşüş nedeniyle, GSYİH’sinin %7.5’u (25 milyar dolar) büyüklüğüne gelmiş olan bütçe açığını finanse edebilmek için hükümet, tahvil, bono piyasalarına yönelmiştir” (Özel, 2005:93).

Petrol krizinin yaşattığı kayıp sonrası kredilerin geri dönmeye başlaması, 1998 yılı itibariyle şirket ve banka iflaslarının art arda yaşanmasına sebep olmuş, finansal piyasalarda dalgalanmalar ortaya çıkmıştır (Akdiş, 2002:7). Rusya bu dönemde gerçekleşen Asya Krizi’nden (1997) de oldukça etkilenmiştir. İç piyasalarda krediler geri dönmeye başlamıştır. Dışarıdan alınan kredilerin vadeleri gelmiş ancak karşılayacak finansman bulunamamıştır. GSYİH düşerken enflasyon giderek yükselmektedir; azalan milli gelir alım gücünü tükenmesine, yoksulluğun artmasına neden olmuştur. Ayrıca sosyalist düzenden kapitalist düzene geçmeye çalışan devletin harcamalarında yapısal sorunlar mevcuttur; yatırımlar azalmış neredeyse durma noktasına gelmiş, üretim aynı şekilde bitmiş denilebilecek kadar az, var olanlarda da kalite düşmüş; nihayetinde özelleştirmeden de beklenen fayda sağlanamamıştır. Bu sırada IMF, Rusya’dan vergi sistemini düzeltip kamu açıklarını kapatacak bir program uygulamasını istemiştir. Konu ile ilgili Rus Hükümeti’nce hazırlanan kanun tasarısı Duma’da (alt meclis) onaylanmamıştır. Bunun üzerine IMF 1998 başındaki ödemesini durdurmuştur. Sonuç; rublenin değeri iyice düşmüş, borsa sert bir şekilde gerilemiştir (Bulutoğlu, 2002:194).

Temmuz 1998’de şartlar iyice ağırlaşmış, 17 Ağustos 1998’de 1 rublenin 6 dolardan, 9.5 dolara devalüe edilmesiyle 90 günlük moratoryum ilan edilmiş, sıcak para girişlerini durdurmak için kısa vadeli sermaye hareketlerine yasak getirilmiş, devlet tahvillerine yapılacak ödemeleri durdurmuş ve IMF’den mali destek sağlayacağı bir anlaşma imzalamıştır.

Rusya Krizi’nin nedenlerini sıralarsak (Akdiş, 2000:86) ;

1. Sıkı para politikası uygulamaları sonucu, rublenin aşırı değerlenmesi,

2. Kronik bütçe açığı ve azalan iç ve dış borç stoku, bütçe açığını finanse edebilecek kaynak aranmaması,
3. Bankacılık sektörünün yeterli hukuki alt yapıya sahip olmaması, tecrübesiz olması,
4. Kayıt dışı ekonominin yaygın olması dolayısıyla devletin vergi kaynaklarının törpülenmesi,
5. Siyasi ve ekonomik rejim değişikliği nedeniyle yeni kurulan düzen için iktidar mücadeleleri,
6. Asya Krizi nedeniyle dünya genelinde hammadde fiyatlarının düşmesi ve hammadde ihracatı yapan Rusya'nın gelir kaynaklarının bu alanda da baltalanması,
7. Yine Asya krizi nedeniyle uluslararası sermayenin paralarını Rusya'dan çekmeleri yoğun sermaye çıkışı yaşanması- ülkenin döviz rezervlerinin erimesi ve Rusya'nın bu durumda mecburen faizleri arttırması, Rusya ekonomisini krize sürükleyen nedenlerdir.

Rusya'nın başarısızlığının arkasındaki temel mesele geçiş döneminde yaşanan bir takım kayırmacı politikalarlardır. Hükümet ile dev firmalar arasındaki çarpık bağlar, komünist dönemden kalma hastalıklı bürokratik yapılarla beraber, hükümetin sağlıklı bir ekonomik reform uygulamasına, bankaların ahlaklı bir şekilde çalışmasına, piyasanın kendi dinamiğinde hareket etmesine engel olmuştur (Tufan,2016:39).

Rusya'nın krizden çıkışı oldukça hızlı gerçekleşmiştir. 1999-2000 yıllarında petrol fiyatlarının yeniden artması, yerli gıda işletmelerinin ithal gıda fiyatlarını arttıran devalüasyondan faydalanmaları bu süreci hızlandıran nedenler arasındadır. Rusya ekonomisinin bankalara bağımlılığının az olması, para harici araçlarla da değiş-tokuş yapabilmeleri kriz dönemi ve sonrasındaki toparlanma döneminde piyasayı canlı tutmuştur. Piyasaya para girmesiyle de tüketicilerin talebi artmış, mevcut geriye dönük borçlar kapatılmış, ekonomi yeniden canlanmıştır. Özellikle istihdam oranında artışın başlaması, piyasa dinamiğindeki para sirkülasyonunu arttırarak düzene sokmuş ve kalkınma sürecini yeniden başlatmıştır (Güntay, 2013:62)

Sonuç; Meksika, Asya ve Rusya krizlerinde yaşanan ortak payda, uluslararası sermaye hareketlerinin, kısa vadeli olarak ülkelere nüfuz etmesi sonucu, bu ülkelerde spekülasyon

bir aşırı sermaye balonu oluşması; bu balonun söz konusu ülke ekonomilerindeki menkul ve gayrimenkullerin fiyatlarının aşırı yükselmesine sebep olması ve akabinde sürü psikolojisiyle hareket eden sıcak paranın geldiği hızla ülkeleri terketmesi; dolayısıyla aktif fiyatlarının, yükselmesinden daha hızlı bir şekilde düşmesi ve gerçekleşen banka, şirket iflaslarıdır (Doğan, 2009:46).

3.4. Brezilya Döviz Krizi (1999)

20 yıldan uzun bir süre askeri diktatörlükle yönetilen Brezilya, 1980’de demokrasiye geçmiş, 1982’de borç krizi yaşamış ve enflasyonla mücadeleye başlamıştır. Rejim değişikliği, politik-ekonomik yeni düzen, toplumsal yapı ve askeri diktatörlükten kalan kurumsal yapı borç krizi ile başlayan enflasyon sorununu çözememiş, geçiş sarsıntılarına engel olamamış, ülke hiper-enflasyonla karşı karşıya kalmıştır (Yılmaz, 2001:17). 1994 yılında sabit kur politikası, Real Planı (Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı) uygulanmaya başlanmış, özelleştirmeler yapılmış, uluslararası sermaye başarılı bir şekilde ülkeye çekilmiştir. Bunun sonucu; enflasyon tek haneli rakamlara inmiş, daraltıcı para politikası ile hızlı bir büyüme oranı elde edilmiştir.

“Brezilya’nın gerçekleştirdiği başarıyla gelişmekte olan ülkelere model olacak bir ülke konumundan krize sürüklenmesi tüm Dünya’yı şaşırtmıştır. “Real Planı” sayesinde 4-5 yıl içinde enflasyon oranını %2700’lerden %1-3 seviyelerine düşürmesi ve bununla birlikte daraltıcı para ve maliye politikaları sayesinde yıllık %4 oranında büyüme yakalaması ve başarılı özelleştirme programları ülkeyi spekülatif ataklardan koruyamıştır” (Öniş, 2003:1).

1998 yılında yaşanan Rusya Krizi ve uluslararası birçok yatırım fonunun iflas etmesi, Dünya’nın en büyük dokuzuncu ekonomisi olan Brezilya’yı krize sürükleyen temel nedenler olarak gösterilmektedir (Pusti, 2013:56). Ülke içerisindeki nedenlere bakacak olursak; uygulanan sıkı programlar sonrası ulusal parada aşırı bir değerlenme durumunun ortaya çıkması bu nedenle de incelenen diğer krizlerde de görülmüş olduğu üzere ihracatın azalması, ithal ürünlerin ucuzlaması, tüketimde meydana gelen artış beraberinde cari açığın artması, bütçe disiplini bozmaya başlamıştır. Burada kırılma noktası diğer örneklerde de gördüğümüz üzere artan cari açığın kısa vadeli sermaye girişleriyle kapatılmaya çalışılmasıdır. 1998 yılında Brezilya’da seçim olmasından dolayı da maliye politikasının genişletilmesinin sıkı para politikasıyla ters

oranlı etkileşim göstermesi uygulanan programın düzenini bozmuştur. “Brezilya, Rusya Krizi’nin oluşturduğu panik ile Ağustos 1998’i takip eden üç ayda yaklaşık 30 milyar dolar sermaye çıkışı yaşamıştır. Artık Realin devalüasyonu kaçınılmazdır. Başlangıçta %8.3 değer kaybeden Real, 13 Ocak 1999 tarihinde kurların serbest bırakılmasıyla %79 değer kaybetmiştir” (Akdiş, 2000:89).

Brezilya’da krizin en önemli nedenlerinden birinin sabit kur politikası olmasının yanı sıra 1995-1998 yılları arasında kamu açıklarında büyüme görülmüştür. Bu durum mali dengenin bozulmasında kamu kesiminin rolünü göstermektedir. 1990’da başlayan Collor Plan doğrultusunda uygulanan politikalar sonucu Brezilya kamu kesimi 1994 yılına kadar, GSYİH’sinin %2.9’u kadar fazla vermiş, sonrasında uygulanan Real Plan politikaları doğrultusunda 1994 yılından 1998’e kadar ciddi bir düşüş yaşayarak ortalama %0.2 açık vermiştir. Ocak 1999’da gerçekleşen devalüasyonlardan sonra, IMF ile anlaşmaya gidilmiş ve yapılan reformlar sonrasında da 1999-2002 arasında kamu kesimi %3.5 oranında fazla vermiştir (Uzun, 2006:221).

3.5. Arjantin Krizi (2001)

1920’lerde, dünya genelinde, kişi başına düşen milli gelir sıralamasında ilk on ülke arasında olan Arjantin, takip eden 60 yıllık süreç içerisinde kamu açıklarının ve enflasyonun artmasıyla sürekli bir gerileme hareketi içerisine girmiştir. Özellikle 1940’lardan sonra meydana gelen ekonomik durgunluğun önüne geçmek için sabit kur politikası uygulanmaya başlanmış, bu durum dünya ekonomisinde yaşanan bunalımların da etkisiyle art arda döviz kuru kaynaklı krizlerin yaşanmasına neden olmuştur (Turan, 2011:61) 1980’li yıllarda Arjantin yüksek enflasyon, yüksek kamu açıkları, parasal istikrarsızlıkla boğuşurken, 1990’lara gelindiğinde durum hiper enflasyona dönüşmüş, ulusal para çökmüş ve mali yapı tamamen bozulmuştur (Tufan, 2016:44). Bu süreçte, 1984 yılında enflasyonun %700’lere çıkmasının ardında 1985-1989 yılları arasında kapsamlı bir istikrar programı olarak The Austral Planı uygulanmış, bu plan doğrultusunda ulusal para %34 oranında devalüe edilmiştir. The Austral Planı kapsamında; sıkı para ve maliye politikası uygulanması, fiyat ve ücretlerin dondurulması, yeni bir para birimine geçilmesi, Merkez Bankasının, hazineye kredi sağlamak için para basmaması kararlaştırılmıştır (Bereber, 2006:431).

Ancak plan istenilen sonucu vermemiştir. Arjantin, The Austral Planı doğrultusunda; bütçe açıklarını azaltma yoluna gitmiş, bazı vergi oranlarını arttırmış, kamu yatırımlarını kısmış ve gelir arttırıcı önlemler almıştır. Ancak dünya genelinde birbiri ardına yaşanan krizler; Meksika, Asya, Rusya, Brezilya, uluslararası dolaşımdaki sermayeyi güvenli piyasa arayışına itmiş, spekülâtif ataklara karşı oldukça hassas bir yapıya büründürmüştür. Dolayısıyla The Austral Planı başarısız olmuştur. Arjantin, IMF tavsiyeleri ile oluşturulan, neo-liberalizmin model örneklerinden biri olmakla birlikte, Arjantin Krizi de neo-liberal içerikli küresel finansal krizlere örnek gösterilmiştir (Öniş, 2003:1). 1989'da yapılan seçim sonucu başkan seçilen Carlos Menem, neo-liberal programın dışsal versiyonunu uygulamaya koymuştur. Carlos

Menem, kurtarıcı ekonomik programı kapsamında, Mart 1991'de yeni Maliye Bakanı Domingo Cavallo ile beraber peso dolara sabitlemiş ve 1996 yılına kadar bu politikayı sürdürmüştür. Nisan 1991'de para kurulu oluşturulmuştur. Başlarda IMF tarafından sıcak bakılmayan programa daha sonraki yıllarda imzalanan stand-by anlaşmasıyla IMF'de destek olmuştur. Sonradan devreye giren IMF'nin de tavsiyeleri doğrultusunda fiyat istikrarını sağlamaya yönelik oluşturulan Konvertibilite (Cavallo) Programının temel unsurları şunlardır; para basımının uluslararası rezervdeki net değişime bağlı olması, Peso ile ABD doları arasında sabit döviz kuru uygulanması, yapısal reformların uygulamaya geçilmesi, özelleştirmeye hız verilmesi, kamu mali disiplininin sürdürülmesi için siyasi uzlaşmanın sağlanması ve Merkez Bankası'nın kamuya kredi açmasının yasaklanmasıdır (İnan, 2002:58). Bu program sayesinde Arjantin'de enflasyon üç yıl içinde düşmüştür (Ergi, 2001:49). Bu noktada ortaya çıkan problem enflasyon düşerken faiz oranlarının da düşüşe geçmesi olmuştur ve bu durum tüketim patlamasına neden olmuştur (Barry, 2001:3). Hükümetin sabit döviz kuru politikasını sürdürme maliyeti ve mali ve nakit hesapların denkleştirilmesi için de özelleştirmeden elde edilen gelirler kullanılmıştır (Öniş, 2003:4) Bir diğer yandan, neo-liberal politikalar doğrultusunda anti-enflasyonist şoklar uygulanmış; gelir dağılımını yeniden düzenleyecek karar alınmış, kamu harcamaları azaltılmış, yüksek faiz politikası uygulamaya çalışılmıştır. Tüm bu reformlar sayesinde ülkeye sıcak para akını başlamış ve ülkenin büyüme oranı ivme kazanmıştır. Ancak dış sermayeye bağlı olan bu büyüme yerel ekonominin gelişimini engellemiş ve gelişmekte olan ekonomiyi kırılgan bir hale getirmiştir. Etkin bir para politikası sağlanamaması, faiz

oranlarının yükselmesinin üretim hacmini daraltması, ülkede devalüasyon beklentisi oluşturmuş ve yabancı sermaye ülkeyi terk etmeye başlamıştır. Diğer yandan, IMF'nin tavsiyelerine en fazla uyan Arjantin'de başlangıçta başarı sağlayan, ancak büyük bir krizle sonuçlanan neo-liberal istikrar programları üzerinde derin bir şaibe oluşmuştur (Toprak, 2001:88).

1999'da Brezilya'nın devalüasyon yapması, ihracatının yaklaşık %30'unu Brezilya'ya yapan Arjantin ekonomisinin durgunluğa sürüklemiştir. Doların da değer kazanmasıyla dış piyasada rekabet gücünü kaybeden Arjantin cari açık vermeye devam etmiştir (Turgut, 2001:153). Öncesinde Rusya Krizi'nin de neden olduğu güvensiz ortam, Arjantin'den sermaye kaçışının artarak devam etmesine neden olmuştur. 2000 yılı başından itibaren GSYİH'da küçülme iyice fazlalaşmış, ekonomi daralmış, işsizlik artmış ve yatırımlar düşmüştür. S&P ve Moody's gibi bazı derecelendirme kuruluşları Arjantin'in kredi notunu düşürmüşlerdir bu durum güvensizliğin artmasına neden olmuştur (Erdoğan, 2002:74) 2001 yılında önce İspanyol Bankaları ülkeyi terk etmiştir. IMF'nin dalgalı kura geçilmesi konusundaki ısrarı nedeniyle anlaşamamaları sonucu 13 milyon dolarlık krediyi alamayan Arjantin, %41 oranında devalüasyona gitmek zorunda kalmıştır (Yatırım Finansman, 2002:51). 1 Aralık günü mevduat çekimlerinin tavan yapması sonucu bankacılık ve döviz işlemlerine kısıtlama getiren hükümet, ekonomik istikrarsızlık ve işsizlik oranının olağanüstü boyutlara ulaşması nedeniyle istifa etmek zorunda kalmıştır. Arjantin

Krizi'nin temeline baktığımızda, özelleştirmelerin iç büyüme dinamiklerinin kaybına neden olmakla beraber diğer yandan özelleştirmeler karşılığında edinilen finans kaynaklarının verimli yatırımlara dönüştürülememesi, büyüme ve hatta mevcut ekonomik istikrarın sağlanmasının dış borçlara dayandırılarak ekonominin kırılgan bir hale getirilmesi ve dolayısıyla spekülative ataklara, dış şoklara karşı hazırlıksız ve savunmasız bırakılması şeklinde bir sıralama yapabiliriz. Tüm bu kriz süresince yerel para %400 oranında değer kaybetmiştir. Ekonomi çok ciddi maliyetlere maruz kalarak daralmaya sürüklenmiştir. Arjantin, Konvertibilite (Cavallo) Programını uygulayamayacağını anlayarak moratoryum ilan etmiştir (Tufan, 2016:46). Bu dönemde

Arjantin’de hükümet harcamaları kesintilerine karşı büyük protesto gösterileri olmuş; Amerika ve IMF, Arjantin’e 12 milyar dolar yardımda bulunmuştur (Öniş, 2003:15).

Doğasında yüksek oranda risk barındıran kısa vadeli sermaye hareketlerinin bulunduğu bir ortamda, gerekli altyapı oluşturulmadan gerçekleştirilen erken neo-liberal politika uygulamasına geçiş hareketleri, kısa dönemde hızlı bir büyümeyle piyasayı yükseltse de uzun dönemde büyük bir kriz olgusu oluşturduğu defalarca gözlemlenmiştir. IMF’in küresel ekonomi oluşturmaya çalışırken uyguladığı liberalizasyon politikalarının genellikle krizle sonuçlanması da ayrıca dikkatleri çekmiştir. (Öniş, 2003:15).

Uluslararası sermaye hareketlerinin tam serbestlik kazanmasından sonra dünyada yaşanan beş büyük likidite krizi incelenmiştir. Bu kapsamda neo-liberal iktisat politikalarının finansal krizleri tetiklediği açıkça gözlenmektedir. Çalışmanın bu kısmında liberalizasyon politikalarının Türkiye’de nasıl uygulamaya konulduğu, bu süreçte sermaye hareketlerinin makro-ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri ve ardından 2000 yılı enflasyonu düşürme programı ile 2000 Kasım, 2001 Şubat krizleri incelenecektir.

4. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZLER

1929 Büyük Buhranının tüm dünyayı sarsan yıkıcı etkisinden devletçilik-korumacılık politikasıyla kurtulan Türkiye Cumhuriyeti, hızlı bir şekilde sanayileşme dönemine giriş yapmış ve Cumhuriyet tarihi boyunca ortalama 4,9'luk bir büyüme yakalamıştır.

1980 sonrası dönemde IMF ve Dünya Bankası politikaları ekseninde yürütülen ekonomi politikaları doğrultusunda uygulanmaya başlanan neo-liberal politikalar sebebiyle sermayenin ekonomi üzerindeki otoritesi artmış ve büyüme hızı düşmüştür (Boratav, 2011:53).

1929'dan sonra uygulanan devletçilik-korumacılık politikası doğrultusunda alınan tedbirlere baktığımızda dış dünyaya mümkün mertebe kapalı, dış işlemlerin sıkı bir şekilde denetime tabi tutulduğu, kendine yetebilmeyi öngören, dış pazarla alışverişini asgari düzeye indiren makro ekonomik devletçi politikaların benimsendiği görülmektedir. Bu dönemde Türk Lirası değer kaybetmesi, piyasalarda panik yaşanmasına neden olmuş ve döviz kontrolü yapacak, gerektiğinde para basacak, finansal araçlarla piyasadaki para miktarını ayarlayacak bir kurum ihtiyacı oluşmuştur. 1930'da Merkez Bankası'nın kurulmasıyla, piyasada meydana gelen kargaşanın spekülâtorlerden, döviz satışı yapan tüccarlardan ve yabancı bankalardan kaynaklandığı tespit edilmiştir. 1930 yılında Milli İktisat ve Tasarruf Cemiyeti kurulmuş; yerli malı üretimi ve tüketimi ile tasarrufa teşvik başlamış diğer yandan ithal malların tüketimi azaltılmaya çalışılmıştır (Keyder, 2011:124-125). Dış ticaretin üzerindeki artan siyasi kontroller, işlerin büyük ölçüde takas anlaşmaları ile yürümesi, Cumhuriyet öncesinde yabancılara verilen ayrıcalıklı hakların kaldırılarak kamu hizmeti veren tüm kurumların millileştirilmesi 1930-1938 yılları arasında Türkiye Cumhuriyeti'nin ihracat fazlası vermesiyle sonuçlanmıştır (Topcu, 2015:125). 1939-1948 döneminde savaş ekonomisi uygulamak zorunda kalan Türkiye, 1948 yılında

ABD ile ekonomik iş birliği anlaşması imzalamış; sanayileşme ve dışa kapalı korumacı politikadan vazgeçerek ekonomisini yabancılara açmıştır. ABD, Türkiye ile yaptığı ekonomik anlaşma doğrultusunda yaptığı yardımlara karşılık, Türkiye'nin "hür dünyanın hububat ambarı" olmasını talep etmiş ve sanayileşmeye çalışan ekonomiyi tarımda makinalaşmaya itmiştir (Cem, 2009:357). Öte yandan borcun geri dolar olarak ödenmesi teminatı, borç ile yapılan yatırımlar sonucu elde edilen gelirle yapılacak üretimin ABD'den yapılacak ithalat mallarıyla rekabet konusu oluşturmaması, alınan borç ile kurulacak üretim şirketlerinin hisselerinin çoğunlukla özel sektöre ait olması gibi şartlarla Türkiye ekonomisi 1970'li yıllara kadar ABD ve Batı Dünyası'nın montaj atölyesi olarak küresel kapitalist sisteme eklemlenmiştir.

İkinci dünya savaşından sonra İthal İkameci Sistem uygulamaya başlayan Türkiye kısmen de olsa iç ekonomiyi koruma kalkanı oluşturabilmiştir. Üretimde ara mallar ithal edildikten sonra, ülke içinde nihai mala dönüştürülerek tüketime sunulabilmiştir. Ancak üretimin bir şekilde ithalata bağlı olması döviz rezervindeki hareketlerin krize dönüşmesi hususunda oldukça kırılğan bir mekanizma oluşturmaktadır. Türkiye'nin bu dönemdeki sermayesi krediler ve yurtdışında çalışan işçilerin ülkeye getirdiği dövizler olmuştur. 1970 itibariyle İthal İkameci Politikanın sonunu getiren olayları şu şekilde sıralayabiliriz; Türkiye siyasetinde meydana gelen kutuplaşmalar, o dönemin Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği'nden gelen komünizm tehlikesinin, ABD yanlısı uygulanan ekonomi politikalarına karşı bilenmiş toplum üzerindeki ayrıştırıcı etkisi sonrasında tüm dünyada yaşanan 1973 Petrol Krizi, devam eden ABD ambargosu ve 1974 Kıbrıs Harekatıdır. Bu kaotik ortamda ekonomik kriz ve toplumsal kriz iç içe geçmiş vaziyette gerçekleşmiştir (Keyder, 2011:201).

1973-1974 ve 1978-1979 petrol şokları, istikrarsız ve değişken para ve maliye politikaları sonucu oluşan dış borç krizi, Türkiye ekonomisine küçülen bir ekonomi ve büyüyen enflasyon formu getirmiştir (Sönmez, 2005:298). Sanayicilerin kârı düşmüş, doların karaborsa fiyatı oluşmuş, Avrupa'da çalışan işçilerden gelen döviz miktarı azalmış, işsizlik artmış ve beraberinde grevler başlamıştır. Sendikalar ön plana çıkmış. Sermayedarlar ile sendikalar karşı karşıya gelmişlerdir. Karşıt görüşler arasında çatışmalar yaşanmaya başlamıştır (Keyder, 2011:231)

1980 yılından itibaren Türkiye tekrardan dışa dönük büyüme stratejisine ve serbest piyasa mekanizmasına dönüş için, ihracata yönelik sanayileşme modelini ön plana çıkararak 24 Ocak kararlarıyla uygulamaya koymuş, iç talebi kısarak, döviz fazlası oluşturma; ihracat yaparak elde edilen gelir ile makina, teçhizat ve hammadde alma planı uygulamaya başlamıştır. Bu amaçla devalüasyon yapılmış, ihraç edilecek mallar ucuzlatılarak cazip hale getirilmiştir. Kamu dış borcunun azaltılması için kamu harcamaları kısılmış, özelleştirme arttırılarak üretimde kalitenin artması amaçlanmış, ihraç mallarının rekabet gücünün arttırılması amacıyla da maliyetlerin düşük olması için ücretler baskılanmıştır (Topcu, 2015:126). 1980 sonrası ülkelerin ekonomi politikaları ABD'nin tercihleri doğrultusunda gerçekleşmiştir. Sermaye hareketlerinin öneminin ve neo-liberal politikaların yerleşikliğinin en önemli kanıtlarından biri budur. 1981 yılında finansal serbestlik kararı alınmış ve oturmamış kararsız ekonomik sistem ile eksik hukuki altyapı karşısında 1982'de "bankerler krizi" yaşanmıştır. 1984 yılında alınan karar ile Türkiye Cumhuriyeti vatandaşlarının bankalarda döviz mevduat hesabı açmalarına, 1989 yılından itibaren de sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile ülkeye her türlü yabancı sermaye giriş çıkışına izin verilmiştir (Kibritçiöğlü, 2001:4). 1984-1987 döneminde büyüme hızı ortalama %6.4 civarında iken, 1988-1989 döneminde %1.6'ya gerilemiş; net sermaye girişi 1 milyar doların altına düşmüştür (Celasun ve Tansel, 1993). Gelir dağılımı tamamen bozulan ülkede ücretler asgari geçim standartlarının çok çok altına inmiştir. 1989'da dış ticaretini serbestleştirerek, IMF'nin konvertibilite koşullarını kabul ettiğini açıklayan ancak herhangi bir resmi gerekçe sunmayan siyasi irade, dış kaynak girişleri ile ekonomiyi canlandırmayı, kamu harcamalarını ve ücretleri arttırmayı hedeflemiştir (Celasun, 2002:6). Bu noktadan itibaren senaryo diğer gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı kriz süreçleriyle hemen hemen aynıdır. Makroekonomik performans, net sermaye giriş-çıkışlarına aşırı duyarlı hale gelmiş; ekonomi dolarlaşarak, ulusal paraya olan talep azalmıştır. Yüksek kamu açıklarının, kısa vadeli sermaye hareketleriyle kapatılmaya çalışılması, faiz oranlarının yükseltilerek sermayenin ülkeye çekilmesi, düşük kur artışları; nihai olarak ülkeyi "sıcak para bağımlısı" haline getirmiştir (Kibritçiöğlü, 2001:4).

“1990’da yaşanan krizlerin temelinde ise, kamu açıklarının iç borç ile finansmanında bankaların -kısa vadeli dış borçlanmayla, yabancı para pozisyonlarını açarak ve bilanço dışı repo işlemlerini büyüterek- üstlendiği aracılık işlevinin hızla gelişmesi, bir yandan iç borçlanmanın vadesini kısaltarak, diğer yandan para politikasının iç borçlanma düzeninin sürdürülmeye çalışılması ve bu durumun mali piyasalarda nispi bir istikrar sağlama amacını ön plana çıkararak enflasyonu indirmek için uygulanacak politikaların göz ardı edilmesi, yatmaktadır” (Ekinci, 1996; Celasun, Oya vd., 1999; Togan, 2002:7).

Türkiye’de 1991 yılından sonra siyasal sistemde oluşan parçalanma; politik kaygılar doğrultusunda kamu ücretlerinde büyük artışlar gerçekleştirilmesine neden olmuştur. Kamudan sonra devlet tarım sektörüne de el atmış hem fiyatları yükseltmiş hem de destekleme alımları gerçekleştirmiştir. Finans sektöründe ise kamu bankaları aracılığıyla siyasi yakınlığı olan esnafa ve çiftçiye düşük faizli krediler sağlanmıştır. Kamu İktisadi Kuruluşlarının malları oldukça ucuz fiyattan satışa çıkarılmış ve bu kuruluşlar büyük zarara uğramışlardır. Yine 1994-1998 yılları arasındaki bu dönemde artış gösteren terör olaylarının maliyeti de ülke ekonomisine ilave bir yük bindirmiştir (Pamuk, 2014:275). Tüm bu maliyetler kamu bankaları bilançolarına “görev zararı” olarak kaydedilmiş, kamuoyundan ve meclis denetiminden gizlenmeye çalışılmıştır.

1994 yılından itibaren kamu açıkları Merkez Bankası’nın kaynaklarından kapatılmaya başlanmıştır. Hazine de yine bu dönemde Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) çıkararak ortalama %4 faizle Merkez Bankası’ndan borçlanmaya başlamıştır (Özatatay, 2014:76). Sonrasında ise şu döngü gerçekleşmektedir; Hazine, kamu bankaları ve tarımsal destekleme alımları aracılığıyla bu parayı piyasaya aktarıyor, faizler yükselmiyor, akabinde çıkarılan bir yasa doğrultusunda hazinenin merkez bankasına olan borcu siliniyor. “Bu süreçte ekonomi kısa çevrimli, mini büyüme-kriz-istikrar sarmalına sokulmuştur” (Yeldan, 2012:160). Kamu kesimi borç sınırını aşmış, tasarruf ve yatırım yapamaz duruma gelmiş, bankacılık sistemini bloke ederek, reel sektörün kaynağını tüketmiştir. Özel sektör reel üretimden vazgeçmiş, spekülasyon ataklı finans sektörüne yönelmiş, piyasa kuralsızlaşmış ve tüm ülkede gelir dağılımı bozulmuştur (Yeldan, 2012:160).

1990 sonrası on yıllık dönem tüm dünyada makroekonomik politikaların ve yaşanan krizlerin çeşitlilik sergilediği dünyanın en parlak on yılı olarak nitelendirilebilir (Stiglitz, 2003:kapak). Türkiye’de de bu dönem 1994 öncesi ve sonrası olarak ikiye ayrılmaktadır.

“1994 yılından önce kamu kesimi faiz-dışı harcamaları, kamu gelirinden daha hızlı artmış, kamu kesimi faiz-dışı dengesi açık vermiştir. Faiz-dışı açığın milli gelire oranı 1989’da %1.7’den, 1991-1993 döneminde ortalama %6.4’e yükselmiş ve kamu borç stoku giderek artış göstermiştir. Merkez Bankası borç stokundaki artışı engelleyebilmek için finansman kaynağı sağlamıştır” (DPT, 1997:70-77).

1994 krizinden sonra kamu faiz dışı dengede kısmi iyileşmeler sağlanmış, bu sefer de kamu borç stokundaki artışın kaynakları değişmiş, reel faiz oranı ile milli gelir büyüme hızı arasındaki fark, 1997 itibariyle büyüyerek yeni bir krize dönüşmüştür (Celasun, 2002:7). 1994 Krizi sonrası uygulanan 5 Nisan kararları, 1998 IMF programları çözüm sağlayamamış; 1998 Asya ve Rusya krizlerinin de etkileriyle gerçekleşen 1998 krizi Türkiye ekonomisinin ciddi bir biçimde daralmasına neden olmuştur.

Pek tabii bu durumda uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, hazır olmayan hukuki altyapı ve ekonomik taban, kökten gerçekleştirilmesi gereken reformlar yerine sıcak parayı çekici, kısa vadeli günlük çözümler üreten politik programların uygulamaya konulması ve başta ABD olmak üzere dünya ekonomik güçlerinin pazar arayışlarında gelişmekte olan ülkeleri kendilerine hedef seçmeleri Türkiye ekonomisinde ve dünyadaki diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan krizleri ortak paydada buluşturmaktadır. Ekonomiler uluslararası sermayenin peşine düşerek sanayileşme modeli büyüme yerine kısa vadeli sermaye akınlarının oluşturduğu yapay büyümeye önem vererek bir bakıma kendi sonlarını hazırlamışlardır.

4.1. 2001 Krizi Öncesi Sermaye Hareketleri ve

Makroekonomik Durum

1990’ların ikinci yarısı özellikle, makro ekonomik performans net sermaye girişi ile doğru orantılı bir konjonktür izlemiştir. Bu bağlamda kısaca ülke dışına tekrardan bakmak gerekmektedir.

1994-1995 Meksika Krizi sonrasında 1996-1997 yıllarında gelişmekte olan, gelecek vadeden ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde bir artış yaşanmış, 1997 sonlarına doğru Asya’da, 1998’de Rusya’da, 1999’da Brezilya’da yaşanan krizlerden sonra bu artış yerini daralmaya ve duraklamaya bırakmıştır. 1995’ten sonra gelişim gösteren

ekonomilerde finansal yatırımların çoğalması, bunun etkisiyle yeni yatırımcıların yeterli enformasyona sahip olmadan piyasalara spekülâtif ataklarla girip çıkmaları kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına ve hareket kabiliyetlerinin hızlanmasına neden olmuştur (IMF, 2000:14-16). Uluslararası sermaye piyasalarındaki getiri ve beraberinde artan risk farklılıkları, gelişmiş ülkelerin konjonktürünü de duyarlı hale getirmiştir. 1996-1997 yıllarındaki bolluk döneminden Türkiye’de payına düşeni almış, dış piyasada faizlerin düşmesi ile yatırımcılara sunduğu arbitraj imkânı mali sermaye girişlerinin artmasına neden olmuştur. Merkez Bankası, kısa vadeli faiz oranlarında ani düşüş ve/veya yükselmeleri kontrol altına alabilmek için bankalar arası faiz oranının istikrarını korumaya çalışmış, piyasaların kaynak faiz oranını kabul etmelerini sağlamıştır. 1998 yılında para politikası programında ise Merkez Bankası iç varlık artışını sınırlayacağını sadece dış varlıklara yatırım yapacağını duyurmuştur (Togay, 2001:76). Merkez Bankası 1996-1999 döneminde enflasyon kadar denge kur politikasına da önem vermiştir (Şişman, 2003:110). Uluslararası bankalardan kredi kullanarak kaynak sağlayan yerli özel büyük firmalar da özel sektör borçlanması ile bu dönemde ciddi büyüklükte kaynak kullanmışlardır. Yine bu dönemde bavul ticaretinden gelen dövizler, kısmen Gümrük Birliği Anlaşması’nın da etkisiyle ithalatta görülen artış ve net hizmet ihracatındaki artışlar dış ticaret açığının artmasını engellemiştir. Parasal genişleme başlamış, Merkez Bankası’nın döviz rezervleri artmış, tabi bunların artmasına kaynak oluşturan kredi stoku da beraberinde artmış; yatırımlar ve milli gelir de artış göstererek enflasyon oranı da bu artışlara uyum sağlamıştır. 1998’e gelindiğinde Rusya Krizi, Türkiye ekonomisi büyüme hızını düşürecek etkiler göstermiştir; net sermaye akımı negatife dönmüş, bavul ticareti durmuş, iç borçlanma faizleri yükselmiştir. 1998’de IMF destekli bir istikrar programı açıklanmış ancak uygulanamamıştır. 1999’da gerçekleşen büyük deprem sonrası da kamu açıkları artmış, dış borçlanma artmış ve ekonomi %6.1 oranında küçülmüştür (Celasun, 2002:9). 5 Nisan Krizinden sonra yaşanan beş yıl boyunca, krizden hiç ders çıkarılmamış gibi kalıcı çözümler üretilmeden, gününbirlik politikalarla adeta daha güçlü bir krize davetiye çıkarılmıştır (Yentürk, 2002:8).

1996-1999 döneminde Merkez Bankası’nın izlediği genel yaklaşımın unsurlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

“1. Kamu kesimi faiz-dışı dengesinde açık verilmemeye çalışılmış, 1996-1998’de kamu sektörü net dış borç ödeyici konumuna gelmiştir.

2.Kamu borçlarının iç borçla finansmanı, piyasa faizli nakit iç borç stokunun ve nominal faiz ödemelerinin hızlı artışı ile sonuçlanmıştır.

3.1999’da kamunun toplam borçlanma gereğinin milli gelirin %16’sına yakın bir seviyeye geldiği ve nakit iç borç stokunun geniş tanımlı para arzına oranının %50’ye yükseldiği ve mali sistem üzerindeki baskıların arttığı görülmektedir” (Celasun, 2002:10).

Bankaların döviz pozisyon açıkları büyümüş bu durum kur riskinin artmasına neden olmuştur. Özel ticari bankaların açık döviz pozisyonları kamu bankalarına göre daha yüksek olduğundan kur riski bu bankalarda daha fazla görülmüştür.

“1999 yılında kısa vadeli mevduatların toplam mevduat içindeki oranı %72; ortalama vadesi 11.7 ay olan nakit iç borç stokunun toplam pasife oranı %30 olmuştur (TCMB, 2001:44). 1999 sonu itibariyle, sabit getirili borçlanma araçlarının nakit iç borç stoku içindeki payı %75.8 oranındadır” (TCMB, 2002a:43).

1996-1999 döneminde yönlendirilen esnek kur rejimi ile reel kurda istikrar sağlanmaya çalışılmış, faizlerin piyasada belirlenmesine izin verilmiştir. Kamu kesimi net dış borç ödeyici konumuna gelmiştir, bu durum iç borç stokunu ve faizleri hızlı bir şekilde arttırmıştır. 1997’den sonra büyüme hızının düşmesi, sermayenin çekilmesi, iç borç stokunun aşırı miktarda artarak bütçenin reel faiz yükünü katlamıştır.

Öte yandan ekonominin dolarlaşması, enflasyonun yükseleceğine dair oluşan beklentiler iç borçlanma ihtiyacını arttırarak, vade uzatımını zorlaştırmış ve mali sistemi baskılamıştır. Para ve kur politikası mali sistem üzerindeki bu baskıyı azaltmak için iç borçlanmayı kolaylaştırma yoluna gitmiştir. Bu sayede Türkiye 1998-1999 yıllarında yaşanan dış krizlerin domino etkisinden korunmuştur.

4.2. 2000 Kasım- 2001 Şubat Krizleri

Türkiye’de gerçekleşen sermaye hareketleri ve bu doğrultuda yaşanan finansal krizlere genel bir bakış atıldıktan sonra, gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme ve dışa açılma akabinde yaşanan kriz süreçlerinin birbirleriyle hemen hemen aynı olduğu görülmektedir. Türkiye ekonomisinin en büyük sorunu iç ve dış siyasi yapıdan kaynaklanan ekonomik kısıtlardır. Başlangıcı 1990 yılında TL’nin konvertibil para

olarak ilan edilmesi ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması olan krizlerin temeli,1984 yılında getirilen döviz tevdiat hesabı açma izni ve daha da öncesinde serbest bırakılan faiz oranlarının hazırladığı taban üzerinde gelişmiştir. Finansal serbestleşme ekonominin reel kesimi ile finans kesimini zaman zaman karşı karşıya getirmiş, birindeki daralmanın diğerinde krize dönüşmesine sebebiyet vermiştir (Çelebi, 2001). Krizler tarihi sürecinde Türkiye, IMF ile bir çok kez istikrar programları yapmış ancak enflasyonu düşürme ve ödemeler bilançosunu düzeltme konularında kalıcı bir başarı sağlayamamıştır (BDDK, 2003). Ödemeler bilançosundaki açıkların kontrolden çıkması, siyasi çatışmalar ile ülkede kaotik bir ortamın oluşması, kredibilitenin ve güven duygusunun içeride ve dışarıda bir çok kez zedelenmesi, kökten çözüm üretecek yapısal reformların gerçekleştirilememesi, hukuki alt yapı eksiklikleri; enflasyonun kontrol altına alınamamasına, döviz ve faiz makasının açılmasına, bütçe açığının artmasına, iç ve dış faiz yükünün artmasına, dış borç hacminin ve taksit ödemelerinin miktarının çoğalmasına neden olmuştur (Hiç, 2009). Faiz ödemeleri ve sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferlerdeki yükselme artan kamu açıklarına, artan kamu açıkları da kronik yüksek enflasyona neden olurken, yükselen reel faizler de kamu kesimini daha da borçlandırarak borçfaiz döngüsünü oluşturmuşlardır. Aynı zamanda kamu bankalarının da görev zararları nedeniyle oluşan finansman ihtiyaçları da faizlerin artmasına neden olurken faiz ve kur riski oluşturarak banka sektörünün de kırılgan bir hal almasına neden olmuştur. Bankacılık sistemi içerisindeki kısa vadeli araçların hacmi artmış, bankalar reel ekonomiye fon kaynağı sağlayan araçlar olmaktan uzaklaşarak kamu açıklarının finansmanı rolüne bürünmüşlerdir. Bankalar çok ciddi kur ve vade riski ile karşı karşıya kalmışlardır.

Tüm makroekonomik göstergelerle beraber ekonomi bir krize doğru sürüklenirken, 9 Aralık 1999'da bir niyet mektubu verilmiş, 22 Aralık 1999'da IMF İcra Kurulu tarafından onaylanmış ve 2000-2002 yılları arasında uygulanacak bir istikrar programı oluşturulmuştur. 22 Aralık 1999'da yapılan 2000 yılı enflasyonu düşürme programı üç yıllık bir süre için hazırlanmıştır. Bu programın daha önce uygulanan istikrar programlarından farkı süreli olması ve enflasyonla mücadeleyi hedeflemesidir (İbiş, 2013:29). Merkez Bankası'nın 1999'da yayımladığı yıllık raporunda "Enflasyonu Düşürme Çerçevesinde Para ve Kur Politikaları" ana maddeleri şu şekildedir:

“1. 1 Ocak tarihinden itibaren bir yıl boyunca günlük olarak açıklanacak kur sepeti 1 ABD Doları + 0,77 Euro olarak alınmıştır.

2. T.C. Merkez Bankası, 2000 yılında kur sepeti artış oranını %20 olarak, yıl sonu TEFE artış hedefi ile uyumlu bir şekilde belirleyerek, kronik enflasyondan kaynaklanan ve enflasyonist süreci besleyen beklentilerin kırılması ve belirsizliklerin en aza indirilip buna ait maliyetlerin azaltılması hedeflenmiştir.

3. Program sırasında iki farklı kur rejimi uygulanması benimsenmiştir. Döviz kuru politikası Ocak 2000- Haziran 2001 dönemini kapsayan 18 aylık sürede “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”; bunu izleyen ikinci 18 aylık dönemde ise Temmuz 2001- Aralık 2002 “kademeli olarak genişleyen band” çerçevesinde yürütülecektir. 1 Temmuz 2001’de uygulanmaya başlayacak olan bandın toplam genişliği 31 Aralık 2001’de %7.5’e, 30 Haziran 2002’de %15’e ve 31 Aralık 2002’de %22.5’e yükseltilecektir.

4. IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde belirlenen para politikası, T.C. Merkez Bankası bilançosundaki temel büyüklükler itibariyle izlenecek ve 1999 yılı sonundan başlayarak her üç ay sonu itibariyle bu büyüklüklere ilişkin veriler performans kriterlerine esas tutulacaktır.

5. Buna göre, bilançodaki “net iç varlıklar” kalemi değerlendirme hesabındaki değişimin etkisi hariç, eksi 1.200 trilyon Türk Lirası olarak belirlenmiş ve 2000 yılı boyunca sabit tutulmuştur. Ancak bu kaleme her bir çeyrek içinde önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün, artı-eksi %5’inin belirlediği maksimum sapma sınırlarının oluşturduğu bir band içinde hareket etme imkânı tanınmaktadır. Bu esneklik dönem içinde faizlerin ani ve aşırı hareketliliğini önlemeyi amaçlamaktadır”(TCMB Yıllık Rapor, 1999).

2000 yılı enflasyonu düşürme programında finansal yatırımların getirisi üzerindeki belirsizliğin en aza indirilmesi için Merkez Bankası döviz kuru çapasını uygulamaya koyarak; enflasyonist beklentilerin azalmasını, uygulanan programın güvenilirliğinin ve sürdürülebilirliğine olan inancın artmasını, geçmişteki programların başarısızlığının şu anki izlenen programı ve gelecekteki durumu etkilemeyeceği güvencesini sağlamak ve kur riskini azaltarak sermaye girişlerinin artmasını sağlamak olarak sıralanmaktadır (BDDK, 2001).

Para politikası kanalında ise, Merkez Bankası bilançosunda yer alan sadece net dış varlıklar kalemindeki değişme parasal tabandaki değişme için baz alınmıştır. Merkez Bankası, programdaki kur politikasını desteklemek için net iç varlıklara belirli tavanlar koymuştur. Bankacılık sisteminde zorunlu karşılık oranı düşürülmüş, likidite miktarı artırılmıştır.

“Net iç varlıkların toplam para tabanının +/- %5 etrafında eşdeğer bir bant içinde gezinmesine izin verilmiştir. Merkez Bankası'nın para politikasına etkisi net iç varlıklarla kısıtlanmış ve net iç varlıklar sabit hale getirilmiştir. Para tabanı, ödemeler dengesi aracılığıyla ve para politikası likidite genişlemesini, yabancı kaynak girişine bağlayarak oluşacaktır” (TCMB, 2001).

Net iç varlıklar ve net dış varlıklar kanalından baktığımızda öncelikle ihracat sonucu elde edilecek dövizin para tabanını genişleteceği düşünülmüştür. Öte yandan ihracatçı mallarının üretimi için para talebi oluşturduğunda, ihracat kanalı ile ülkeye giren dövizin oluşturduğu parasal genişleme enflasyonist bir etki oluşturamayacaktır. Merkez Bankası'nın da para arzını arttırması ya da kısması ülkeye giren net dış varlık miktarı ile orantılı olarak ayarlanmıştır. Para kurulu uygulamasının benzeri olan bu durum, her gün değişen ancak önceden bilinen bir kurdan işlemlerin yapılması şeklinde uygulanan bir para politikasıdır (Erçel, 2000).

Bu süreçte Maliye Politikası ise; gelir arttırıcı, harcama azaltıcı tedbirler alarak, özelleştirmenin hızlandırılmasını sağlayarak, iç borçlanmada uzun vadeli, değişken faizli tahvil ihracına yönelerek, faiz dışı fazlayı arttırarak kamu borcunun GSMH'ya oranını 2000 yılında %58'lere indirmeyi ve sonrasında da kamu kesimi mali dengesinde kalıcı bir iyileşme sağlamayı amaçlamıştır.

Reel sektörde ise ücret politikası, fiyat artışları ve memur maaşları TÜFE oranına endekslenmiş, hedeflenen enflasyon oranı çizgisinde ayarlanmıştır. 2000-2002 yılları arasındaki özelleştirme planına Petrol Ofisi, Tüpraş, GSM Lisansı, Türk Telekom, Vakıfbank, Çaykur, MKEK, Eti Holding ve TEKEL'in bazı bölümleri eklenmiş, 18 milyar dolarlık özelleştirme geliri elde edilmesi planlanmıştır.

2000 yılında başlayıp, 2002'de tamamlanacak bu süreçte nihai amaç, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlamasıdır. Mevcut durumdaki uzun süreli enflasyonist baskılar ve uluslararası sermaye hareketlerinden kaynaklanan istikrarsızlıklar Merkez Bankası'nı zorunlu bir reform sürecine itmiştir. Para politikasının birincil görevi enflasyon hedeflemesi olmuştur.

“Enflasyon hedeflemesi rejimi; Merkez Bankası'nın sürdürülebilir fiyat istikrarını sağlaması için, para politikasının, makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefine dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklindeki para politikası uygulamasıdır” (Altınok ve Çetinkaya, 2001:156).

“Bu kapsamda temel hedef tüketici enflasyonunu; yapısal reformlarla desteklenen, tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılında %7 ye indirmektir” (TCMB, 2013).

1996-2001 dönemi Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel, 19 Ekim 2000 tarihinde “Enflasyon Hedeflemesi” konulu açılış konuşmasında, enflasyon hedeflemesinin para politikasının şeffaf, güvenilebilir ve öngörülebilir olmasını sağlayacak temel koşullarını şu şekilde sıralamaktadır; enflasyona ilişkin orta vadeli rakamsal hedefler önceden kamuoyuna açıklanmalıdır; diğer nominal hedefler bir tarafa bırakılarak, fiyat istikrarı para politikasının tek hedefi olarak kabul edilmelidir; para politikası stratejisinde şeffaflığın artırılması, para otoritelerinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalar bilgilendirilmelidir; merkez bankası kurumsal anlamda da operasyonel anlamda da bağımsızdır; uygun politika araçları geliştirilmelidir; para politikası aktarım mekanizması iyi anlaşılmalıdır; orta ve uzun dönemli enflasyon öngörüsü için güvenilir bir model geliştirilmelidir (Altınok ve Çetinkaya, 2001:156).

“Erçel, 2000 yılı enflasyonu düşürme programını da üç temel unsura dayandırmaktadır, bu unsurlar; programın başında kamu kesimi temel fazlasının yüksek tutulması, yapısal reformlar ve tutarlı gelir politikaları ile desteklenmiş döviz kuru ve para politikalarından oluşmaktadır” (Erçel, 1999).

Burada işaret edilen nokta enflasyona sebep olan kamu kesimi dengesizliğinin giderilmesinin amaçlanmasıdır (Akkuzu, 2003:96). Enflasyonla mücadele temeline dayanan programın diğer amaçlarını da kısaca şu şekilde sıralayabiliriz; ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak, reel faiz oranlarını düşürmek, ekonomik kaynakların etkin ve adil dağılımını sağlamak, özelleştirmeye hız vermek, bankacılık sisteminin hukuki alt yapısını düzenleyerek güçlendirmek, mali yönetimde şeffaflığı sağlamak, vergi politikası ve idaresi ile sosyal güvenlik reformları yapmak (İbiş, 2013:28).

Cumhuriyet tarihinin en sarsıcı krizleri olan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin çıkmasını engelleyemeyen bu programda; tarımsal desteklemede doğrudan gelir sistemine geçilmesi, girdi ve kredi desteklerinin azaltılması, kamu mali yönetiminde şeffaflık ve kamu bankalarının yeniden yapılandırılması gibi alt yapı düzenlemeleri de planlanmış ancak uygulamaya koyulmada başarıya ulaşamamıştır. Programın

başarıya ulaşamamasının ve peş peşe çok ağır maliyetleri olan iki krizin yaşanmasının nedenlerine bakıldığında, bankacılık sisteminin ağırlığı ön planda görülmektedir.

Denetimin yeterli olmaması, bankaların uygulanan istikrar programına sadık kalmaması, gerek bankacılığın geçmişten gelen alt yapı sorunları, gerek de enflasyonu düşürme programında ortaya çıkan uyum sorunları ve likidite yönetiminde de Merkez Bankasının rolünün kısıtlanması, sistem akışının kilitlenmesine neden olmuş, Kasım Krizi öncesi bankalar ciddi bir likidite sıkıntısı içine girmişlerdir. Likidite sıkıntısı döviz talebini arttırmış, uygulanan döviz kuru politikasına da güven azalmıştır. 1990'lı yıllardan başlayan siyasi istikrarsızlıklar ve çatışmalar da ülke ekonomisini kırılganlaştıran, piyasada güven oluşmasını engelleyen bir etki oluşturmaktadır. Diğer yandan cari işlemler açığının artışı engellenememiş, faizler artmaya devam etmiş, TL aşırı değerlenmiş, mali sektörün sermaye yapısı kırılganlaşmış, kamu bankalarının görev zararı artmıştır. Dolayısıyla en başından 2000 yılı enflasyonu düşürme politikasının sağlam bir temele oturtulmadan uygulanmaya çalışıldığı anlaşılmaktadır.

4.2.1. 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı sonrası Kasım 2000 krizi

Öncelikle 2000 yılı enflasyonu düşürme programının eksikliklerine ve ülke ekonomisini Kasım 2000 Krizi'ne nasıl sürüklediğine bakıldığında ayarlanabilir döviz kuru uygulamasının temel yanlışlıklardan biri olduğu görülmektedir. Bu uygulamanın beraberinde getirdiği sorunlar şu şekildedir (Parasız, 2001:427):

- Ücretlerin ve ticarete konu olmayan malların yavaş ayarlanması nedeniyle ticarete konu olan malları üreten sektörlerin kârları azalmış ve TL'nin değeri artmıştır.
- Döviz kurlarının sabitlenmesi ödemeler dengesi krizine neden olmuştur. Uygun para ve maliye politikaları uygulanmadığından ülke parası reel olarak değerlendirilmiş, kısa dönemde ticarete konu olan malların üretim hacmi daralmıştır. Dolayısıyla cari işlemler açığı artmış, döviz rezervleri azalmıştır.
- Faiz oranları yeterince yükseltilemediğinden sermaye çıkışı gerçekleşmiş, parasal daralma ile beraber ödemeler dengesi krizine neden olmuştur.
- Merkez Bankasının para basımı sınırlandırılmış, iç varlıklarına sınır getiren sıkı para politikası uygulamaya başlamış, parasal tabanın genişlemesi net dış varlıkların artması ile sınırlandırılmış; Merkez Bankası Para Kurulu gibi çalışmaya

başlamıştır, parasal tabanlı kısa vadeli sermaye giriş-çıkışları denetimsiz kalmıştır (Yeldan, 2001:185). Bu sistemde para kurulu, döviz rezervi ile yabancı varlıklarına orantılı olarak piyasaya likiditeyi sabit kurdan dövizlerin değişimi ile sağlayan bir kurul niteliğindedir. Reeskont ve açık piyasa işlemleri uygulayamaz ve piyasaya kredi veremez. Parasal taban ödemeler dengesine bağlı olarak artar. Para Kurulu sermaye hareketlerini kontrol edemez, ulusal paranın aşırı değerlenmesini önleyemez (Aykın, 2001: ocak-nisan, 3) 115. Kısa süreli sermaye girişi, parasal genişleme ve enflasyona neden olmakta, çıkışı esnasında da önce finans sektörü ardında da reel sektör ciddi mali kayıp yaşamaktadır. Merkez Bankasının pasifize edildiği bir sistem, sermaye hareketlerinin risklerine daha açık bir halde bulunmaktadır (Pamuk, 2006:115)

Başlangıçta, programın ilk yarısında ekonomik göstergelerde iyileşmeler görülmektedir. Enflasyon oranı 2000 yılında TEFE'de %32.7, TÜFE'de %39 olarak gerçekleşmiş, 1999 yılında yaşanan depremin de etkisiyle %6.1 küçülen ekonomi, 2000 yılında %6.1 büyümüştür (Toprak, 2001:195). Yine ilk yarıda görülen reel faizlerdeki düşüş, bankaların tüketici kredilerini genişletmelerine ve dolayısıyla tüketimin artmasına neden olmuştur. Bu sırada aşırı değerlenen yerli para karşısında ithal mallarının değeri ucuzlamış, iç talep ithalatı uyarılmış ve bu durum da cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiştir (Akkuzu, 2003:101). 2000 yılında ihracat %3.4 artış göstererek 27,5 milyar dolara çıkarken, ithalat %32.7'lik bir yükselişle 54 milyar dolara çıkmış; dış ticaret açığı %89.1'lik artışla 27 milyar dolar rekoruna ulaşmıştır (DPT, 2001). Ayrıca kur çapası da tüketim malı ithalatında aşırı bir artış yaşanmasına neden olmuş, bu durum talep enflasyonunu arttırmış, fiyatlardaki artış saptanan döviz kurunun üzerine çıkmıştır. Sonuç olarak TL iyice değerlenmiş, ihracatta rekabet gücünü kaybetmiş, bu durum dış ticaret açığının artmasına neden olmuştur (Pamuk, 2006:117).

Sermaye hareketleri açısından programın etkilerini incelediğimizde, yılın ilk yarısında uluslararası kuruluşların programa destek olmaları ve merkezi çevrelerin programın yürütüleceğine dair kararlılıklarını kamuoyuna duyurmalarının etkisiyle Eylül ayına kadar 11.2 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir (TCMB, 2000:50). Eylül ayından itibaren kaçaklar başlamıştır. Yıl boyunca Hazine 7.5 milyar dolar tutarında

tahvil piyasaya sürerek sermaye girişlerine davetiye çıkarmıştır ve piyasaya sürülen tahvil tutarının yarısı uzun vadeli ayarlanmıştır (TCMB, 2000:49).

Yılın ilk yarısında para ve maliye politikasına ilişkin hedefler gerçekleştirilmiş ancak dengeler bozulmaya başlayınca tavizler verilmiştir. Merkez Bankası'nın dış varlıklarla likidite oluşturmaya çalışması sonucu Kasım ayında dış varlıklarda ciddi azalmaların görülmesiyle sonuçlanmış nihayetinde Merkez Bankası net iç varlıklar tavan değerini ihlal ederek piyasaya likidite sağlamıştır. Eş anlı olarak enflasyon oranı ve cari işlemler açığındaki beklenmedik artışlar piyasada ciddi bir güven kaybı oluşmasına neden olmuştur. Sermaye ülkeyi terk etmeye başlamış, döviz talebi artarak Merkez Bankası'nın rezervlerini eritmeye başlamıştır. Kasım ayı itibarıyla para politikasının en önemli aktörleri Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezerv kalemleri 2000 yılı enflasyonu düşürme programı hedeflerinden sapma göstermişlerdir. Bu arada özelleştirme programından da istenilen verim elde edilememiş, özelleştirme gelirleri hedeflenenin yarısına ulaşabilmiştir (Akkuzu, 2003:105).

4.2.2. Kasım 2000 Krizi

2000 yılı enflasyonu düşürme programı yılın ilk yarısı kısmen bir iyileşme sağlamış ancak, ikinci yarıda bir takım olumsuz gelişmelerle beraber tikanıklıklar başlamış ve programın sürdürülemeyeceği anlaşılmıştır. Ülkeden sermaye kaçışının başlaması kasım ayında likidite sıkışıklığının krize dönmesine neden olmuştur. Merkez Bankası programın dışına çıkarak piyasaya müdahale etmek zorunda kalmış, bu durum ciddi sermaye çıkışına neden olurken, beraberinde döviz talebini ve kuru da arttırmıştır. Yılın ilk yarısı görülen iyileşme halinin ikinci yarıda terse dönüp, krize neden olması; yapısal reformların gerçekleştirilememesi, Merkez Bankasının yetkilerinin kısıtlanarak para kurulu gibi çalışması ve gerektiği zamanlarda sermaye giriş çıkışlarını kontrol altına alacak müdahalelerde bulunamaması, bankaların açık pozisyonlarının giderek artması ve bu açıklarını kapatabilmek için döviz taleplerini arttırmaları ve döviz alabilmek için de TL taleplerini arttırmaları, bu gelişmelerin yerli ve yabancı yatırımcılarda spekülasyon atakları tetiklemesi ve yatırımcıların birbirlerini etkileyerek yayılmacı bir psikolojiyle geniş hacimli sermaye kaçışlarının yaşanması şeklinde kabaca sıralanabilmektedir (Kazgan, 2002:456). Yükselen piyasaların hepsinde görülen kur-bazlı uygulanan istikrar programlarında cari açık sermaye

girişlerine bağlıdır, sermayeyi çekmek için kur çıpası uygulanarak kur belirsizliği ortadan kaldırılmış olur, bunun sonucunda yerli para aşırı değerlenmiştir. Sıcak paranın -kısa vadeli sermaye girişleri- dış açık üzerinde bu kadar etkili olması da Merkez Bankası'nın politik manevra kabiliyetini kısıtlamaktadır. Bir yandan kur nominal çıpası uygulanan, diğer yandan ulusal parası değerlenen ülkelerde oluşan arbitraj fırsatından yararlanmak isteyen yatırımcılar sermaye akını oluştururlar ancak aşırı değerlenen ulusal para karşısında kaçınılmaz bir devalüasyon beklentisi olduğu anda da bu yatırımcılar geldiklerinden çok daha hızlı bir şekilde ülkeyi terk ederler.

Sonuçta kur ters yönde faiz oranları ile birlikte fırlar ve hedef aşımı gerçekleşir (Akyüz ve Boratav, 2002:2). 2000 yılının ilk yarısı kamu borçlanma faizlerinin enflasyon oranının ve TL'nin aşınma değerinin üstünde olması bu dönemle gelen sıcak para için çekici bir güç oluşturmuştur (Boratav, Yeldan, 2001:11).

2000 yılının ilk on ayında 15.2 milyar dolarlık net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu rakamın 5.7 milyar doları hazinenin tahvil ihracı karşılığında oluşurken, kalan kısmı ise ulusal bankaların yabancı bankalardan aldığı uzun (3.2 milyar dolar) ve kısa (3.6 milyar dolar) vadeli kredilerden oluşan borçlanmalardır. İlk on ay içerisinde gerçekleşen sermaye akını 2000 yılı dış borç stokunu 12.8 milyar dolar arttırmıştır. Buraya eklenmesi gereken husus dış borç stokunun artmasında kur arbitraj farkından faydalanmak isteyen yerleşiklerin yurtdışına çıkardıkları 5.3 milyar dolarlık bir sermaye çıkışının da etkili olduğudur. Yerleşiklerin yurtdışına çıkardıkları sermayenin yarıya yakını net hata ve noksan kaleminden oluşmaktadır. 2000 yılı enflasyonu düşürme programına güvenini kaybeden yabancı sermayedarlardan önce yerli yatırımcılar olmuştur (Boratav, 2001a:4-5).

Kısa vadeli dış borçların Merkez Bankaları rezervlerine oranı, para krizleri için öncü gösterge niteliğindedir. Rodrik ve Velasco (1999) bu oranı %60 olarak belirlemektedir. Türkiye'de bu oran 1989 yılından beri %100'ün altına düşmemiştir. 2001'in Haziran ayında %112 olan kısa vadeli dış borç/Merkez Bankası Rezervleri oranı 2001 Aralık ayında %145 seviyesine yükselmiştir (Yeldan, 2001c:41). Ödemeler dengesi dış borç açığının, milli gelire oranının %4'ü aşması öncü göstergeler açısından "tehlikeli bölgeye" girildiğini göstermektedir. Türkiye krizlerinde de bu oran hep %4'ün üzerinde seyretmiştir (Celasun, 2001:171). Diğer yandan yerli paranın kısa

vadede (2 yıl gibi) %25'in üzerinde değerlenmesi de tehlikeli bölgeye girildiğine işaret etmektedir (Dornbusch, 2001:3).1998 yılında TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi 120.9' olup (1995-100), Kasım 2001'de ise 146.5'e fırlayarak iki yılda 25 puan artış göstermiştir (Akkuzu, 2003:108). Tüm bu öncü göstergeler ışığında 2000 yılı ilk on ayı boyunca gerçekleşen sermaye girişleri, Kasım ayında 5.2 milyar dolarlık sermaye çıkışına dönüşmüştür (Boratav, 2001a:5).

“Merkez Bankası rezervleri 17-24 Kasım aralığında 3 milyar dolar, 14 Kasım-1Aralık aralığında ise 2.5 milyar dolar olmak üzere 5.5 milyar dolarlık kayba uğramıştır. Brüt döviz rezervi 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara inmiştir” (Uygur, 2001:6).

Kasım 2000 Krizinin yaşanmasının bir diğer nedeni de bankaların açık pozisyonlarının 20 milyar doları bulmasıdır. Ziraat Bankası ve Halk Bankası görev zararları 1999'da 19 milyar dolar iken, 2000 yılında 21 milyar dolara çıkmıştır. Kamu bankalarının görev zararlarının GSYİH oranı %8,2'den %11,4'e fırlamıştır (OECD, 2002: Şubat). Likidite krizi öncesi finansal sistem iyice kırılgan bir hale gelmiştir. Piyasada likidite sıkıntısı başlar başlamaz bankalar pozisyonlarını kapatmaya çalışmış, kamu kağıtlarını ellerinden çıkarmaya başlamışlardır. Elinde en çok DİBS (devlet iç borçlanma senedi) bulunan Demirbank'ın bunları satmaya başlaması, devalüasyon beklentisi oluşturmuş ve piyasada bir telaş çıkarmıştır (Ertuğrul ve Selçuk, 2001:20). Demirbank fona devredildiğinde 300 milyon dolar sermayesi, 4-5 milyon dolar kamu kağıdı elinde bulundurmaktaydı (Keyder, 2001:39).

Kasım ayında artık iyice açığa çıkan likidite krizi sonrası gecelik faizler rekor seviyelere çıkmış, spekülasyon hareketleri başlamış, Merkez Bankası programın dışına çıkarak Net İç Varlıklar tavanını yok sayarak piyasaya likidite aktarmıştır. Açık piyasa işlemleriyle piyasaya likidite pompalayan Merkez Bankası'nın bu hamlesi döviz talebini arttırmıştır. Piyasanın tedirginliği geçmemiştir. Merkez Bankası Net İç Varlıklar tavanı uygulamasına geri döneceğini açıklamış, IMF'den Ek Rezerv Kolaylığı adı altında 7.5 milyar dolar kredi almaya karar vermiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2002:275). Bu arada Demirbank tüm alacak ve borçları devlet garantisi altında olmak üzere TMSF'ye devredilmiş ardından bütün bankalardaki mevduat ve borçlar devlet garantisi altına alınmıştır. Böylece yabancı bankalar geri dönmeyen kredilerin risklerini de üzerlerinden atmışlardır. Bu uygulama “ahlak-dışı yutturmacanın” resmiyet kazanmasıdır (Boratav, 2001b:2).

Kasım Krizi'nden sonra IMF'den sağlanan ek kredi ve destek ile faizler aşağıya çekilmiş ve sermaye çıkışı durdurulmuştur. IMF bu desteğiyle, Kasım Krizi atlatıldıktan sonra programa tekrar geri dönülmesi gerektiği fikrini ve olumlu sonuçlar elde edilebileceğine dair inancını ortaya koymuştur. Kasım ayının ilk yarısında uygulanan program sayesinde daha önce ulaşılamamış makroekonomik seviyelere ulaşılmış, mevcut kriz atlatıldıktan sonra, yapısal reformlar ve özelleştirmeye de hız verilerek programa devam edilmesi durumunda tüm hedeflerin gerçekleşeceği yanılığısına düşülmüştür.

4.2.3. Şubat 2001 Krizi

Kasım 2000 likidite krizinin ardından IMF ile yeniden anlaşma yapılmış ve 6 Aralık 2000'de 7.5 milyar dolarlık kredi alınacağı duyurularak piyasaların biraz rahatlaması sağlanmıştır. Ancak alınan kredi sorunu çözememiş 2001 Şubat ayında bu sefer çok daha ağır maliyetler çıkaran ikinci bir likidite krizi gerçekleşmiştir (Alper, 2001:14).

Yaşanan spekülative ataklı yoğun sermaye kaçışları karşısında Merkez Bankası'nın anında müdahale yetkilerini sınırlayan program krizin önüne geçilmesi için alınabilecek tedbirlerin de bir bakıma önünü kapatmıştır (Yeldan, 2001b:3). Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasında yaşanan gerginlik ikinci bir spekülative atakla sonuçlanmış, 19 Şubat tarihinde 7.6 milyar dolarlık döviz talebi gerçekleşmiş, Merkez Bankası bunun 1.2 milyar dolarına cevap verebilmiştir. Kur nominal çıpasının kaldırıldığı açıklanmış ve Cumhuriyet tarihinin en ağır finansal krizi yaşanmıştır (Akkuzu, 2003:111). Türkiye'nin kredi notu düşürülmüş, risk primi arttırılmıştır (Parasız, 2001:463). 21 Şubat'ta Interbank'ta gecelik faizler %4018.6 oranına çıkarken, 19 Şubat'ta 686.500 TL olan dolar, TL'nin %40 devalüe edilmesiyle 28 Şubat'ta 960.000 TL olmuştur (Uygur, 2001:19). Kurun serbest bırakılmasıyla iki hafta içerisinde dolar 1.200.000 TL'ye yükselmiştir. Ocak ayında %60'larda iken şubat ayında %70'lere çıkan faiz oranı iç borçları çevrilemez hale getirirken, yüksek iç borç stoku, artan enflasyon oranı, TL'nin aşırı değerlenmesi halihazırda kriz için gerekli ortamı oluşturmuşlardır. Merkez Bankası'nın döviz rezervleri hızla erimiş, ocak ayında 24.8 milyar dolar olan brüt döviz rezervi Mart ayında 18.5 milyara düşmüştür (Kazgan, 2002:459). Bu dönemde yaşanan yoğun sermaye çıkışının 11,166 milyar dolarlık kısmını kısa vadeli sermaye oluşturmuştur. Bu noktada varılan sonuç

spekülatif amaçlı gerçekteşen uluslararası sermaye hareketleri finansal krizlerin temel nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Ocak-Ekim döneminde gerçekteşen sermaye akımı Kasım 2000-Haziran 2001 döneminde terse dönmüş ve sermaye hareketlerinde GSMH'nın %12'sine denk gelen bir çıkış yaşanmıştır (Boratav, 2001:6). Diğer yandan ekonominin içinde bulunduğu yapısal sorunlar, kaynakların etkin kullanılamaması, ülkeye giren yabancı sermayenin döviz kazandırıcı cari işlemler yerine geri dönüşümsüz alanlarda harcanılması ve bu durumun cari açığı daha da arttırması, sermaye hareketlerinin krizleri tetikleyebilecek ölçüde etki gösterebilecekleri kırılğan bir ekonomik yapının oluşmasına neden olan diğer etkenler olarak sıralanmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestlik kazanmasıyla beraber başlayan finansal krizler, 1990'dan sonra sıcak paraya dayalı büyüme modeli uygulayan Türkiye'de art arda iki büyük kriz yaşanmasına neden olmuş, bu krizlerin maliyeti mali kesimden çok daha fazla reel kesime çıkmıştır. lke ekonomisi topyekn klmştir. 2001 yılının ilk yarısına kadar 18 banka TMSF'ye devredilmiş, TESK'in verilerine göre 52.800 işyeri kapanmıştır. Gelir dağılımı ülke genelinde bozulmuş, çok az bir kesim ciddi zenginlik içinde yaşarken, nüfusun büyük bir kısmı açlık ve geçim sıkıntısı içine dşmştir. Ülkede toplumsal gerginlik had safhaya gelmiştir (Kazgan, 2002:466-468). İşsizlik oranı 2000 yılında %6.5 iken, 2001 yılında %8.6'ya, 2002 yılı başında ise %11.8'e ulaşmıştır. Ülkede 2.5 milyon kişi işsiz kalmıştır (Sönmez, 2002:33).

SONUÇ

Dünya genelinde 1970'li yıllar itibariyle neo-liberal politikalar uygulanmaya başlamış, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların etkisi ile de bu politikalar birkaç kapalı ekonomi hariç tüm ülkelere kabul ettirilmeye çalışılmıştır. Hem siyasi hem ekonomik anlamda bölgesel birleşmeler yaşanırken entegrasyon ve liberasyon süreçlerini takip eden küreselleşme olgusu ile beraber, 1990'lar itibariyle tüm dünya genelinde ulusal ekonomik sınırların kaldırılmasına doğru bir akım başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmış, yeni teknolojik gelişmelerin de katkısıyla da 1980-1990 arası uluslararası sermaye hareketlerinin miktarı üç kat artmıştır (Gedikli, 2011:174'ten; Santana ve Garcia, 2004:2).

Gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere doğru akan uluslararası sermaye her iki taraf için de kazandırıcı bir kaynak olarak görülmüştür. Gelişmekte olan ülkeler doğru yatırımlar ile büyüme ve kalkınma sorunlarını çözebilmek, borçlarını finanse edebilmek, ülke içi refahlarını sağlayabilmek için uluslararası sermayeyi kendilerine çekici politikalar uygularken; gelişmiş ülkeler de ellerinde atıl olarak duran sermayeyi kazanca dönüştürmenin sağlayacağı faydanın peşine düşerek yükselen ekonomilerin cazip yatırım olanaklarını değerlendirmek istemektedirler. Mantık olarak dünya ekonomik refahına katkı amaçlı geliştirilen liberalizasyon ve tam serbest sermaye hareketliliği politikaları işlerlikte tam tersi yıkıcı bir etki göstermiştir. Serbestleşme süreci akabinde dünya finansal kriz olgusuyla tanışmış ve bu olgu sık sık tekrarlanan bir döngü içerisinde kapitalizm tarihine yerleşmiştir. Can suyu olarak algıladıkları uluslararası sermayeyi ülkelere çekmek isteyen yükselen ekonomiler ki; Asya ve Latin Amerika ülkeleri ilk örneklerdir, sermaye önündeki tüm engelleri kaldırmış, gerekli altyapı çalışmaları yapılmadan, hukuki düzenlemeler yapılmadan, makroekonomik politikalarda reform yapılmadan cazibe merkezleri haline gelmişlerdir. Sonuç olarak sermayeyi çekmeyi başarmışlar ancak bu durum yapılandırılmayan dış borçların artmasına, bankacılık sisteminin yapısının

kırılganlaşmasına, sabit döviz kurunun ulusal para üzerinde baskı yaratmasına, kısa vadeli sermayenin artarak arbitraj avantajından yararlanmak isteyen spekülâtorlerin ulusal piyasaları alt üst etmelerine neden olmuştur.

1990 itibariyle birbiri ardına yaşanan krizlerin ayırt edici özellikleri bulunmalarıyla beraber senaryo hemen hemen birbirinin aynı şekilde seyretmiştir. Bu durumun sonucu olarak dışa açık piyasa ekonomisinde faiz ve döviz kuru sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen faktörler olmakla birlikte; istikrarlı bir makroekonomik yapı, esnek ve sağlam bir finansal sistem, etkin ve kontrollü bir merkez bankası mekanizması oluşturulmasının ve liberalizasyon sürecinin adım adım gerçekleştirilmesinin önemi açıkça görülmektedir.

Uluslararası sermayenin tam serbest olması sonucu yaşanan krizlerin ortak özelliklerine baktığımızda bankacılık ve likidite krizlerinin birleşmesi sonucu oluşan, üçüncü nesil modellerle açıklanabilen ikiz krizleri görmekteyiz. Bankaların açık pozisyon alarak kâr etme politikaları, sonrasında likidite darlığı içine girmeleri kriz oluşması için yeterli bir sebep olurken, beklentilerdeki kaymalar; kur politikasının değişmesine yönelik tahminler, devalüasyon olmasına ilişkin kaygılar da makroekonomik koşullarda bir değişiklik olmasa bile ülkeleri krize sürüklemeye yeterli olabilmektedirler.

Sermaye akımlarının tetiklediği ilk kriz örneklerini gördüğümüz yükselen ekonomilerde yurtiçi finansal sistemin uluslararası likidite darlığı ön plana çıkmakta, kısa vadeli sermaye akımlarının ve ulusal finansal liberasyonun, bankaların dış şoklara karşı aşırı kırılgan hale gelmesine neden oldukları görülmektedir. Diğer yandan sabit döviz kuru politikası ve rezervlerdeki azalma yatırımcı algılarının negatife dönmesiyle kriz oluşturabilecek nedenler arasındadır. Bu durumda esnek döviz kuru politikası kurtarıcı olabilmektedir (Delice, 2003:75).

Finansal liberasyon, entegrasyon ile serbestleşen sermaye hareketlerinin, küreselleşme olgusuyla da eklenmesi sonrası, ekonomik yüzü değişen dünya piyasasına uyum sağlarken; sürdürülebilir büyüme, kalkınma ve ulusal refahı artırıp, korumak için yeni dünya düzenini iyi anlamak, geçiş programları kademeli olarak gerçekleştirmek, gerekli altyapı ve reformlarla piyasaları önceden hazırlıklı hale getirmek; tüm bunları

gerçekleştirirken şeffaf ve hesap verilebilirlik ilkesi doğrultusunda tarafsız ve kontrollü olmak gerekmektedir.

Ülke içerisinde sistemin işleyişini kontrol edecek ve belli kısıtlamalar getirecek bir otorite figürüne ihtiyaç vardır. Neo-liberal politikalar gereği piyasaya müdahale gücü elinden alınan devlet, işleri kötüye gitmeden kontrol altına alabileceği, yetki ve sorumluluklarını kullanabileceği bir politika tercihi yapılmalıdır. Ayrıca en önemli darboğazı oluşturan sermaye ve dış borç ikileminde; istikrarsızlığın asıl sebebi olan, spekülasyon kazançları yönelik kısa vadeli sermaye girişlerine kontrollü ve çıkışlarına kısıtlayıcı önlemler alınması, uzun vadeli sermaye hareketlerinin ülke içine çekilmeye çalışılması ve bu sermayenin kazançlı, kalıcı yatırımların finansmanında kullanılması; diğer yandan dış borçların uzun vadede yapılandırılması ve borç ödeme krizlerinin önüne geçilmesi gerekmektedir. Ayrıca bu yönetim süreci, teşvik edici makroekonomik düzenlemeler ve vergi politikalarıyla da desteklenmeli, tarafsız bir denetim mekanizması ile de kontrol edilerek başarısı ve güvenilirliği koruma altına alınmalıdır (Gedikli, 2011:181).

Nihai olarak varılan noktada uygulanan yanlış ve eksik makroekonomik politikalar nedeniyle uluslararası sermaye hareketlerinin, finansal krizleri tetiklediği görülmektedir. Finans piyasaları doğal olarak istikrarsız olduklarından krize meyillidir. Ancak alınacak tedbirler ve izlenecek öncü göstergeler yardımıyla krizlerin süreleri kısaltılıp, sonrasında meydana gelen yıkıcı maliyetler azaltılabilir. Yapılması gereken tercih edilen makroekonomik politikaların teknik analizi ve uzun dönemde sağladığı faydanın iyi değerlendirildikten sonra kademeli bir şekilde mevcut sisteme uyarlanmasıdır.

KAYNAKÇA

- Açıkgöz, E. (2006). “Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Zonguldak.
- Adelman, I. (1999). “Financial Crises-Causes, Consequences and Remedies”, Department of Agricultural and Resource Economics and Policy, Division of California at Berkeley, May, 8.
- Akdiş, M. (1998). “Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, İstanbul, YASED Yayınları, No:33.
- Akdiş, M. (2000). “Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye”, Beta Yayınları, 983, Baskı 1, İstanbul.
- Akkuzu, İ. (2003). “Türkiye’de Finansal Liberalleşme ve Şubat 2001 Krizi”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Aktan, C., Şen C. ve H. (2001), “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl 7, 42 Eylül-Ekim, 1225-1230.
- Aktaş, E. (2010). “Uluslararası Krizler Türkiye Ekonomisine Etkileri ve İktisat Politikası Uygulamaları”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Teorisi Bilim Dalı, İstanbul.
- Akyüz, A. (2002). “Ülkelerin İflası Arjantin ve Türkiye” , İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 17, 191, Şubat, 7-13.
- Akyüz, M. ve Ertel, N. (1989). “Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü”, Dünya Yayıncılık, Baskı 42, İstanbul.

- Alkan, L. (2009). “Küresel Sistemik Krizin Anatomisi”, 1.Basım, Scala Yayıncılık, İstanbul,
- Alper, E. (2001). “The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong”, Forthcoming: Russian and East European Finance and Trade, 37, 6, 51-71.
- Altay, O., Avcı, M. (2013). “Finansal Krizlerin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülmesi: Türkiye, Arjantin, Tayland ve İngiltere İçin Bir Analiz”, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı 14, s.47-58.
- Altınok, S., Çetinkaya, M. (2001). “1994 Nisan, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin Değerlendirilmesi”.
<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/selcuksbmyd/article/viewFile/5000084381/5000078476>, (01.01.2017).
- Asian Policy Forum (2000). “Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis”, Asian Development Bank Institute.
- Aslan, N. (1997). “Uluslararası Özel Sermaye Akımları”, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Aslantaş, M. ve Odyakmaz, N. (1998), “Para Krizleri”, www.dtm.gov.tr , (01.01.2017).
- Ateş, K. (2004). “Finansal Krizlerden Bankacılık Krizlerine Bir Değerlendirme”, Piyasa Dergisi, Yaz, sayı:11, 195-215.
- Bal, H. (2001). “Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye”, TBB, Yayın No:222, İstanbul.
- “Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Yıllık Rapor”,
https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yillik_Raporlar/4783bddk_yillik_rapor_2001.pdf
- “Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Yıllık Rapor”,
https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yillik_Raporlar/4787bddk_yillik_rapor_2003.pdf
- Bektaş, E.H. (2010). “Bankacılık Krizleri Ve Türk Bankacılığına Etkileri”, T.C. Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü İşletme Eğitimi Anabilim Dalı, Bankacılık Eğitimi Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1998 – 58.
- Boratav, K. (1994). “Türkiye’yi Adeta Bir Borsaya Dönüştürdüler”, İktisat, İşletme ve Finans, Mayıs-Haziran.
- Boratav, K. (2001). “2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Eylül No:186, 95.
- Boratav, K. (2011). “Bir Krizin Kısa Hikayesi”, Arkadaş Yayınevi, Baskı 2, Ankara.
- Boratav, K. (2012). “Türkiye İktisat Tarihi 1908-2009”, İmge Kitapevi, Baskı 17, Ankara.
- Boratav, K., Akyüz, Y. (2002). “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu” İktisat İşletme ve Finans.
- Boughton, J.M. (2001). “Was Suez in 1956 the First Financial Crisis of the TwentyFirst Century”, Finance and Development, September, 20-23.
- Bulutoğlu, K. (1970). “Türkiye’de Yabancı Sermaye”, Gerçek Yayınevi, İstanbul.
- Bulutoğlu, K. (2002), “Yöresel ve Küresel Para Krizleri”, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul.
- Büyükalvarcı, A., Balı, S. (2011). “1630’dan 2010’a Finansal Krizler Tarihi Balonlar, Panikler, Buhranlar ve Küresel Finansal Kriz”, Çatı Kitapları, 2. Baskı, İstanbul.
- Büyüme”, Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Erzurum.
- Calvo, G. A. , Leiderman, L. ve Reinhart, C. M.. (1993). “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors” International Monetary Fund, Staff Papers, Number 40, 1993
- Caprio G. and Klingebiel D. (1996). “Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking” in Bruno and Pleskovic (eds), Annual Bank Conference on Development Economics.

- Celasun, M. (2002). “2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, (01.01.2017).
- Celasun, M. and Tansel, A. (1993). “Distributional effects and saving-investment behaviour in a liberalizing economy: the case of Turkey”, METU Studies in Development 20-3, 269-298.
- Cem, İ. (2009). “Türkiye’de Geri Kalmışlığın Tarihi”, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Baskı 2, İstanbul.
- Cengiz, V., Karacan, R. (2015). “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları”, International Journal of Economic and Administrative Studies, yıl 8, sayı 15, 327-344.
- Çeviş, İ. (2005). “Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No 187.
- Chang, R. and Valesco A. (1998). “Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model”, NBER Working Paper Series, 6606, June.
- Coşkun, M. N. (2001). “Türkiye Ekonomisinde Krizlerin Reel Sektöre Etkileri”, Kriz ve IMF Politikaları, Ed: Ömer Faruk Çolak, Alkım Yayınevi, İstanbul, 225-238.
- Coşkun, N. (2001). “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Bankacılık Krizleri”, Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, sayı 2, 39-50.
- Cömert, F.(1998). “Sermaye’nin Dünü, Bugünü ve Geleceği”, Hazine Dergisi, S.12.
- Cömert, F.(2000). “İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye”, Hazine Dergisi, S.13.
- Çalışkan, Ö. V. (2003). “Uluslararası Finansal Krizler”, Ekonomik Yaklaşım, Cilt:14, sayı 44-46, Ankara, 226.
- Çan, H. (2016). “Finansal Krizler ve Kırılgan Ekonomiler Üzerine Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Edirne.
- Çelik, S., Direkci, Tuba B.,(2013). “Türkiye’de 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemler İçin Dış Borç Ekonomik Büyüme İlişkisi (1991–2010)”, Turkish

Studies, International Periodical For the Languages, Literature and History of Turkish or Turkic, 8(3), 111-135.

- Çetin, M. (2008). “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Isparta.
- Çetinkaya, Ö. (2002). “Türkiye’de Devlet İşletmeciliği ve Özelleştirme”, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Çiğdem, H. (2016). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Niğde.
- Dağlı, H. ve Terzi, H. (1994). “Sermaye Hareketlerinde Liberalizasyona Geçiş : L. Amerika ve Türkiye Deneyimi”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi.
- Danışoğlu, A. (2007). “Para Krizleri: Türkiye’de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2, 1-11.
- Dekle, R. and KM. Kletzer (2001), “Domestic Bank Regulation and Financial Crises: Theory and Empirical Evidence From East Asia”, NBER Working Paper Series, 8322, June.
- Delice, G. (2000). “Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Cilt 55, No. 1, OcakMart, 53-77.
- Delice, G. (2003). “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20, Ocak-Haziran, 57-81.
- Dilber, M. (2017). “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Katkısının Ekonometrik Analizi”, https://www.academia.edu/14162342/Uluslararası_Sermaye_Hareketleri_ve_Sermaye_Hareketlerinin_Türkiye_Ekonomisine_Katkısının_Ekonometrik_Analizi, 2017.

- Doğan, S. (2009). “Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz, Küreselleşme, Finansal Kriz Olgusu ve İstikrar”, Ed: Uzunoğlu S., Literatür Yayınları, İstanbul.
- Doğan, S. (2005). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri ve Finansal Krizler” Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- Doğukanlı, H. (2001). “Uluslararası Finans”, Nobel Kitabevi, Adana.
- Dooley, P. M. ve Kletzer, M. K. (1994). “Capital Flight, External Debt and Domestic Policies”, National Bureau of Economic Research Working Paper No: 4793. <http://papers.nber.org/papers/w4793.v5.pdf>.
- Dornbusch, R. (1997). “Cross-Border Payments Taxes and Alternative CapitalAccount Regimes”, in International Monetary and Financial Issues for The 1990s, Research Papers for The Group Twenty-Four, Vol. VIII, UNCTAD, United Nations, New York and Geneva, 27-35.
- DPT, (1997), Ekonomik ve Sosyal Göstergeler: 1950-98, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı.
- DPT, (2000), 2001 Yılı Programı, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- DPT, (2001), 2002 Yılı Programı, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- Duman, K. (2002). “Finansal Kriz Ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”, Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:4, s:133- 143.
- Dünya Bankası (1997). “Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration”, Washington, DC: The World Bank and Oxford University Press.
- Durmuş, S. (2015). “Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Davranışlar”, DergiPark, <http://www.e-dergi-marmara.dergipark.gov.tr/sbedergi/issue/11254/134500>, (01.01.2017)
- Efe, G. (2008). “Uluslararası Sermaye Hareketleri Kurumsal Kalite ve Ekonomik
- Eğilmez, M., E. Kumcu (2004). “Ekonomi Politikası Teori Ve Türkiye Uygulaması”, 22. Baskı, İstanbul, Remzi Kitabevi.

- Eichengreen, Barry (2001). "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?" Background Paper for the the World Bank's Global Development Finance 2002.
- Eichengreen, B., ROSE, A. and C. Wyplosz (1996). "Contagious Currency Crises: First Tests, in Financial Liberalization and Macroeconomic Stability (Ed.)", Torben M. Andersen and Karl O. Moene, Blackwell Publishers, Oxford, 1-22.
- Eisenbeis, R. (1997). "Roundtable Discussion: Systemic Banking Crises", in Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 83-92.
- Ekinci, A. (2005). "Çin, Yabancı Sermaye, Türkiye", Turhan Kitabevi, Ankara.
- Ekinci, N. (1996), "Financial Liberalization Under Debt Constraints: The Case of Turkey," Economic Research Center Working Paper 96 / 05, Middle East Technical University, Ankara.
- Elbir, C. (2010). "Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Ercan, H. (2000). "Açık Ekonomi İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para", Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, No: 642, 2000.
- Ercan, M. (2001). "Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ülkenin Kalkınmışlığı ve Krizler Arasındaki İlişki", G.Ü . İ.İ.B.F. Dergisi, 2/2001, 81-92.
- Erçel, G. (2000). "Enflasyon Hedeflemesi Konulu Açılış Konuşması", 19 Ekim 2000, <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/aff8d54d-ee7d-4b6e-8396-87ce28918ec1/baskanmat5y.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=aff8d54d-ee7d-4b6e-8396-87ce28918ec1>
- Erdinç, Y. (2006). "Para Harekâtı, Krizlerin Belgesel Romanı", Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Eren, A., B. Süslü (2001), "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirilmesi", Yeni Türkiye Dergisi, Sayı: 4.

- Ergi, M. (2001), "Dünya'da ve Türkiye'de Krizin Anatomisi,
- Erol, Ahmet (2000). "Yabancı Sermaye", Mükellefin Dergisi, Sayı:93, s.72–83.
- Ersan, İ. Ve Taşpunar, S. (2011). "Kriz Geliyorum Der Mi?", İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Finans Anabilim Dalı, 15. Finans Sempozyumu, İstanbul.
- Feldstein, M. (1999). "Self-Protection for Emerging Market Economies", NBER Working Paper Series, 6907, January.
- Fernandez, R., and L. Schumacher (1997). "Does Argentina Provide a Case for Narrow Banking?" in Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 21-31.
- Fisher, S., (1998), "Capital Account liberalization and the role of the IMF" in should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in international Finance no:207, Princeton University, Princeton.
- Fisher, S., Cooper, R., Dornbush, R., Garber, P.M., Massad, C., Polak, J.J.,(1998). "Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?" Essays in international finance no:207, Princeton University, Princeton.
- Frankel A.J. (2000). "Panel Presentation: The Asian Model, the Miracle, the Crisis, and the Fund", in Currency Crises, (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 327-337.
- Garcia, V.F. (1997). "Roundtable Discussion: Systemic Banking Crises", in Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 83-92.
- Gedikli, A. (2011). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki", International Conference on Eurasian Economies, İstanbul, Türkiye, 1-4 Kasım, 173-182.
- Gençtürk, M. (2008). "İşletmelerin Finansman Kararlarına Finansal Krizlerin Etkileri", Ekin Kitapevi Yayınları, 1.

- Goldstein, M., G. Kaminsky and C. Reinhart (2000). “Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets”, Institute for International Economics, Washington: Peterson Institute, 1-56.
- Gögebakan, R. (2014). “Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri: Türkiye ve Yunanistan Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Görgün, T. (2004). “Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Baş bakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara.
- Gülümser, B. (2013). “Para Politikası”, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Günel, M. (2003). “Krizler, IMF'nin Rolü ve Türkiye”, Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, 1030-1031.
- Güneş, S. (2007). “Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği”, Sosyoekonomi Dergisi, 2007-1, 13-32.
- Güngör, B. (2002). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Yabancı Direkt Sermaye Politikaları”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 17, Kasım, 73-84.
- Güntay, T. (2013), “Küresel Krizin Finansal Piyasalara Etkisi”, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Programı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Gürsoy, M. (2009). “Ekonomik ve Finansal Krizler Dünü ve Bugünü”, MG Yayınları, İstanbul.
- Güven, S. (2001). “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, İktisat, İşletme ve Finans, Yıl:16, Sayı: 185, 79 – 98.
- HİÇ, M. (2009). “Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye”, Beykent Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- IMF (1991). “International Monetary Fund Annual Report”, April 30, Washington. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/archive/pdf/ar1991.pdf>

- IMF (2000). “International Monetary Fund Annual Report”, April 30, Washington.
<https://www.imf.org/en/Publications/AREB/Issues/2016/12/31/Annual-Report-of-the-Executive-Board-for-the-Financial-Year-Ended-April-30-2000>
- IMF (2002). “Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures” Finance & Development, IMF, December 2002.
- IMF (2002). “International Monetary Fund Annual Report”, April 30, Washington.
<https://www.imf.org/en/Publications/AREB/Issues/2016/12/31/Annual-Report-of-the-Executive-Board-for-the-Financial-Year-Ended-April-30-2002>
- İMKB Araştırma Müdürlüğü, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”. İMKB Dergisi, Kasım 1994, İstanbul.
- İnandım, Ş . (2005). “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- İnsel, A. ve Sungur, N. (2000). “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, 1989:III - 1999:IV, erc/ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi IV, Eylül, Ankara.
<http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf>
- Işık, S. (2004). “Para Finans ve Kriz ”, Akçağ Yayınevi, 1.Baskı, Ankara.
- Işık, S. ve Togay S. (2002). “Para Krizi Modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler”, İktisat, İşletme ve Finans, Yıl 17, Sayı 191, Şubat, 31-53.
- İbiş, E. (2013). “2001 Krizi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı, Ankara.
- Kaminsky, G. and C. Reinhart (1996). “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems” Board of Governors of Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper, No. 544, March.
- Kar, M., Kara, M. A. (2005) Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri Ve Krizler, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı web sayfası (<http://www.dtm.gov.tr>).

- Karabulut, G. (2002). “Finansal Krizlerin Nedenleri”, Der Yayınları, No 328, İstanbul.
- Karluk, R. (2001). “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Katkısı” Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, TCMB Yayınları, Ankara, 2001, s.97–115.
- Karluk, R. (2003). “Türkiye Ekonomisi”, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş ., Yayın No:1295, İşletme - Ekonomi Dizisi No:104, İstanbul.
- Kaufmann, D; Kraay, A; Mastruzzi, M; (2003). “Governance Matters III: Governance Indicators for 1996–2002”, World Bank Polity Research Working Paper, No: 3106.
- Kaya, Y. T. (1998). “Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği”, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları No:2487, Ağustos. 12-15.
- Kazgan, G.(2000). “İktisadi Düşünce veya Politik İktisat’ın Evrimi”, Remzi Kitabevi, 9. Basım, İstanbul, 173.
- Kepenek, Y., Yentürk, Y. (2000). “Türkiye Ekonomisi”, 10. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Keyder, Ç. (2011).“ Türkiye’de Devlet ve Sınıflar”, İletişim Yayınları, Baskı 17, İstanbul.
- Keyder, N. (2001). “Program ve Türkiye’de Ekonomik Gelişmeler”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 189, Aralık:24-34.
- Kibritçioğlu, A. (2001). “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969- 2001” Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, Eylül-Ekim, 174-182.
- Krugman, P. (1979). “A Model of Balance of Payment Crises”, Journal of Money, Credit and Banking, 11, 311-325.
- Krugman, P. (2000). “Introduction in Currency Crises” (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1-6.

- Kula, F. (2003). “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, Erciyes Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Dergisi, 4-2, 141153.
- Kumcu, E., Eğilmez, M.(2006). “Krizleri Nasıl Çıkardık”, Creative Yayıncılık, İstanbul, 2001.
- Milesi-F., Gian, M. and A. Razin (2000). “Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities” in Currency Crises (Ed.), Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 286-323.
- Mishkin, F.S. (1996). “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective” NBER Working Paper Series, 5600, May, 1-65
- Obstfeld, M. (1994). “The Logic of Currency Crises”, NBR Working Paper Series, 4640.
- Obstfeld, M. (1996). “Models of Currency Crises With Self-Fulfilling Features”, European Economic Review, Volume 40, 3-5, April, 1037-1047.
- Oksay, S. (2006). “Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi”, Dış Ticaret Dergisi, Y:3, S:8.
- Orhan, O., Erdoğan, S. (2013). “Para Politikası”, Umuttepe Yayınları, 107.
- Öksüz, S. (2001). “Doğu Asya Mucizesi’nin Dünü ve Krizin Bugünü Türkiye İçin Bazı Çıkarsamalar”, Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 1, Sayı 1, 47-48, İzmir.
- Önal, B. (2016). “Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme”, <http://finanskol.com/dersnotu/finser/2.%20HAFTA%20FİNANSAL%20LİBERALİZASYON%20ÜZERİNE%20BİR%20İNCELEME%20YENİ.pdf>
- Öniş, Z. (2003). “Argentine Crises, IMF and The Limits of Neo-Liberal Globalization: A Comparative View from Turkey”, 1-18.
- Öniş, Z. ve Aysan, A.F. (2003). “Neoliberal Globalization, The Nation State and Financial Crises in the Semi-Periphery: A comparative Analysis”, Third World Quarterly, Cilt 21, Sayı 1.

- Özatay, F. (1995). “1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı”, İktisat, İşletme Ve Finans Dergisi, 10, 109, 17-33.
- Özel, S. (2005). “Global Finansal Krizler”, Deniz Kültür Yayınları, İstanbul.
- Özer, M. (1999). “Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar”, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No 1096, Eskişehir.
- Özkan, G. (2009), “Küresel Finansal Kriz, Uluslararası Finans Sisteminin Yeniden Yapılandırılması ve Uluslararası Güç Dengesine Etkileri”, Dora Yayınları, Baskı 1, 19.
- Özsoylu, A., Ünlükaplan, İ., Gedik, M. (2010). “Küresel Kriz ve Türkiye”, Karahan Kitapevi, Baskı 1, Adana.
- Öztürk, S. (2003). “Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi:1997 Güneydoğu Asya Ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri”, Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 10, Sayı 1, Manisa.
- Palamut, M. E., Giray, F. (2001). “Cumhuriyetten Günümüze Yaşanan Mali Krizler ve Uygulanan Politikalar”, Yeni Türkiye Dergisi, yıl:7, sayı:41.
- Pamuk, S. (2006). “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği”, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Pamuk, Ş. (2014). “Türkiye’nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi, S 37-62, 276-296.
- Parasız, İ. (2001). “Enflasyon - Kriz - Ayarlamalar: Dünyada ve Türkiye’de Kalkınma Makroekonomisi Sorunlar”, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pusti, M. (2013). “Krizlerin Anatomisi ve Türkiye’de 2001-2008 Finansal-Ekonomik Krizleri Üzerine Bir İnceleme”, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı, Ankara.
- Radelet, S. and J. Sachs (1998). “The Onset of the East Asian Finacial Crisis” NBER Working Paper Series, No.6680, August-1998, 101-152.

- Rey, H. and P. Martin (2005). "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash" NBER Working Paper Series, No.11550, August-2005,1-29.
- Sachs, J.D. (1998). "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets", in Capital Flows and Financial Crises (Ed.), Miles Kahler, Cornell University Press, Ithaca New York, 243-262.
- Sağsan, M., R. Yücel, C. Sözen (2010). "Küresel Krizin Aşılmasında Alternatif Bir Yol: Sosyal Sermayede Enformasyon Edinimi ve Kullanım Kapasitesi", Bilgi Dünyası, No.11/1, 140-154.
- Saraçoğlu, B. (1999). "Küresel Krizler ve Türkiye İhracatının Geleceği", İGEME'den Bakış Dergisi. İGEME: Nisan-Haziran:23-32.
- Serdengeçti, S. (2001). "70.nci Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açılış Konuşması", TCMB, Ankara.
- Serin, V. ve Bastı E. (2001). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Görülen Finansal Krizlere Getirilen Teorik Açıklamalar ve Türkiye Örneği", Yeni Türkiye, Kasım-Aralık, Yıl 7, 2-42, 1214-1224.
- Sevim, C. (2012). "Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği", BDDK Kitapları No: 11, Ankara.
- Seyidoğlu, H. (2003). "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Azgelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", Doğu Üniversitesi Dergisi, 4-2, İstanbul, 141-156.
- Seyidoğlu, H. (2007). "Uluslararası İktisat", Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- "Sıcak Para", <http://www.mahfiegilmez.com>, (01.01.2017).
- Stiglitz, J.E. (2000). "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", World Development Report.
- Şimşek, M. (1995). "Türkiye'deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, S:12.

- Tarı, R., Eraslan, C. Bayraktar, Y. (2011). "Küresel Ekonomik Kriz Ve Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme", Ed, Murat Çetinkaya, Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz, Nobel, Ankara.
- TCMB, (1999). "Yıllık Rapor", 1999, Ankara.
- TCMB, (2000). "Yıllık Rapor", 2000, Ankara.
- TCMB, (2001). "Yıllık Rapor", 1999, Ankara.
- TCMB, (2002). "TCMB, Küreselleşmenin Türkiye Üzerindeki Etkileri", Ankara, Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, 2002.
- Topçu, M. (2015). "Kriz, Küreselleşme, Sermaye Hareketleri ve 2001 Krizine Geline Süreçte İktisadi Politika Yanlılıkları", Akademik Hassasiyetler, 115-148.
- Toprak, M. (2001). "Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz", Yeni Türkiye Dergisi, yıl 7, sayı 42, Kasım-Aralık, 863-864.
- Turan, Z. (2011). "Dünyadaki Ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri Ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi", Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 4, Sayı 1, 56-80, Niğde.
- Turgut, A. (2006). "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", TÜHİS İş hukuku ve İktisat Dergisi, cilt 20, sayı 4-5, 35-46.
- "Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri", "Finansal Krizler", <http://www.iif.com.tr/index.php/iif>, (01.05.2017).
- "Uluslararası Sermaye Hareketleri", <http://www.ekodialog.com>, (01.01.2017).
- Ural, M. (2003), "Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler", T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim, Dalı Doktora Tezi, İzmir.
- Uras, G. (1979). "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", İktisadi Yayınlar, 1. Baskı, İstanbul.
- Uygur, E. (2001). "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler. Mülkiyeliler Birliği Dergisi", Sayı: 227.

- Uzunoglu, S. ve Alkin, K. ve Gulerel C. F. (1995), "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye", İMKB Araştırma Yayınları, No: 6.
- Ünsal, E. (1998). "Makro İktisat", Kutsan Ofset Matbaacılık, Ankara.
- Walker, J.L., (2000). "Building The Legal And Regulatory Framework", Building an Infrastructure For Financial Stability", Ed: Rosengren E., Jordan, J.S., Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, No 44, p 33, June.
- Walters, A. (1997). "Banking Crises -A Prologue" in Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 17-20.
- Williamson, J. and M. Mahar. (1998). "A Survey of Financial Liberalization", Princeton University, International Finance Section, Princeton, New Jersey.
- Yaman, Ö. (2010). "Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri", Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul.
- Yay, G.G. (2001). "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl 7, Sayı 42, Eylül-Ekim, 1234-1248.
- Yay, T., Yay, G.G. ve E. Yılmaz. (2001). "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler", İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 2001-47, İstanbul, 2001.
- Yeldan, E. (2001). Türkiye Ekonomisinde 2000 – 2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine. Doğu - Batı Dergisi, 4, 17, 87 –195.
- Yeldan, E. (2012). "Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme", İletişim Yayınları, Baskı 16, İstanbul.
- Yeldan, E. Balkan, E. Biçer, F. G. (2002). Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the post-1990 Turkish Economy.
<http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/>

Yentürk, N. (1999). “Short - term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s.”, The Developing Economies, 37, 1, 89 – 113.

Yentürk, N. (2002). “Türkiye Ekonomisinin Son 20 Yılı: Yangın Söndü Arsayı Kurtardık” <http://acikradyo.com.tr/arsiv-icerigi/turkiye-ekonomisinin-son-20-yili>

Yücel, Fatih ve Kalyoncu, Hüseyin. (2010). “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği” Maliye Dergisi, Sayı 159, Temmuz-Aralık, s.55.



ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı: Necla Buruc AKDEMİR

Uyruğu: T.C.

Doğum Tarihi ve Yeri: 12 Kasım 1984, Samsun

Elektronik Posta: burucakdemir@gmail.com

EĞİTİM

Derece: Lisans,

Kurum: Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, Bankacılık Bölümü

Mezuniyet Yılı: 2003-2007

İŞ TECRÜBESİ

Tarih: 2010-HALEN

Kurum: T. VAKIFLAR BANKASI T.A.O

Görev: Operasyon Servisi-Yetkili Yardımcısı

YABANCI DİLLER:

Orta Düzeyde İngilizce

HOBİLER:

Okumak, Yazmak, Doğa Yürüyüşü, Çocuk Oyunları