

**T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ
VE
TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Ali Rıza ŞİMŞEK
200312505005**

Balıkesir 2007

ÖZET

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri

Ali Rıza ŞİMŞEK

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Alpaslan SEREL

Şubat 2007, 100 sayfa

Bu çalışmada, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri analiz edilmiştir. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, öncelikle Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ele alınmıştır. İkinci bölümde, Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise, Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri Ekonometrik yöntem yardımıyla test edilmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkilerinin incelendiği 1992:1–2005:12 dönemi için Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH), Dış Ticaret Açığı ve Reel Döviz Kuru serilerinin Eş-Bütünleyen olduğu ortaya çıkmış ve yapılan Granger nedensellik testine göre seriler arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Son olarak Etki-Tepki Analizi ile değişkenlere verilen şoklara karşı tepkileri analiz edilmiştir. Sonuçların teoriye uygun olduğu bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Kısa vadeli Sermaye Hareketleri, Türkiye Ekonomisi, Durağanlık Testi, Ko-Entegrasyon, Nedensellik, Etki-Tepki Analizi.

ABSTRACT

Short Term Capital Inflows And Effects on Turkish Economy.

Ali Rıza ŞİMŞEK

Master Thesis, Economics Department

Supervisor: Ass. Prof. Alpaslan SEREL

Feb. 2007, 100 pages

In this research short term capital inflows and their effect on Turkish economy was analysed. Research consist of three parts. In part one, short term of capital inflows was examined. In second part, short term of capital inflows in Turkey was examined. In third part, effects of short term capital inflows on Turkish economy was examined by the help of econometrics methods. The effects of Short term capital inflows on Turkish economy, for the periods 1992:1 through 2005:12 are: Short Term Capital Inflows and Gross Domestic Product, Trade Openness, and Real Currency Parity have been Cointegrated and at he result of Granger Causality Test, they have both direction Granger Causality. At the last by the help of Impulse-Response Analyse, the reactions of variables to shocks were tested. It is founded that; results are goes with the theory.

Key Words: Short Term Capital Inflows, Turkish Economy, ADF Test. Co-Integration, Granger Causality, Impulse-Response Analysis.

ÖNSÖZ

20.yy da teknolojinin de etkisiyle hız kazanan küreselleşmeden sermaye hareketleri de etkilenmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki büyüme hızlarındaki düşüş ve tüketimdeki gerilemeler, sermayenin kar olanaklarını zayıflatmış ve kendisine daha yüksek karlar getirecek yeni bölgeler aramasına neden olmuştur.

İşte böyle bir dünya düzeni içerisinde finansal serbestleşme ile birlikte ülkeler arası sermaye hareketlerinin önündeki bütün sınırlamalar kaldırılmıştır. Sermaye hareketlerinden hem sermaye ihracı yapan hem de ülkesine sermaye çekmeye çalışan ülkelerin karşılıklı çıkarları olmuştur. Böylelikle yatırımlar için sermaye sıkıntısı çeken gelişmekte olan piyasalar sermayesizlik kısır döngüsünü kırarak imkânlarla sahip olmuşlar hem de gelişmiş piyasalarda daha az kar için kullanılan sermaye kendisine yüksek getiri imkânları bulabilmiştir.

Bu çalışmayla bir çok tartışmalara sebep olan, özellikle finansal krizlerde baş aktör gösterilen kısa vadeli (yani likit fonlara yönelen) sermaye hareketleri incelenmiş ve Türkiye ekonomisi üzerindeki olası etkileri ampirik çalışmayla ortaya konmuştur.

Bu çalışmada değerli katkılarıyla bana destek olan Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü Öğretim Üyesi Yrd. Doç. Dr. Alpaslan SEREL hocama, aynı zamanda yardımlarından dolayı Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi H.Murat ERTUĞRUL arkadaşşıma teşekkür ederim.

Balıkesir 2006

Ali Rıza ŞİMŞEK

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖZET	<i>iii</i>
ABSTRACT	<i>iv</i>
ÖNSÖZ	<i>v</i>
İÇİNDEKİLER	<i>vi</i>
ŞEKİLLER LİSTESİ	<i>viii</i>
TABLOLAR LİSTESİ	<i>ix</i>
EKLER LİSTESİ	<i>x</i>
KISALTMALAR LİSTESİ	<i>xi</i>
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM	
KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ	2
1.1 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Yönelik Yaklaşımlar ve Gelişimi	2
1.2 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri	11
1.3 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkileri	16
1.4 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler	19
1.4.1 Latin Amerika Krizi	22
1.4.2 Meksika Krizi	24
1.4.3 Güney Doğu Asya Krizi	25
1.5 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü	28

II. BÖLÜM	
TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ	32
2.1 Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	32
2.2 Türkiye Ekonomisinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkileri	36
2.3 Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler	45
2.3.1 Nisan 1994 Krizi	46
2.3.2 Şubat 2001 Krizi	50
III. BÖLÜM	
METODOLOJİ VE UYGULAMA	55
3.1 Model ve Yöntem	55
3.2 ADF Durağanlık Testi ve Sonuçları	56
3.3 VAR Modeli ve Johansen Ko-Entegrasyon Analizi	62
3.4 Granger Nedensellik Testi ve Sonuçları	68
3.5 Etki-Tepki Analizi	71
SONUÇ	76
KAYNAKÇA	81
EKLER	86

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 (1994-2005) Gelişmekte Olan Ülkeler Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri	4
Şekil 1.2 2005 Yılı Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Dağılımı	5
Şekil 1.3 Bölgelerde 2005 Yılı Sermaye Hareketlerinin Dağılımı	6
Şekil 2.1 (1992–2005) Türkiye Ekonomisine Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri	34
Şekil 2.2 2005 Yılı Türkiye’de Sermaye Hareketleri Dağılımı	35
Şekil 2.3 (1992–2005) Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	36
Şekil 2.4 (1992–2005) Büyüme-Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	39
Şekil 2.5 (1992–2005) Gayri Safi Milli Hasıla- Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	40
Şekil 2.6 (1992–2005) Dış Ticaret Açığı-Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	41
Şekil 2.7 (1992–2005) Reel Döviz Kuru-Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	42
Şekil 3.1 GSMH- KVSH Etki-Tepki Analizi	73
Şekil 3.2 DTA-KVSH Etki-Tepki Analizi	74
Şekil 3.3 RDK-KVSH Etki-Tepki Analizi	75

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1 2005 Yılı Gelişmekte Olan (Emerging Markets) Piyasalar	3
Tablo 1.2 Gelişmekte Olan Bölgelerde Sermaye Hareketlerinde Beklenen Gelişmeler	7
Tablo 3.1 ADF Test Sonuçları	61
Tablo 3.2 GSMH - KVSH Johansen Ko-Entegrasyon Test Sonuçları	66
Tablo 3.3 DTA - KVSH Johansen Ko-Entegrasyon Test Sonuçları	67
Tablo 3.4 RDK - KVSH Johansen Ko-Entegrasyon Test Sonuçları	68
Tablo 3.5 GSMH -KVSH Granger Nedensellik Testi Sonuçları	69
Tablo 3.6 DTA -KVSH Granger Nedensellik Testi Sonuçları	70
Tablo 3.7 RDK -KVSH Granger Nedensellik Testi Sonuçları	71

EKLER LİSTESİ

EK: Ekonometrik Modelde Kullanılan Veriler

86

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller
AIC	: Akaike Information Criteria
ARIMA	: Autoregressive Integrated Moving Average
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DM	: Deutcland Mark
DTA	: Dış Ticaret Açığı
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IIF	: Institute Of International Finance
IMF	: International Monetary Fund
KHK	: Kanun Hükümünde Kararname
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KVSH	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
LR	: Likelyhood Ratio
OECD	: Organisation For Economic Co-Operation And Development
RDK	: Reel Döviz Kuru
S&P	: Standards And Poors
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
VAR	: Vector Auto Regresif
ΔDTA	: Birinci Farkı Alınmış Dış Ticaret Açığı
ΔGSMH	: Birinci Farkı Alınmış Gayri Safi Milli Hasıla
ΔKVSH	: Birinci Farkı Alınmış Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
ΔRDK	: Birinci Farkı Alınmış Reel Döviz Kuru

GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin ülkeler arası dolaşımı, finansal serbestleşme ile sağlanmıştır. Bu süreçte dünya ekonomisinde ki gelişmelere bağlı olarak, 1989 yılında Türkiye ekonomisi de finansal serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerine açılmıştır. Yatırımlar, kamu borçlarının finansmanı ve diğer kısa vadeli krediler için gerekli tasarruflar, piyasalardan sağlanan sermaye hareketleri ile finanse edilme yoluna gidilmiştir.

Finansal serbestleşme sonucu ülke ekonomisine giren sermaye hareketleri vadelerinin kısa olması ve likit özelliğinin yüksekliğinden dolayı her an ülkeyi terk edebilecek nitelikte olmuştur. Ekonomideki kırılganlıkların ve siyasi zafiyetlerin sonucu sermaye çıkışları yaşanmış ve finansal krizler meydana gelmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin ampirik olarak ölçülmesi amacıyla, 1992:1–2005:12 aylık zaman serileri halinde TCMB genel istatistikleri kullanılmıştır. İstatistiklerden elde edilen veriler, E-views 4.1 programı yardımıyla ekonometrik testleri yapılmıştır. Elde edilen bulgular: verilerin kointegre oldukları ve aralarında çift yönlü nedensellik ilişkisinin bulunduğu. Yapılan Etki-Tepki testi ile değişkenlere verilen şoklara karşı alınan tepkiler ölçülmüştür.

Sonuç olarak belirtmek gerekirse, Kısa vadeli sermaye hareketlerinde giriş yaşandığı yıllar ekonomimizin büyüdüğü, dış ticaret açığının arttığı ve reel döviz kurunun değerlendirildiği gözlenmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin iyi yönetilemediği, finansal ve siyasi istikrarsızlıkların yaşandığı yıllarda kısa vadeli sermaye hareketlerinde çıkışlar yaşanmakta ve bu durum finansal krizlere neden olmaktadır.

I. BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Kısa vadeli sermaye hareketleri ülkelerin finansal serbestleşme süreçlerine girmeleri ile başlamış ve teknolojik ilerlemenin yardımıyla bugünkü boyutlara ulaşmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin asıl amacı yüksek getiri sağlayabilmektir. Bu bağlamda kalıcı yatırımlar dediğimiz uzun vadeli yatırımlardan ayrılırlar. Uzun vadeli sermaye hareketleri yöneldikleri ülkede kalıcı yatırımlar yaparak; fabrika, iş yeri, şube vb. kuruluşlar ile uzun vadede kar elde etmeyi amaçlarken; Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkelerin finansal varlıklarının getirilerini göz önüne alarak; tahvil, bono, hisse senedi, vb. portföy yatırımlara yönelirler. Bu tür finansal varlıkların likiditesi çok yüksektir ve her an tekrar uluslararası para birimine çevrilerek bulunduğu coğrafyayı, ülkeyi terk etmesi kısa zamanda gerçekleşir.

1.1 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Yönelik Yaklaşımlar ve Gelişimi

Finansal serbestleşmeyi savunan Neo-klasik görüşe göre, sermaye kontrollerinin kaldırılması ile tasarruflar yüksek getirili yatırımlara yönelecek, dolayısıyla da daha etkin olarak dağılacaktır. Finansal serbestleşme sonrasında yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelecektir. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine neden olurken, rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli

çalışmasına ve böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olmasına neden olacaktır (İnsel ve Sungur, 2000:6).

Sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru olmaktadır. Bunun en büyük nedeni ise yüksek kar marjıdır. Gelişmekte olan piyasalar yatırımlar, kamu borçları ve diğer nedenlerden dolayı ihtiyaç duydukları tasarrufları yüksek getiri imkanı sunarak çekmeye çalışırlar. Tablo:1.1' de bölgelere göre gelişmekte olan piyasalar görülmektedir.

Tablo:1.1 2005 Yılı Gelişmekte Olan (Emerging Markets) Piyasalar

Asya/Okyanus	Latin Amerika	Avrupa	Afrika/Orta Doğu
Çin	Arjantin	Bulgaristan	Cezayir
Hindistan	Brezilya	Çekoslovakya	Mısır
Endonezya	Şili	Macaristan	Fas
Malezya	Kolombiya	Polonya	Güney Afrika
Filipinler	Ekvator	Romanya	Tunus
Güney Kore	Peru	Rusya	
Tayland	Uruguay	Türkiye	
	Venezüella	Slovakya	
	Meksika		

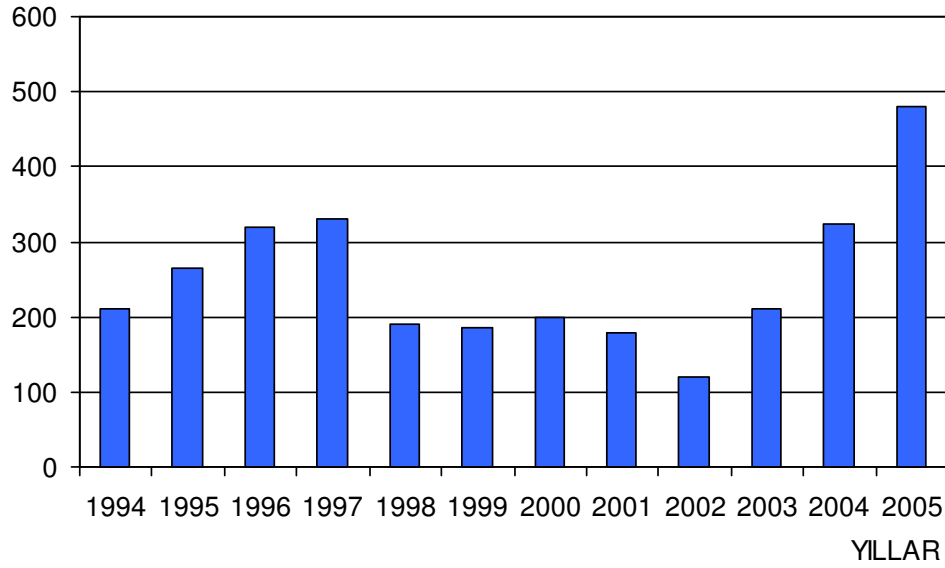
Kaynak: Institute of International Finance, Inc. Gelişmekte Olan Piyasalar Yönelik Sermaye Hareketleri Eylül 2006 Raporu.

Sermaye hareketleri vade bakımından sınıflandırıldığında uzun vadeli ve kısa vadeli diye ayrılır. Bu şekilde yapılan ayırmada diğer yatırımlar ve portföy yatırımları kısa vadeli kaynaklar, direkt yatırımlar da uzun vadeli kaynaklar olarak değerlendirilir. Bu ayırmada kısa vadeli kaynaklar sıcak parayı ifade eder. Bu kategorideki fonlar genellikle bir yıl içinde nakde dönüşecek aktifler ile hisse senetleri gibi her an nakde dönüşebilecek kıymetleri ifade etmektedir(Alp, 2002: 185).

Uluslararası sermaye hareketlerinde, özellikle 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik gerek kısa vadeli gerekse uzun vadeli fon akışlarında büyük artışlar görülmüştür. Toplam sermaye hareketleri 2005 yılında Şekil:1.1'de görüldüğü üzere 500 Milyar Dolar seviyesine yaklaşmıştır.

Şekil:1.1 (1994-2005) Gelişmekte Olan Ülkeler Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri

MİLYAR DOLAR

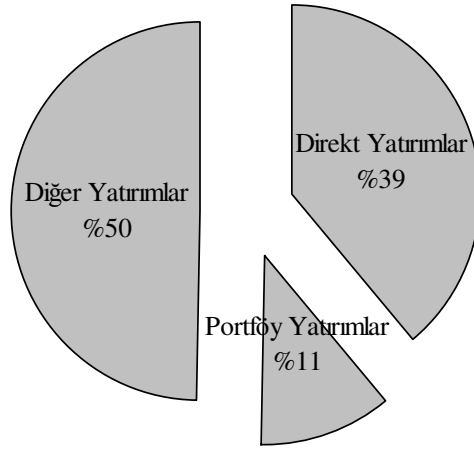


Kaynak: Institute of International Finance, Inc. Gelişmekte Olan Piyasalar Yönelik Sermaye Hareketleri Eylül 2006 Raporu

Finansal serbestleşme; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı veya önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.

Şekil: 1.2'de Gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam sermaye hareketlerinin vadelerine göre dağılımı görülmektedir. Buna göre 2005 yılında toplam sermaye hareketlerinin %50'si Diğer yatırımlar, %39'u Direkt Yatırımlar, %11'i Portföy yatırımlarından oluşmuştur.

Şekil:1.2 2005 Yılı Gelişmekte Olan ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Dağılımı

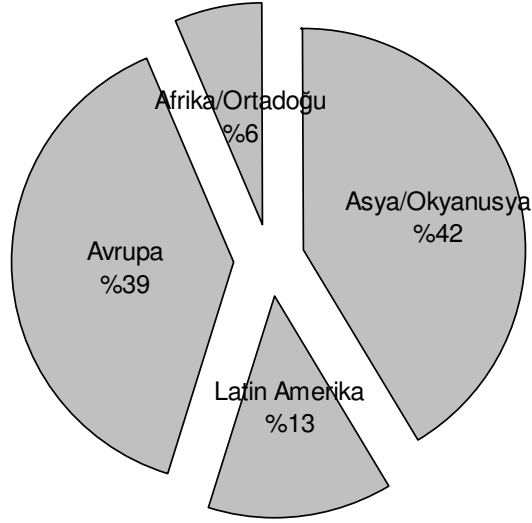


Kaynak: Institute of International Finance, Inc. Gelişmekte Olan Piyasalar Yönelik Sermaye Hareketleri Eylül 2006 Raporu

Kısa vadeli yatırımlar, esas itibariyle, finansman bonusu gibi kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır. Portföy yatırımları ise, gerek uzun gerekse kısa vadeli menkul kıymetlerin yanı sıra; kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları, kısa vadeli yatırımlara göre daha uzun vadeleri ifade etmekle beraber, içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle, kısa vadeli yatırımlar gibi, yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmekte ve ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir(Alp, 2002: 197).

Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalar arasında bölgesel olarak dağılımına baktığımızda; Asya/Okyanus bölgesinin %42 ile en yüksek paya, ikinci sırada Avrupa bölgesinin %39 ile Asya/Okyanus bölgesini takip ettiği, Latin Amerika ülkelerinin %13 ve Afrika ve Orta Doğu ülkelerinin ise %6 ile en az paya sahip olduğu Şekil:1.3' de görülmektedir.

Şekil: 1.3 Gelişmekte Olan Bölgelerde 2005 Yılı Sermaye Hareketlerinin Dağılımı



Kaynak: Institute of International Finance, Inc. Gelişmekte Olan Piyasalar Yönelik Sermaye Hareketleri Eylül 2006 Raporu

Para ve sermaye piyasalarında uluslararası mali işlem şeklinde gerçekleşen, uluslararası özel sermaye hareketleri “kısa”(1 yıldan az) “orta”(1-5 yıl) ve “uzun” (5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleşmektedir. Sermaye piyasası işlemleri tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımıyla gerçekleşmekte ve portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır(Karluk, 1996: 538).

2004 yılında 323,9 Milyar Dolar, 2005 Yılında 479,6 Milyar Dolar olarak gerçekleşen sermaye hareketlerinin, Tablo: 1.2’de görüldüğü gibi 2006 yılında 417,9 Milyar Dolar, 2007 yılında ise 403,6 Milyar Dolar olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Tablo:1.2 Gelişmekte Olan Bölgelerde Sermaye Hareketlerinde Beklenen Gelişmeler

Bölgeler	2004	2005	2006*	2007*
Latin Amerika	35,1	63,9	38	51,4
Avrupa	118,2	186,5	166,7	168,4
Afrika/Orta Doğu	10,4	30,4	34,6	29,3
Asya/Okyanus	159,7	198,8	178,6	154,5
Toplam Sermaye Hareketleri	323,9	479,6	417,9	403,6

*IIF Tahmini

Kaynak: Institute of International Finance, Inc. Gelişmekte Olan Piyasalar Yönelik Sermaye Hareketleri Eylül 2006 Raporu

Finansal küreselleşmenin itici gücü olan sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin benimsenmesinde 1980’lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü de büyük olmuştur. Neo-klasik teori bağlamındaki bu düşünce yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi (dış finansal serbestlik) sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir. Bu beklentiler doğrultusunda gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, tahviller, mevduat sertifikası, ticari kağıt ve hisse senedi) gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir. Portföy akımlarının çoğunun 1980’li yılların borç krizinden itibaren sürekli gelişmekte olan ülkelere yönelmesi gelişmekte olan ülkeler açısından yatırımcıların bu ülkelere duyduğu güven olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının bu hızlı artışının nedenleri arasında bir yandan

OECD ülkelerinde devresel olarak gevşek bir para politikasının izlenmesi, uluslararası faiz oranlarındaki düşme ve buna bağlı olarak büyüme hızındaki azalma (itiş etkisi), bir yandan da yeni gelen yatırım fırsatlarının (çekme etkisi) etken olduğu gösterilmektedir. Bununla birlikte, portföy yatırımlarındaki artışta Gelişmekte olan ülkelerdeki özelleştirme programları, ev sahibi ülkenin kredi değerliliği ve yüksek kazanç beklentilerine yönelik kurumsal reformların önemli etkisi olmuştur.

1980'li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip küreselleşmenin ekonomik boyutunun bir diğer ayağını oluşturan (birinci ayak üretimin küreselleşmesi) finansal serbestleşme; "ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması şeklinde tanımlanmaktadır. Finansal küreselleşme; hem küreselleşmenin bir parçası hem de küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsur oluşturmaktadır. Nitekim finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda faiz ve kur dalgalanmalarına imkan tanınması üretimin küreselleşmesinde önemli bir rol oynamaktadır. (Durusoy, 2000:1)

Neo-Klasik yaklaşım, faiz oranlarının serbest piyasa denge noktasına doğru hareketlenmesine izin verilmesinin enflasyonu aşağıya çekeceğini ve büyümeyle olumlu yönde etkileyeceğini savunur. Bu yaklaşıma göre, nominal faiz oranlarının serbest piyasa denge noktasının altında kalmasına yol açacak bir tavan belirlemesi şeklinde ortaya çıkan finansal baskı, ekonomiye bir çok açıdan zarar vermektedir. Nominal faizler için belirtilen üst sınır, enflasyonla aynı oranda yükselmediği sürece, faizler denge noktasının altında kalacak, hatta yüksek enflasyonun egemen olduğu bir ekonomik ortamda, reel olarak negatife düşeceklerdir. Bu ise tasarrufları caydırıcı, tüketimi ise teşvik edici bir etki yaratacaktır, Dolayısıyla tasarruflar optimum düzeyin altında seyredecektir. Bu yaklaşıma göre; düşük faizlerin yol açtığı diğer bir sakınca ise, faiz mekanizmasının yatırıma dönüştürülebilir kaynakları, en üretken alanlara

yönlendirmesinin etkin bir şekilde yerine getirilememesi durumudur. Serbest piyasa koşullarında oluşacak daha yüksek bir faiz düzeyinde, düşük bir üretkenlik nedeniyle karlı olmayan yatırımlar, serbest rekabet koşulları dışında bir takım kanallarla, finansal baskı sayesinde faizleri düşük tutulan tasarruflarla oluşabilirler. Yatırımlara dönüştürülebilecek toplam tasarrufların miktarı aynı olduğu için üretkenliği düşük yatırımların bu tasarruflardan bir kısmını kullanması, daha yüksek üretkenlik düzeyine sahip yatırımların gerçekleştirilmemesi sonucunu doğuracaktır.

Yapısalcı yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerde rekabetçi ve canlı bir şekilde organize olamamış bir piyasanın olduğu ve bunların bankacılık sistemi ile organize olmamış piyasa arasında hareket ettiği ileri sürülmektedir. Tasarruf sahipleri ile yatırımcılar borç vermek veya borçlanmak için bu piyasalardan birisini veya ikisini birden kullanabilirler. Dolayısıyla yatırıma dönüştürülebilecek fonlar, bankacılık sistemi ile organize olamamış piyasa tarafından arz edilen fonların toplamına eşittir. Banka mevduat faizlerinde bir yükselmenin olması, banka mevduatlarında bir artış olmasına, organize olamamış piyasalarda toplanan fonlar ise tasarrufçuların nakit para tutma talebinde bir azalmaya yol açacaktır. Yani organize olmamış piyasadan bankacılık sistemine bir fon akışı olacaktır. Bu noktada en önemli husus, bankacılık sisteminde belirli bir munzam karşılık tutma zorunluluğuna tabi olmasına karşın organize olmamış piyasalarda böyle bir zorunluluğun olmamasıdır. Dolayısıyla organize olmamış piyasadan, bankacılık sistemine bir kaynak akışının olması, her iki sistemin birden sağladığı yatırıma dönüştürülebilir toplam kaynaklarda bir düşüş olmasına yol açacaktır. Eğer bu düşüş mevduat artışı ile telafi edilmezse, finansal serbestleşme sonucunda yatırıma dönüştürülebilir kaynaklarda bir düşme yaşanacaktır. Ekonomik büyümedeki bu azalış, toplam arzı aşağıya çekecek ve yüksek faizler dolayısıyla artan üretim maliyetlerine ilave bir enflasyonist etki ortaya çıkacaktır.

Uluslararası finansal piyasalar arasındaki etkileşim ve bağların bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda güçlenmesi ve piyasaların yeni finansal araçlarla derinleşmesi finansal serbestleşirmeyi hızlandırmış ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. 1980'li yıllarda yoğun olarak yaşanmaya başlayan finansal serbestleşme sonucunda, uluslararası sermaye, ülkeler arasındaki

getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamıştır. Finansal serbestleşme sürecine dahil olan ve bu süreçten yararlanma yolunu seçen gelişmekte olan ülkeler, beklemedikleri ve öngörmedikleri birtakım sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Kambiyo rejimlerindeki serbestleşmeler, gelişmekte olan ülkelerin ve uluslararası finans piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmalarına karşın, gelişmekte olan ülkelerin bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme olanaklarını sınırlamış, dolayısıyla da söz konusu ülkelerin kendi ülkelerine özgü büyüme ve kalkınma hedefleri saptama ve uygulama şanslarını ortadan kaldırmıştır(Yeldan, 2002:2).

Uluslararası sermaye hareketlerinde 1990'larda gerçekleşen büyük artış, uluslararası portföy çeşitlendirilmesine olanak sağlayan iki önemli gelişmeye bağlı olarak gerçekleşmiştir. İlk olarak, gelişmekte olan ülkeler, finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirerek ve onları yabancı yatırımcılara açarak uluslararası bütünleşmeye katılım derecelerini önemli ölçüde yükseltmiştir. Gelişmekte olan ülkeler aynı zamanda, kamu kuruluşlarını özelleştirerek, daha derin ve akışkan finansal piyasaların oluşumunu destekleyerek de yatırım imkânlarını artırmışlardır. Aynı zamanda bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler dünya genelindeki yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini daha kolay bir hale getirmiş ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. Teknolojide, özellikle iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler, yatırımlarla ilgili bilgi sağlamada kolaylıklar getirerek ve risk yönetiminde daha etkin finansal enstrümanların oluşumunu destekleyerek yabancı yatırımlar için sınır ötesi yatırımları kolaylaştırmıştır (Moreno, 2000:1).

1990'larda finansal piyasalardaki küreselleşme ve finansal sistemlerin serbestleştirilmesi sermaye hareketlerinin resmi kanallardan özel kanallara kaymasına neden olmuştur. Finansal piyasaların birbirine bütünleşmesiyle ülkeler resmi kanallardan doğrudan borçlanmak yerine uluslararası piyasalardan borçlanmayı tercih etmişlerdir. Bunun sonucunda, uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerin makro dengesizlikleriyle bağlantısı zayıflamış ve gelişmekte olan ülkelerin Bretton Woods sistemindeki aksine uluslararası piyasalara girebilme olanakları genişlemiştir.

Küreselleşme tartışmalarında sermaye hareketleri merkezi bir rol oynar. Günümüzde gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcıların yönettiği fonlarda büyük artışlar olmuştur. Bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler de fonların dünya ölçeğinde kolayca hareket etmesine olanak sağlamıştır(Seyidoğlu, 2003: 142).

Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların yüksek getirileri, bu ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak tüm bu faktörlerin yanı sıra, sermaye hareketleri açısından en önemli faktör olmasa da en gerekli olanı, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme doğrultusunda, sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmalarıdır. Gelişmekte olan herhangi bir ülkeye yapılabilecek yatırımın getirisi ne kadar yüksek ya da ülkenin makroekonomik koşulları ne kadar iyi olursa olsun söz konusu ülkeye yatırım yapılması için gerekli koşullar sağlanamazsa sermaye hareketleri de gerçekleşemeyecektir.

Ülkeye gelen finansal yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz girişi sağlamaktadır. Döviz girişinin ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış yurt içi hasılayı arttırmaktadır. Ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması halinde ithalattaki artışa bağlı olarak ülke büyük bir cari işlemler bilançosu açığı ile karşı karşıya kalmaktadır(Calvo, Leiderman and Reinhart, 1993:128).

1.2 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Kısa vadeli sermaye ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelebilmektedir. Bu nedenle bu tür sermaye büyük ölçüde spekülatif ve sıcak para özelliği taşıyabilmektedir. Vadelerinin kısalığı nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunamamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir(Kont, 1998; 695-707).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ÷lkelere yönelmesinin bir sebebi ise arbitraj gelirlerini kurun değeri lenmesini sağlayarak önemli ölçüde arttırmaktır. Başka bir ifadeyle balonlar oluşturarak gerçek ekonomik değeri ler dışında farklı değeri ler spekülasyonlar yardımıyla yüksek getiriler elde etmektedir.

Gelişmekte olan ÷lkelere yönelik fon akımlarının sebepleri iki başlık altında incelemiştir. Bunlardan ilki İçsel faktörler, diğeri ise Dışsal faktörlerdir. İçsel Faktörler, gelişmekte olan ÷lkelerin gerek genel ekonomi, gerekse mali piyasaları ile ilgili olarak, daha etkin bir serbest piyasa ekonomisini yaratabilmek için yapmış oldukları reform hareketlerini ve cari piyasa koşullarını ifade etmektedir. Bu faktörler, ilgili ÷lkelerin kendi mekanizmaları tarafından yaratılmış olduğundan içsel faktörler olarak anılmaktadır. İçsel faktörler, sermaye hareketlerini çekme bakımından dışsal faktörlerden daha etkilidir(Alp, 2002: 194).

İçsel faktörleri şu şekilde açıklayabiliriz; İlk olarak gelişmekte olan ÷lkelerdeki ekonomik altyapı ve mevzuatla ilgili başarmış oldukları uyumlardır. Makro ekonomik istikrar, mali piyasaların liberalleştirilmesi, hızlı ekonomik büyüme, gelişmekte olan ÷lkelere yönelik daha önce oluşturulan fonların ve yapılan direkt yatırımların yüksek getiriler sunması gelişen piyasalara yönelik yatırımcı güvenini ve yönelimini artırmıştır.

Başarılı fiyat istikrar programlarının uygulanması, fiyat istikrarı, yalnız yabancı yatırımcılar için değil ulusal yatırımcılar açısından da yatırımlarını planlayabilme, diğeri bir deyişle, yatırım kararını oluşturabilme aşamasında rol oynayan en önemli etkenlerden biridir. Yabancı yatırımcıların, yatırım yapacakları ÷lkelerin gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etme bakımından, piyasalara daha yakın ve bu anlamda daha fazla deneyim sahibi olan ulusal yatırımcılara göre, dezavantajlı konumda olacakları bir gerçektir. Bu nedenle, yabancı yatırımcılar, yatırım yapacakları ÷lkelerle ilgili olarak, genellikle geçmişteki fiyat hareketlerini dikkate almakta ve başarılı bir fiyat istikrar programına sahip olmayan ÷lkeleri gündemlerine almak istememektedirler. Bu bağlamda fiyat istikrarını sağlamış ÷lkeler daha fazla sermaye hareketlerini daha düşük risk primleri ile çekebilmektedir.

Yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkelerle ilgili olarak en çok dikkat edecekleri konuların başında ilgili ülkelerin uyguladıkları döviz politikası ve sonuç olarak döviz kurları gelmektedir. Çünkü yabancı yatırımcılar, ilgili ülkeye getirip çoğu zaman o ülkenin parasına çevirdikleri fonlarını, belirli bir yatırım dönemi sonunda, ya kendi ülkelerinin paralarına veya uluslararası konvertibiliteye sahip diğer dövizlere çevirmek isteyeceklerdir. Söz konusu döviz kurlarının, genel fiyat seviyesi ve faiz oranlarına göre daha fazla artmış olması yabancı yatırımcıları beklemedikleri bir durumla karşı karşıya getirecektir. Yatırım yapılan ülkenin parası cinsinden getiri oranı yüksek gözükse bile, söz konusu fonlar diğer dövizlere dönüştürüldüğünde ülkeye yatırım yapılan tutar kadar bile bir fon elde kalmayacak, yani anapara azalmış olacaktır. Bu bakımdan yabancı yatırımcılar yatırım yapılan ülkenin döviz kuru politikasına çok önem vermektedirler. Dolayısıyla ülkelerin uygulayacakları faiz oranları sadece kendi başlarına bir ölçüt olmayacak aynı zaman da kur politikaları ile uyumluluğu büyük önem arz edecektir.

Ülkelerin fon çekebilmesinde içsel faktörlerden bir diğeri de yatırımcıların yatırımlarını koruyucu önlemlerin ilgili otoritelerce alınmasıdır. Kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımlarında, yabancı yatırımcıların en çok üzerinde duracakları konu, kamuyu aydınlatma ile ilgili standartların oluşturulup oluşturulmaması ve oluşturulmuş olması halinde, etkin işleyip işlemediğidir. Yabancı yatırımcıların, piyasaları ve şirketler kesimini yerel yatırımcılar kadar bilememesi, bu yatırımcıları tamamen otoriteler tarafından açıklanan bilgilerle baş başa bırakmaktadır. Burada kamuya açıklanan bilgilerin tam ve doğru olması ve bunların uluslararası standartlarla paralellik göstermesi, yabancı yatırımcıların bunları güvenerek kullanmasını sağlayacaktır. Her şeye rağmen karşılaşılan sorunlar konusunda, gerek kamusal idarelerin sorunun çözümüne yaklaşımı ve gerekse yargı sisteminin etkin işleyişi yabancı yatırımcıların kararlarında önemli rol oynayacaktır.

Ülkelerin iletişim teknolojilerine yapmış olduğu yatırımlar ve bunların işlerliği ise fonların ilgili ülkeye akınında ayrı bir önem arz etmektedir. Genel olarak iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ve özel olarak yeni gelişen piyasalarla ilgili olarak veri tabanı hazırlanmış olması, potansiyel yatırımcıların yeni gelişen piyasalara

yönlendirilmelerinde oldukça etkili olmuştur. Özellikle yüksek tutarlı fonları yöneten kurumsal yatırımcılar, yatırımlarını yönlendirirken bu tür veri tabanları ve endekslerden yararlanmaktadır. Veri tabanı konusundaki gelişmelere, genel olarak işlem yapmayı kolaylaştıran telekomünikasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler eklenince gelişmekte olan ülkeler mali piyasalarında işlem yapmak çok kolaylaşmış ve sonuçta bunlar işlem hacimlerinin artması sonucunu doğurmuştur. Kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımları olarak gelişmekte olan ülkeler önemli tutarda fon akışına katkıda bulunan teknolojik gelişmeler ve Dünya Bankası, OECD gibi uluslararası kuruluşların çabaları, direkt yatırımlar alanında da çok önemli rol oynamaktadır.

Finansal piyasalarda fon akımlarını etkileyen bir diğer içsel faktör de ilgili ülkelerin uyguladıkları özelleştirme programlarıdır. Gelişmekte olan ülkelere 1980'li yıllardan sonra yaşanan bir gelişme de özelleştirme uygulamalarıdır. Özellikle bu konuda başı çeken ülkeler, serbest piyasa ekonomisinin özelleştirme yapılmadan etkinlik kazanamayacağını kavramış ve ciddi adımlar atarak gerek menkul kıymetler borsası kanalıyla ve gerekse blok satışlar yaparak birçok kamu şirketini özel mülkiyete devretmiştir. Doğal olarak bu çalışmalar, pazarlanabilir menkul stokunu arttırmış ve satışların kolay yapılabilmesi için çok cazip fiyat olanakları sunmuştur. Özelleştirme uygulamaları, bir yandan menkul kıymet stokunun artışını sağlayarak mali piyasaların gelişimine katkıda bulunurken, bir yandan da ekonominin kamu müdahalelerinden arınıp serbest piyasa mekanizmasına ve dolayısıyla rekabetçi piyasa ortamına terk edilmesine neden olmuş, bu ortam da yabancı yatırımcıların yerel piyasalara yaklaşımında olumlu katkılar sağlamıştır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik fonlarda artışlara sebep içsel faktörlerin yanında dışsal faktörlerde rol oynamaktadır. Dışsal faktörler, yatırım yapılacak olan ülkenin koşulları aynı kalmakla beraber, yatırıma konu olabilecek diğer ülkelerin koşullarında bozulma olması ve sonuçta koşullarında değişme olmayan ülkenin göreceli olarak iyi konuma gelmesini ifade etmektedir. Bu faktörler gelişmekte olan ülkelerin uluslararası fonları çekmesinde içsel faktörler kadar rol oynamamakla beraber, göreceli üstünlüklerin önemli rol oynadığı günümüzde bu faktörlerin dikkate alınmasında fayda vardır.

Uluslararası faiz oranları ve diğer getiri oranlarında azalmalar dışsal faktörlerin başında gelir. Sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamaların kaldırıldığı ve piyasaların adeta birbirine bütünleşmiş tek bir piyasaymış gibi faaliyet gösterdiği günümüzde, fonlar en güvenli ve yüksek getirinin verildiği merkezlere yönelmektedir. Bu nedenle, uluslararası sistemde yer alan ülkelerden bazılarında, gerek faiz gerekse diğer getiri oranları bakımından herhangi bir değişme olmazken, diğer bazı ülke piyasalarında gerek faiz oranları gerekse diğer getiriler bakımından azalma olması, bu merkezlerdeki fonların diğer merkezlere yönelmesine yol açacaktır. Piyasa koşullarında değişme olmayan ülkeler göreceli olarak avantajlı konuma gelerek uluslar arası sermaye hareketlerinden daha fazla pay alacaklardır.

Piyasa katılımcılarının sayısının artması ise başka bir dışsal faktördür. Gerek ulusal gerekse uluslararası kurumsal yatırımcıların sayısında ve yönettikleri portföylerin hacminde önemli artışlar yaşanmıştır. Bu gelişme, sınır ötesi finansal işlemlere uygulanan kısıtlamaların kaldırılmasıyla başlamış ve bugünkü noktasına ulaşmıştır. Kurumsal yatırımcıların yönetmiş oldukları portföylerin hacimlerinin artmış olması, gelişen piyasaların bu fonları cezbe edecek düzeyde politik ve ekonomik düzeye gelmesi ve yüksek getiri sunmaları bu fonların bir kısmının gerek portföy çeşitlendirme ve gerekse yüksek getiri düzeylerinden yararlanma amacıyla ilgili ülkelere yönelmesine neden olmuştur.

Diğer ülkeler ve bölgelerde yaşanmakta olan ekonomik durgunluk finansal fonların gelişmekte olan ülkelere yönelmelerinde diğer dışsal bir faktördür. Piyasa koşullarında değişme olmayan ülkelere göreceli avantaj sağlayacak bir diğer konu da, diğer ülkelerde yaşanmakta olan ekonomik durgunluktur. Bu durgunluk, piyasa katılımcıları açısından elverişli bir ortamı ifade etmeyeceğinden, sermaye hareketleri, ekonomik durgunluğun yaşanmadığı alternatif ülkelere yönelecektir.

Sermaye hareketleri 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin ve serbest değişken kur sisteminden, ülkelerin finansal serbestleşmeye olanak tanımalarından, ülke ekonomilerinin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizliklerinden,

banka ve diğer ödünç veren kurumların oldukça istekli olmalarından etkilenmiştir(Akdiş, 2002: 14).

1.3 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Finansal serbestleşme ile artan bu tür sermaye hareketlerinin yöneldikleri ülke ekonomilerine katkı sağlayıp sağlamadığı konusunda değişik görüşler vardır. Finansal serbestleşmenin katkıları olduğunu savunan Neo-klasik yaklaşıma göre, bu finansal serbestleşme ile faizler yukarı doğru bir seyir izleyeceğinden bireyleri tasarruf etmeye yönlendirecek ve bu tasarruflarla daha kolay yatırımlar yapılabilecektir. Ayrıca bu şekilde artan faiz hadleri ile birlikte dış kaynaklı sermayede ülkeye yöneleceğinden yarımrlar için eksikliği hissedilen sermaye açığı kapatılacaktır.

1983 yılından itibaren finansal serbestleşme ile birçok gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını sermaye hareketlerine açtığı görülmektedir. Kuskusuz ulusal finans piyasalarının sermaye hareketlerine açık olması, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermayeden daha fazla yararlanabilmesi anlamında da önemlidir. Ancak gerek Latin Amerika ülkelerinde gerekse Asya ülkelerinde yaşanan krizler göstermiştir ki, istikrarlı bir makro ekonomik ortam olmadığında spekülative nitelikli sermaye akımları krizleri beraberinde getirmektedir. Bu gelişmede ulusal finans piyasalarında yaşanan düzenleme-denetim mekanizmalarının yetersizliği ve piyasa başarısızlıklarının payı da vardır (Başoğlu, 2001:45).

Neo-Klasik görüşe göre finansal serbestleşmeyle ülke içerisine girecek sermaye akımları yatırımlar ve büyüme için bir kaynak oluşturacaktır. Böylelikle daha yüksek bir büyüme oranı yakalanarak sermaye eksikliğinden kaynaklı durumlar aşılması olacaktır. Finansal serbestleşmeden önce ülkeler ekonomik dengeleri oturtmuş olmalı; fiyat istikrarını sağlamış, kamu açıkları ve harcamaları büyük oranda azaltılmış, özelleştirme tamamlanmış, vergi reformu oluşturulmuş, rekabetçi ve sermaye giriş çıkışlarının spekülative olarak kullanılamayacağı finansal ve makroekonomik değerlere ulaşılmış olmalıdır. (Yentürk, 1995 : 67).

Neo-Klasik yaklaşıma en büyük eleştiri gelişmekte olan ülkelerde sermaye akışlarının spekülatif amaçlı olması, yatırımları desteklememesi dolayısıyla kamunun bu sermaye akımlarıyla yüksek faize ve görevlerini yerine getiremez bir yapıya büründürülmesidir.(Yentürk, 1995: 68).

Gelişmekte olan bu piyasalar da kamu borçları ve cari açıklar kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilir. Dolayısıyla dış alemden gelen yabancı para, yerli paraya çevrilince ilgili ülkede yabancı para bolluğu yaşandığından yerli para yabancı para karşısında değer kazanmaktadır. Değerlenmiş yerli para ithal girdilerin yerli girdilerden daha ucuza mal olmasından dolayı tercih sebebi olmaktadır. İşte bu şekilde başlayan mekanizma büyüyerek ithalat-ihracat dengesini yerli mallar aleyhine çevirerek dış ticaret açığını büyütmektedir. Risk primi arttığından ülkede uygulanan faiz hadleri dış alemin hayli üzerinde getir sağlamaktadır.

Adından da anlaşılacağı üzere bu tür kaynakların vadesi kısa olduğundan ve her an dolar ve benzeri para birimlerine dönüşüp ülkeyi terk edecek olması beraberinde riskleride taşımaktadır. Gerek vadelerinin kısa olması, gerekse her an nakde dönüşebilmeleri, kısa vadeli kaynakların her an ülkeyi terk edebileceği anlamına gelmektedir. Ülkeyi terk edebilecek konumda olan bu fonların, çoğunlukla yatırım yapılan ülkenin parasına dönüştürülmüş olması, çıkış anında bu fonların yeniden Dolar, Euro ve Yen gibi uluslar arası geçerliliği olan dövizlere dönüştürülmesini gündeme getirecektir. Özellikle, yatırım yapılan ülkede herhangi bir siyasi ya da ekonomik olumsuzluğun ortaya çıkmış olması durumunda, ilgili ülke kısa vadeli fonların kaçışına maruz kalacak ve faiz oranları artsa bile bu fonların kaçışını dengeleyecek yeni fonları cezbedemeyecektir. Bu durumda, döviz kurlarını muhafaza edebilmek, ilgili ülkenin merkez bankasının yeterli yabancı para stokuna sahip olup olmadığına bağlı olacaktır. Yeterli rezerve sahip olunmaması halinde, dövize olan talep nedeniyle ilgili ülkenin parası değer kaybedecek ve olayın büyüklüğüne göre bu sorun mali piyasaların diğer kesimlerine ve reel ekonomiye yansımacaktır(Alp, 2002: 186).

Globalleşme, ülkelerin, milletlerin, kültürlerin, yasal ve kurumsal düzenlemelerin dünyanın her yerinde aynışmasını sağlamaya çalışan bir süreçtir. Bu sürecin sermaye hareketleri ve teknolojik gelişmeler ile hızlandığı da bir gerçektir. Aslında teknolojik gelişmeler, özellikle haberleşme teknolojisindeki gelişmeler, sermaye hareketlerinin daha önce görülmemiş boyut ve miktarlarda hızlanmasına ve çeşitlenmesine yol açmıştır. Ne var ki, hızlanan ve büyüyen bu sermaye hareketlerinin kalıcı yatırımlara dönüşmeyen kısmı, yani kısa vadeli sermaye hareketleri her zaman ekonomileri olumlu etkilememekte; ani giriş ve çıkışları ile finansal dalgalanmalar ve krizler meydana getirebilmektedir (Akdiş, 2002:22).

Genellikle sermaye hareketleri ekonomi politikalarında güvenle birlikte artmaktadır. Ancak belli bir noktadan sonra her şey kendiliğinden değişmektedir. Piyasalarda güvenin tesisi ile birlikte artan sermaye hareketleri kurda değerlenmeye sebep olmakta bu nedenle cari açık oluşmakta ve devalüasyon beklentileriyle de ülkeden sermaye çıkışının başladığı bir döngü oluşmaktadır. Ülkeden çıkan sermaye hareketlerinin kurda meydana getirdiğı düşüş döviz satışları ile engellenebilir ancak rezervlerde ciddi eksilmeler oluşturur. Bu durumda sıkı para politikası uygulanması faizlerde yükselme ve dolayısıyla ekonomide durgunluğa sebep olur. Diğer taraftan devalüasyon cari hesapta fazla verdirirken, enflasyon artışına sebebiyet verir. Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durgunluktan çıkma uğraşları büyüme başlatır ve yeniden ülkeye sermaye hareketleri gelmeye başlayarak aynı döngü tekrar işlemeye başlar(Altınkemer, 2003:7).

Aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayini olumsuz etkileyerek uluslararası rekabet gücünü azalmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişı ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle kur ayarlaması beklentisi içine girilmesi sermaye kaçışına neden olduğu gibi, doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişinin de olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır(Durusoy, 2000:1)

1.4 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler

Kısa vadeli sermaye hareketlerine getirilen en büyük eleştirilerden birisi derin bir finansal yapıya sahip olmayan ekonomilerde spekülâtif saldırılarda baş rol oynayarak finansal krizlere sebep olmasıdır. Ülkelerin finansal serbestleşmeyle birlikte ekonomilerini sermaye hareketlerine açmalarının sonucunda artan para transferleri beraberlerinde herhangi bir ülkede oluşan krizin diğer ülkelerde (yayıma) bulaşma riskini beraberinde getirmiştir. Finansal serbestleşmeyi savunan ekonomistlerin özellikle üzerinde durdukları konulardan biri de sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden istenilen faydaların elde edilebilmesi için ekonomide bazı şartların yerine getirilmiş olmasıdır. Bunlar iyi bir piyasa yapısına sahip olmak, düşük enflasyon, yüksek istihdam ve derin bir finansal piyasadır.

Genel olarak sermaye girişlerinde dalga şeklini alan artışlar ve kredi yaratma mekanizmalarının genişlemesiyle birlikte ekonomik aktivitelerdeki sürekli bir patlamanın ardından bir durgunluk oluştuğunda finansal krizler ortaya çıkmaktadır. Bankacılık sektöründeki problemleri, gizli veya açık mevduat garantileri ve zayıf denetim kredi akımlarındaki artışı şiddetlendirmektedir. Krizler ulusal paranın aşırı değerlenmesi, ihracatın azalması ve finansal aktif fiyatlarındaki sabun köpüğü türündeki artışların patlaması ile eşanlı olarak ortaya çıkmaktadır(Kaminsky ve Reinhart, 1998:445).

Ulusal mali piyasalar üzerinde kontrollerin kaldırılması ve bu sürecin uluslararası alana taşınması, iletişim ve bilişim teknolojisindeki gelişmelerin de katkısıyla ulusal finans piyasalarında yapılan işlemleri de uluslararası nitelikli hale getirmiştir. Ulusal finans piyasalarının dünya çapında bütünleşmesini sağlayan bu süreç, söz konusu piyasaların klasik işlevine yeni bir boyut kazandırmıştır: Fon arz ve talep edenlerin uluslar arası nitelik kazanması ve buna bağlı olarak herhangi bir ülkede çıkan krizin finansal piyasalar aracılığıyla diğer ülkelere de yayılmasına sebep olmaktadır.

Finansal serbestleşme ve ekonomik krizler arasında 1970–1995 yıllarını içeren çalışmada elde edilen bulgulara göre finansal serbestleşme ve finansal krizler arasındaki ilişkinin 1970–1979 yılları arası ortalama yıllık 0,3 iken, 1980–1995 yılları arası 1,4'e yükseldiği görülmüştür(Kaminsky ve Reinhart, 1999: 478).

Finansal istikrarsızlığın uluslararası sermaye hareketlerindeki yoğunluğun spekülative niteliğinden kaynaklandığı değerlendirilmesi bazı iktisatçılar tarafından sık olarak yapılmaktadır. Zira, finans piyasalarındaki küresel bütünleşme, fiyat, faiz ve döviz kurlarına ilişkin küçük değişimler ya da değişme beklentilerine bağlı olarak yatırımcıların yeni bir portföy kompozisyonu oluşturabilmelerine olanak sağlamakta ve yüksek miktarlarda para ülkeler arasında yer değiştirebilmektedir. Bu şekilde ülkeden sermaye çıkışı reel ekonomiyi etkileyerek, sermayenin üretim ve birikim sürecinde değerlendirilmesi olanaklarını ortadan kaldırmaktadır.

Gelişmiş ekonomilerde, finansal sistemin kurumsal yapısı söz konusu olduğunda iki temel özellikten bahsedilebilir. Bunlar; güçlü paralara sahip olduklarından borç sözleşmeleri ulusal para ile yapılır ve söz konusu ülkelerde de enflasyon ılımlı bir seyir izlediğinden borç sözleşmeleri uzun vadeli. Gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteminde ise, yüksek oranlı yerleşik enflasyonun hüküm sürdüğü makro ekonomik koşullara bağlı olarak borçlanma süreleri kısa, risk primi yüksektir ve sözleşmeler yabancı para ile yapılmaktadır. Genişletici para politikaları da bu duruma katkı yapmaktadır. Finansal serbestleşme ve sermaye akımları yanında uygulanan döviz kuru politikası ve fiyat istikrarının varlığı da finansal istikrarın sağlanmasında etkili olmaktadır. Kırılgan bankacılık sistemi kısa vadeli ve yabancı para cinsinden borçlanmalar, olası bir kur ayarlaması neticesinde faiz oranlarında dramatik yükselişleri, banka bilançolarının bozulmasını ve finansal istikrarsızlığı beraberinde getirmektedir(Mishkin, 1996: 23).

Finansal piyasalar, diğer piyasalara göre, daha fazla piyasa başarısızlığı ile karşılaşmaktadırlar. Söz konusu piyasaların olumlu performansı ekonominin diğer sektörlerinin de iyi çalışmasını sağlamaktadır. Bu nedenle finans piyasalarında istikrarsızlığın giderilmesine yönelik olarak yapılacak düzenlemeler sadece finans

piyasalarının değil, ekonominin genel performansını da etkileyecektir. 1980'li yılların ortalarından itibaren finansal serbestleşme ile birçok gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını sermaye hareketlerine açtığı görülmektedir. Kuşkusuz ulusal finans piyasalarının sermaye hareketlerine açık olması, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermayeden daha fazla yararlanabilmesi anlamına gelmektedir. Ancak gerek Latin Amerika ülkelerinde gerekse Asya ülkelerinde yaşanan krizler göstermiştir ki, istikrarlı bir makro ekonomik ortam olmadığında spekülasyon nitelikli sermaye akımları krizleri beraberinde getirmektedir. Bunda ulusal finans piyasalarında yaşanan düzenleme-denetim mekanizmalarının yetersizliği ve piyasa başarısızlıklarının payı da vardır. Bu bağlamda finansal piyasaların istikrarını sağlamak ve finansal serbestleşmeden arzulanan yararları elde edebilmek amacıyla gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalarla ilgili hukuksal alt yapının sağlanması, denetim mekanizmalarının kurulup işletilmesine yönelik politikalar önerilebilir.

Kriz genel anlamda normal olmayan, değişiklik gerektiren istikrarsız bir durumdur. Kriz bir birimin düzgün çalışan sistemini bozan ve birden bire ortaya çıkan bir durum olarak da açıklanabilir. Belli bir sistemin kendi dinamiğinde var olan sebepler kriz kaynağı olabildiği gibi dışsal etkilerin sebep olduğu krizler de vardır. Kriz gerek makro yapıyı bozarak gerekse mikro yapının uyumunu bozarak süresine ve derinliğine bağlı olarak sistemde büyük tahribatlara yol açar. Ekonomik açıdan kriz üretimin durması, ihracatın zorlaşması, kredi ve maliyetlerde artış hatta kredi bulunamaması, iş gücü azaltmalara gidilmesidir. İşletme açısından ise işletmenin içinde bulunduğu sektörde var olamaması, faaliyetlerinin kesilmesi ve şirketin yapısının bozulmasıdır.

Krizi finansal dünyada ele alırsak, ülke parasına yapılan açık yada gizli spekülasyon saldırıları neticesinde ülke parasının devalüe edilerek değerini kaybetmesi, ülke rezervlerinin erimesi, ve gayri safi milli hasılda yarattığı gerilemedir.

1990 sonrası krizler kendilerinden önceki krizlerden üç sebeple ayrılır. Bunlar; bilgi teknolojisindeki buluş ve yeniliklerin finansal teknolojideki etkileri, yaygınlaşan finansal serbestleşme ve küreselleşme olgusudur.

Yukarda saydığımız üç özellik krizlere yeni boyutlar kazandırmıştır. Birincisi etki alanıdır. 1990 öncesi krizler bütün dünyayı veya bölgeyi etkilerken 1990 sonrası krizler belli sınırlar içerisinde ülke veya birlik içinde kalmıştır. İkincisi finansman şekilleri ve araçlarıdır. 1990 sonrası krizlerde öncekilerinin aksine portföy yatırımları ve banka borçlarının önemli rol oynamasıdır. Üçüncüsü kredi veren kurum ve hükümetlerin tepkisidir. 1990 sonrasında kredi veren hükümetlerin IMF vasıtasıyla diğer ülkenin istikrarının sağlanması yönünde etkin rol oynadığı görülmektedir. Daha önceki dönemlerde bu etkinin sınırlı olduğu görülür. Dördüncüsü kriz yaşanan ülkedeki tepkilerde ki farklılıklardır. 1990 sonrası kriz sonrası ülkelerin ithal ikamesi ve mali ayarlamalar yerine parasal ayarlamalara ağırlık verdiği görülmektedir. Beşinci farklılık ise kriz çözümlerinde görülür. 1990 öncesi kriz yaşayan ülkeler kur ayarlaması yaparak sıkı para ve mali politikalar izlerken 1990 sonrası ülkenin parasının değerine, dış borç hacmine bağlı olarak para arzı genişletilip, faiz oranı düşürülerek finansal krizlere çözüm aranmaktadır. Sermaye hareketlerinden kaynaklanan ve diğer ülke ekonomilerini etkileyerek literatüre geçen belli başlı finansal krizler şunlardır:

1.4.1 Latin Amerika Krizi

Finansal serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin sebep olduğu önemli krizlerden biri Latin Amerika krizidir. Bu ülkelerde finansal gelişmişlik seviyesi ülkeden ülkeye büyük farklılıklar göstermekte ve finansal sektör baskı altında bulunmaktaydı. Finansal baskı, faiz oranlarının kontrol edilmesi, kredi tesisinin devlet tarafından yapılması, menkul kıymet borsalarının ve yeni mali kurumların kurulmasının engellenmesi, sermaye hareketlerine sınır getirilmesi şeklindeydi. Finansal baskı Latin Amerika ülkelerinde finansal sektörün daralmasına yol açmıştır. Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda görülen yüksek enflasyon ve aşırı değerlenmiş ulusal paralar, kişileri tasarruflarını değişik finansal aktifler arasında paylaşmaya yerine, döviz cinsinden tutmaya sevk etmiştir.

Kronik hale gelmiş enflasyonu engellemek için döviz kurundaki değişimleri önceden gösteren takvimler yayınlanmıştır. Bu takvimler halk arasında ulusal paranın değerinin düşmesinde yavaşlamalar olacağı ve enflasyon oranının uluslararası düzeylere yaklaşacağı beklentisinin yaygınlaşması amacıyla kullanılmışlardır. Aynı zamanda bu ülkeler sermaye hesaplarını serbestleştirerek ulusal faiz oranlarını, uluslararası faiz oranlarına yaklaştırmaya çalışmışlardır. Alınan bu tedbirler sayesinde enflasyonun ve faiz oranlarının düşeceği bekleniyordu. Ancak enflasyon beklenildiğinden daha yüksek çıkmış ve bu yüzden de reel olarak Latin Amerika ülkelerinin ulusal paraları büyük ölçüde değerlenmiştir. Bu durumdan ihracat ve üretim olumsuz biçimde etkilenmiştir. Ulusal ve uluslararası faiz oranları arasındaki büyük farklar yüzünden ve döviz kurundaki değişikliklerin önceden ilan edilmesinden dolayı, sermaye girişleri hızlanmış ve bu durum hızlı bir parasal genişlemeye yol açmış, sonuç olarak yerli talebin kontrol edilmesini güçleştirmiştir.

Mali sistemi kontrol eden etkin bir denetim mekanizmasının olmaması ve mevduata verilen garantiler nedeniyle bankalar aşırı derecede borç vermişlerdir. Bankaların verdiği borçlar daha çok yurtdışından dolar cinsinden ve düşük faiz oranlarından aldıkları kredilerden oluşuyordu. Bankalar düşük faizden aldıkları kredileri yurtiçinde yüksek faizden ve ulusal para cinsinden ödünç vererek büyük kârlar elde etmişler, ancak bu durum dolar cinsinden borçlarının artmasına neden olmuştur. İflas eden birçok banka daha sonra devlet tarafından kurtarılmıştır. Kurtarma operasyonlarının neden olduğu aşırı parasal genişleme, izlenen yapısal uyum politikalarının sürdürülmesini olanaksız hale getirmiş ve bir müddet sonra Arjantin ve Şili'de devlet yeniden mali sektörü denetim altına almak zorunda kalmıştır. Ancak bu durum çok uzun sürmemiş ve bir müddet sonra her iki ülke yeniden finansal serbestleşme politikalarına geri dönmüşlerdir. Öncelikle mali durumu kötü olan bankalar kamulaştırılmış daha sonra yeniden özelleştirilmişlerdir. Birçok Latin Amerika ülkesi gibi, Arjantin ve Şili de uzun dönemi kapsayan bir mali ıslah programı yürürlüğe koymuş ve etkin bir finansal denetleme sistemi oluşturmaya çalışmıştır(Güloğlu ve Altınoğlu 2002: 118).

1.4.2 Meksika Krizi

10 yıla yakın bir süredir ekonomik durgunluk ve yüksek enflasyonla yaşayan Meksika, 1985 yılında ticareti serbestleştirdi, ardından 1987 yılında serbest piyasa pazarı oluşturmaya yönelmiştir. Bu reformların ardından 1989–1994 yılları arasında Meksika ekonomisi ortalama yıllık % 3,1 büyüme gerçekleştirmiştir. Meksika ekonomisinde 20 yıldan beri ilk kez enflasyon tek haneli rakamlara düşmüş, finansal reformların devamı ve düşük faizli Amerikan bonolarının etkisiyle birlikte büyük miktarda kısa vadeli sermayeye ev sahipliği yapmıştır. Ancak 1994 yılı aralık ayında Meksika Peso'sunun devalüasyonu ile birlikte sermaye hareketleri tersine dönmüş ve kriz patlak vermiştir (Gil-Diaz, 1998: 303).

Latin Amerika'daki krizlerden farklı olarak, 1994- 1995 yıllarındaki Meksika krizi makroekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmıştır. Meksika ekonomisine sermaye girişi kriz öncesinde hızlanmıştır. Hızlı sermaye hareketleri toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerinde finansal serbestleşme programlarının uygulanmaya konulduğu yıllarda özel tasarruf oranlarının düştüğü görülmüştür. Hızlı portföy akımları Latin Amerika ülkelerinde rahatlığa neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmek pahasına tüketimi artırma alışkanlığına yol açmıştır. Böylelikle cari işlemler açığı hızla artmış ve yatırımcılar bu açığın uzun süre sürdürülemeyeceği hissine kapılmışlardır. Bunların dışında özel sektöre açılan kredilerin hızla artması çıpaya dayalı döviz kuru politikasının devam ettirilmesi, uluslararası faiz oranlarının özellikle A.B.D'deki faiz oranlarının yükselmesi, politik belirsizlikler gibi faktörler Meksika ekonomisine olan güveni oldukça zayıflatmıştır.

Özel sektöre açılan kredilerdeki artışlar bankacılık sisteminde düzenleme ve denetlemenin etkin olmadığı bir durumda ortaya çıkmıştır. Ayrıca bankalar açtıkları kredilerin kullanım alanlarını kontrol edebilecek bir mekanizmaya kendi bünyelerinde sahip değildir. Bankaların kredi portföylerindeki belirgin kötüleşme nedeniyle 1995 yılından itibaren banka kredilerinin artış hızı büyük oranlarda yavaşlamıştır.

Meksika hükümetinin döviz kuru bandını %15 oranında genişletme kararından sonra, pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki günde 5 milyar dolar eridikten sonra bunun yeterli olmayacağı düşünülmüş ve pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır.

Panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve sermaye hareketlerinin çıkışı krize neden olmuştur. Meksika'daki kriz güvensizlik nedeniyle "tekila" etkisiyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüslere neden olmuştur. Krizle birlikte Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış ve 1995 yılında Meksika ekonomisinden yaklaşık 3.4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkmıştır.

ABD para birimine bağlı döviz politikası uygulaması neticesinde ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketleri para arzı ve refahı arttırmış, azalan tasarruf ve yatırımlarla birlikte artan tüketim alışkanlığı makro ekonomik dengeleri bozarak sürdürülemez cari açık ve finansal baskı sebebiyet vermesi sonucu Meksika krizi patlak vermiştir.

1.4.3 Güney Doğu Asya Krizi

1997 Doğu Asya finansal krizini tetikleyen unsurlar iki görüşe ayrılır; bunlardan birincisi piyasa beklentilerinin değişerek ekonomiye olan güvenin de kaybıyla birlikte gerek yerel gerekse yabancı yatırımcıların piyasayı terk etmesidir. İkinci görüşe göre ise; politik bozulmalar ve ekonomideki yapısal bozulmaların finansal piyasalardaki krizi tetiklediğidir(Corsetti, Pesenti ve Roubini, 1999: 306)

Doğu Asya krizi 1997–1999 yılları arasında diğer finansal krizlerin aksine hiç bir belirti vermeden oluşmuştur. Akademisyenler, finansal analiz yapan şirketler, IMF ve Asya Kalkınma Bankası finansal kriz olacağını tahmin edememiş, ekonomik verilerdeki bozulmaları görememişlerdir(Bustelo, García, ve Olivie, 1999: 8)

Doğu Asya'da artış trendine giren kısa vadeli sermaye akımları büyük ölçüde yeterince düzenlenmemiş ve denetimden uzak yurtiçi bankacılık kesimi vasıtasıyla ülke ekonomilerine kanalize edilmiştir. Aslında Doğu Asya'da 1990'lardaki aşırı kredi akımları ve aktif fiyatlarındaki dalgalanmalar birçok Latin Amerika ülkesindeki finansal liberalizasyon sonrasında yaşananları hatırlatıyordu. Bazı Asya ülkelerinde yakın zamanlarda karakterize edilen politik ikilem ise 1980'lerde Şili'deki bankacılık ve para krizleriyle benzerlikler gösteriyordu. Bu doğrultuda değişken uluslararası sermaye akımları ve finansal sektördeki zayıflık Doğu Asya'daki 1997 krizinin merkezinde yer alan ve onun şiddetini açıklayabilecek olan iki önemli unsurdur(Kaminsky ve Reinhart, 1998: 446).

Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde, önemli sayılabilecek makroekonomik dengesizliklerin olmadığı görülür. Bazı göstergeler; özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının yükselmesi, önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli değildi(Güloğlu ve Altınoğlu, 2002:120).

1997 yılında Doğu Asya finansal krizinin ana nedenleri incelendiğinde; ülke yönetimindeki bozukluk, tam olarak olgunlaşmamış piyasa ekonomisi, finansal sistemdeki çökmeler ve yurt içindeki oyuncular tarafından finansal sistemin kalbura çevrilmiş olmasıdır(Radelet, Sachs, Cooper ve Bosworth, 1998: 1).

Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır. Yoğun sermaye girişleri özellikle de kısa dönemli sermaye hareketleri düzensiz finansal serbestleşmeden kaynaklanmıştır. Dışa açılma süreci, öncelikli sektörlerle verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönem sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına önemli sınırlamalar getirilmiş ancak finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma olanaklarını artırmıştır.

Düzenli bir finansal serbestleşme kısa dönem borçların ilerlemesini önleyebilir ancak finansal serbestleşme doğru sırayla yapılmadığında, özellikle de etkin bir denetleme sistemi olmadığında finansal kırılganlık artar. Krize uğrayan Asya ülkelerinde 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren bankacılık sistemini denetleme ve düzenleme mekanizmalarında iyileşmeler başlamakla birlikte, bu ilerlemeler yeterli olmamıştır. Asya ülkelerinde büyük sanayi kuruluşlarıyla bankalar ve politikacılar arasında yakın ilişkiler mevcuttu. Mevduata getirilen garantiler nedeniyle bankalar sorumsuz şekilde, ilişkide oldukları büyük sanayi kuruluşlarına krediler açmışlar ve böylece kötü krediler artmaya devam etmiştir. Bu tür kredilerin bankalar tarafından verilmesinin en önemli nedenlerinden birisi de devletin batan bankaları mutlaka kurtaracağına olan inanç olmuştur.

Asya krizi bölge ekonomilerini ve gelişmekte olan ekonomileri büyük ölçüde etkilemiştir. Ülkeye has faktörler dışında, bu ülkeler üç ortak özelliğe sahiptir: Bunlar aşırı değerlenmiş ulusal para, zayıf bir bankacılık sistemi ve düşük bir Merkez Bankası döviz rezervleri/para arzı oranıdır. Böylelikle Asya ülkelerinin döviz stokları dış borçlarına oranla oldukça azalmıştır. Kısa dönemli dış borçların döviz rezervlerine oranı artmaya başlayınca, yatırımcılar nakit haldeki döviz rezervlerinin yeterli miktarda olmadığını düşünerek panik havası oluşturmuştur.

Asya ülkelerinde ulusal para birimlerinin reel anlamda değerlenmesi, kısa dönemli dış borçların artması, cari işlemler dengesinin bozulması döviz piyasasında büyük baskılara ve dengesizliklere neden olmuştur. Böyle bir durumda piyasalar Asya ülkelerinin uyguladıkları döviz kuru politikalarının uzun süre daha devam edemeyeceği kanısına varmışlar ve döviz kurlarına yönelik spekülatif hareketler hız kazanmıştır. Bütün bunlara, göreceli olarak pahalı hale gelen Asya ülkelerinin ihraç malları yüzünden ihracatın azalması, cari işlemler dengesinin büyük açıklar vermesi ve bankaların en çok kredi verdiği inşaat sektöründe fiyatların hızla düşmesi nedeniyle kötü kredilerin artması eklenince, Asya ülkeleri paralarını çok hızlı biçimde devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Ulusal paralarının hızlı değer yitirmesini önlemek amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi ve uluslararası rezervlerin kullanılması da Asya ülkelerindeki döviz kuru politikalarının iflas etmesini önleyememiştir.

1.5 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü

Finansal liberalleşmeyle artan sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik gelişen ve gelişmekte olan ülkeler ilk başta sınırlayıcı bir takım önlemler almıştır. Bunlar ülke vatandaşlarının döviz bulundurmaları, yurtdışında döviz hesabı açtırmaları, yabancı ülke tahvilleri yada şirket hisselerini almalarına kısıtlamalar getirmektir. Böylelikle ülkeler sermaye hareketlerini kontrol altına almayı ve bazı hedeflere ulaşmayı amaçlamışlardır. Bunlar; sermaye hareketlerini ve bundan kaynaklanan finansal işlemlerin vergilendirilmesini sağlamak, ekonomik reformları bozucu spekülatif sermaye hareketlerini sınırlayarak reform sürecinin sekteye uğramasına engel olmak, yurtiçi tasarrufların yurtdışına yönelmesini engelleyerek yurtiçi yatırımların finansmanında kullanılmasını sağlamak, yurtiçindeki yatırımların büyük yabancı şirketlere geçmesini engellemek, özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanan döviz kurundaki istikrarsız değerlenmeleri önleyerek ödemeler dengesinin açık vermesini engellemektir. Ancak yapılan araştırmalar göstermiştir ki sermaye hareketlerinin kontrolü sadece kısa vadede etkili olmuş uzun vadede ise ülkelerin finansmanlarını bozucu etki gösterdiği görülmüştür.

Sermaye hareketlerinin denetiminde, uygulanmakta olan sermaye kontrolleri doğrudan ve dolaylı kontroller olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Doğrudan kontroller sermayenin doğrudan yasaklanması, sermaye üzerinde belli limitler koyma ve sermaye hareketi için belli izin alma gerekliliği gibi uygulamalarla gerçekleşir. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü çok daha keskin ve güçlü görünmektedir. Dolaylı kontroller ise sermaye işlemlerinin maliyetini yükselterek dolaylı yoldan sermaye hareketlerini azaltmaktadır. İkili veya çoklu döviz kuru sistemleri, açık veya dolaylı vergileme, yerel finansal düzenlemeler yoluyla dolaylı sermaye kontrolleri gerçekleştirilir.

Çoklu döviz kuru uygulamasında ticaret ve sermaye işlemleri için ayrı döviz kurları öngörülmektedir. Hükümet ticaret için kullanılan kurun istikrarını sağlamaktadır. Sermaye işlemleri için kullanılan kur ise dalgalanmaya bırakılır. Sermaye çıkışı yerel para biriminin değerini kaybetmesine neden olsa da ticaretle uğraşan kesim hükümetten istikrarlı kur şartlarında döviz alacaktır. Özellikle ithalatın maliyetinde bir artış

olmayacaktır. Özünde ikili piyasa, yerli para cinsinden açık pozisyonda kalmak için yerli kredi ihtiyacı olan spekülâtörün maliyetini yükseltirken, spekülâtif olmayan kredi talebinin normal piyasa fiyatından karşılanmasını sağlar.

Diğer bir dolaylı sermaye kontrolü uygulaması ise doğrudan vergileme yöntemidir. Sermaye hareketlerinin doğrudan vergilendirilmesi konusunda, Tobin'in 1978 yılında önerdiği vergi günümüzde "Tobin Vergisi" olarak adlandırılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalleşmeye bağlı olarak; artan portföy yatırımlarının aşırı dalgalanmasının beraberinde getirdiği krizler, spekülâtif yatırımların üretken yatırımlara baskın çıkmasının yarattığı gelir dağılımı bozukluğunun giderilmesinde Gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerinin gerekliliği yönünde çözüm önerileri getirilmektedir. Bu önerilerden bir kısmı ulusal nitelik (katlı kur uygulaması, miktar kısıtlaması, bankaların döviz yükümlülüklerinin sınırlandırılmasına yönelik olarak munzam karşılık oranlarının konması, vs.) bir kısmı da küresel nitelik (Tobin vergisi) gösterilmektedir. Söz konusu vergi hem alımda hem de satımda izlemelerin amacı ne olursa olsun devreye girecektir. Başlangıçta bu verginin sadece cari piyasada uygulanması düşünülmüş fakat bu piyasada var olan kaçamak yolların çokluğu verginin diğer tüm piyasaları kapsamı gerektiğini ortaya koymuştur" (Cari işlemler, vadeli işlemler, döviz trampaları gibi). Bu vergi, uluslararası düzlemde bütün ülkelerde aynı oranda alınmalı ve değişik hükümetler tarafından kendi toprakları üzerinde gerçekleşen döviz cinsi ne olursa olsun bütün işlemler için uygulanmalıdır.

Bu vergi spekülasyonu yavaşlatacaktır. Çünkü verginin maliyeti aktifin elde tutulma dönemine göre ters orantılıdır. Hesap durumu ne kadar kısa vadeli olursa, vergi maliyeti de otomatik olarak o kadar fazla olacaktır. Böylece, % 0,5'lik bir verginin iki günlük taşma için yıllık maliyeti % 5,7, yedi gün için % 6,8, bir ay için % 13, 3 ay için % 4, 3 yıl için % 0,2 olacaktır. Bu da salt spekülâtif işlemlerin aşırı vergilendirilmesini sağlayacaktır(Durusoy, 2000:4).

Tobin vergisiyle Kısa vadeli spekülâtif işlemlerin döviz kuru üzerindeki istikrarsızlık yaratıcı etkisi, bu tür işlemlerin toplam hacim içindeki payının azalması ile önlenecek, döviz kuru dalgalanmaları azaltılabilecektir. Böyle bir durum da gerçek mal ve hizmet ticareti için finansal ortamı rahatlatacaktır. Bu vergi, ekonomiler arasında bir mali sigorta fonksiyonu olma görevi de görebilecektir. Çünkü döviz kurları spekülâtif baskı altında olan hükümetler, yerli paralarının değerini koruyabilmek için kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmaktadırlar. Döviz kurunun mevcut düzeyini kısa vadeli faiz oranlarını yükselterek koruma yönteminin ulusal ekonominin istihdam düzeyi ve büyümesi üzerindeki olumsuz etkilerinin telafi edilebilmesi ise hem uzun bir zaman dilimini hem de yüksek maliyetlere katlanılmasını gerekli kılmaktadır. %0,5 oranında bir Tobin vergisinden vergi hasılatı elde edilmesi mümkün görülmektedir. Tobin vergisi'nin birincil hedefi olmasada elde edilmesi mümkün olan bu vergi hasılatı göz ardı edilemeyecek kadar önemli büyüklüktedir.

Tobin vergisinin uygulanması halinde sağlanacağı düşünölen kazançların yanında, bu vergi bazı zararlı gelişmelere de yol açabilecektir. Böyle bir verginin işlem hacmi üzerine getirilmesi, işlem hacmini bir miktar azaltsa bile oldukça büyük bir uygulama zorluğunu da beraberinde getirmesi söz konusu olacaktır. Tobin vergisinin uygulanabilmesi için dünya üzerindeki belli başlı finansal merkezlerin işbirliğinin sağlanması gerekir. Aksi halde, büyük miktardaki döviz piyasası işlemleri verginin uygulanmadığı bölgelere kayacaktır. Tobin vergisinin uygulanması bazen döviz kurlarına istikrar getiremeyebilir. Bir para birimi spekülâtif baskı altında bulunduğunda, verginin maliyeti neredeyse tümöyle iskonto edilmiş olacağından, işlemler üzerinde vergi bulunması fiyat dalgalanmalarını azaltmak bir tarafa, daha fazla dalgalanmaya neden olabilir. Ayrıca, spekülasyonun döviz piyasalarında zararlı olduğu görüşü genel kabul görmüş değildir. Bu vergi, devletin serbest piyasaya yeni bir müdahalesi olarak görölebilecek bir yapıya sahiptir. Diğer yandan, merkez bankaları da ulusal paralarının değerini koruma amacıyla döviz piyasalarına müdahale güçlerinden vazgeçmek istemezler. Tobin Vergisinin uygulanması sadece kısa vadeli para politikası aracı olarak hizmet verebilir. Böyle bir uygulamanın ekonominin yapısal sebeplerinden kaynaklanan istikrarsızlıkları ortadan kaldırmaktaki etkisizliğinin kabul edilmesi gerekmektedir.

Türkiye ise 1989 yılından itibaren sıcak paranın etkisi altında olmasına rağmen kontrollere yönelik somut adımlar atmamıştır. Bu duyarsızlıklar ülkemizin durumunu daha da ciddileştirmiştir(Yılmaz, 2004: 85).

Ne sermaye-vergisi, ne de rantıye sınıfa önemlice yük bindirebilecek herhangi başka bir önlem, sermaye hesabını tamamen açmış olan bir ülkede başarılı bir şekilde tatbik edilebilir. Bir başka deyişle, kuru dengeli tutmayı güçleştiren koşullar, aynı zamanda iç-borcun çevrim sorununu derinleştirirler. Dolayısıyla, uluslararası likitide sorunları olan ülkelerde kur dalgalanmalarını stabilize etmek ve de dış ve iç-borç çevrim sorunlarını çözmek amacıyla, geçici bir süre için konvertibiliteden vazgeçmek ve dış borç ödemelerini dondurmak, uygun bir politika alternatifi olabilir” (Akyüz ve Boratav, 2002: 43).

İçsel ve dışsal şokların tehdidi altında yabancı sermaye akımlarına "ricacı" durumuna düşen gelişmekte olan ülkelerde en sık konuşulan konulardan biri kısa vadeli sermaye hareketlerini engelleyici önlemler almaktır. Bu yöndeki savların hepsinin genel olarak varsaydığı olgu kısa vadeli sermaye hareketlerinin özellikle çıkış yönünde engellenmesinin başka hiçbir değişkeni doğrudan ya da dolaylı etkilemeyeceğidir. Bu sav yanlıştır. Çıkışın engellendiği bir piyasada dolaylı olarak giriş de engellenmiş demektir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin girişinin doğrudan ya da dolaylı olarak engellenmesi orta-uzun vadeli sermaye hareketlerinin de engellenmesi anlamına gelir. Daha açık bir ifadeyle, kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbest olmadığı bir ülkede doğrudan yabancı sermayenin ve/veya orta-uzun vadeli sermaye hareketlerinin serbestçe oluşması beklenemez. Kaldı ki, giderek derinleşen ve yaygınlaşan sermaye piyasalarında, kısa vadeli sermaye hareketleriyle doğrudan yatırımlar ve orta-uzun vadeli sermaye biçimleri birbirine karışmış durumdadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları bir gün hisse satışları yoluyla yeniden yerli sermayeye dönüşebilir. Hisselerin çok farklı fiyatlardan el değiştirmesiyle, doğrudan yabancı sermayede kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapacağı etkilerin kaynağı olabilir. Aynı şekilde, otuz yıl vadeli çıkarılan bonolar yoluyla uzun vadeli bir borçlanma ikinci el piyasasında el değiştirerek kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapacağı etkiyi yapabilir. Giderek sermayenin vadesi kalmamıştır(Kumcu, 2006: 7).

II. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Liberalleştirilmesi çalışmaları 1980'lerde yürütülen ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlatılmış ve 1989 yılında tamamlanmıştır. 1980'den önce sermaye hareketleri döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerle kontrol ediliyordu. Liberalleşme süreci, 1980'den sonra 28 ve 30 No.lu Kanun Hükmünde Kararnamelerle başlatılmış ve bu KHK'ler uyarınca Aralık 1983 ve Temmuz 1984'te uygulamaya konmuştur. Bu kararnameler ile sermaye hareketleri kısmen liberalleştirilmiş, sermaye hareketlerinin tamamen liberalleştirilmesi süreci 1989 yılında tamamlanmıştır.

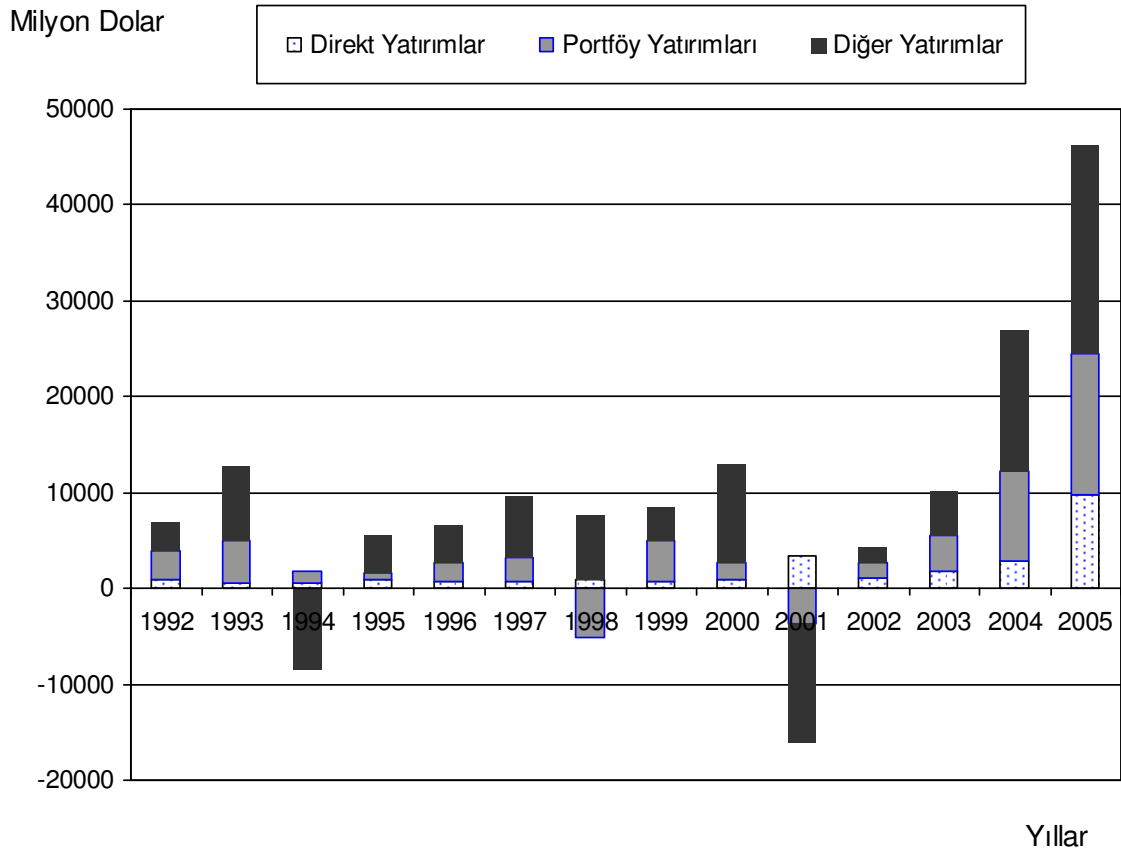
2.1 Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Türkiye'de finansal reform süreci 1980 sonrası yapısal uyum ve dışa açık, piyasa ekonomisi güdümünde finansal serbestleşme programının bir uzantısı olarak gelişim göstermiştir. 1984'te döviz alım satımı serbestleştirilmiş, 1989'da da kambiyo kontrolleri tamamıyla kaldırılarak yurt içi ve dışı sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Ulusal finans piyasalarında ise Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur(Yeldan, 2006: 129).

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde yer alan varlıklar ve yükümlülükler olarak iki bölüme ayrılmaktadır. Varlıklar bölümünde dışarıya verilen krediler, yükümlülükler bölümünde ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçlar yer almaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 299).

Türkiye ekonomisi sermaye hareketlerine açılmış ve 2005 yılında Sermaye Hareketleri (direkt yatırımlar, portföy yatırımları, hisse senedi, borç senedi, bono, tahvil, bankaların sağladığı krediler) Şekil:2.1’de görüldüğü üzere toplamda 45 Milyar dolar seviyesine ulaşarak tarihinde rekor kırmıştır.

Şekil:2.1 (1992–2005) Türkiye Ekonomisine Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler

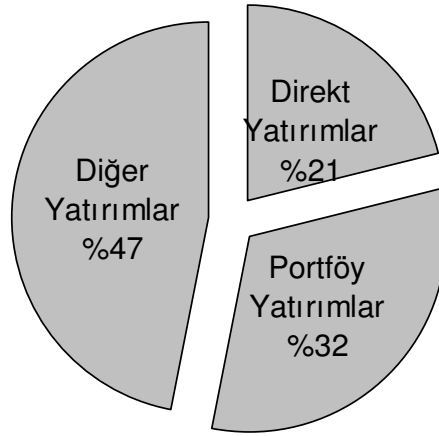
Sermaye Hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ilgili 32 No.lu KHK 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır. 32 No.lu kararnameyle getirilen temel düzenlemeler şöyledir:

- Türkiye’de yerleşik kişiler; bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tâbi değildirler.
- Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizini ülke içine getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB’de kota edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kota edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.

- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.

Toplam sermaye hareketlerinin büyük kısmını 2004 yılı öncesi diğer yatırımlar(kısa vadeli krediler) oluştururken, Şekil:2.2’de görüldüğü üzere son iki yıl içerisinde portföy yatırımlarının ağırlığı artmıştır. 2005 yılı toplam 45 Milyar Dolarlık sermaye hareketinin; 21,716 Milyon Doları Diğer yatırımlar(Kısa Vadeli Krediler), 14,670 Milyon Doları Portföy yatırımları, 9,804 Milyon Doları ise Direkt yatırımlardan oluşmuştur. Kısa vadeli sermaye olarak adlandırılan Diğer Yatırımlar ve Portföy Yatırımlarının toplam sermaye hareketleri içerisinde %79 payla gelişmekte olan ülkelerin ortalamasından yüksek çıkmış, Uzun vadeli yatırımlar ise %21 ile gelişmekte olan piyasaların ortalamasının altında gerçekleşmiştir.

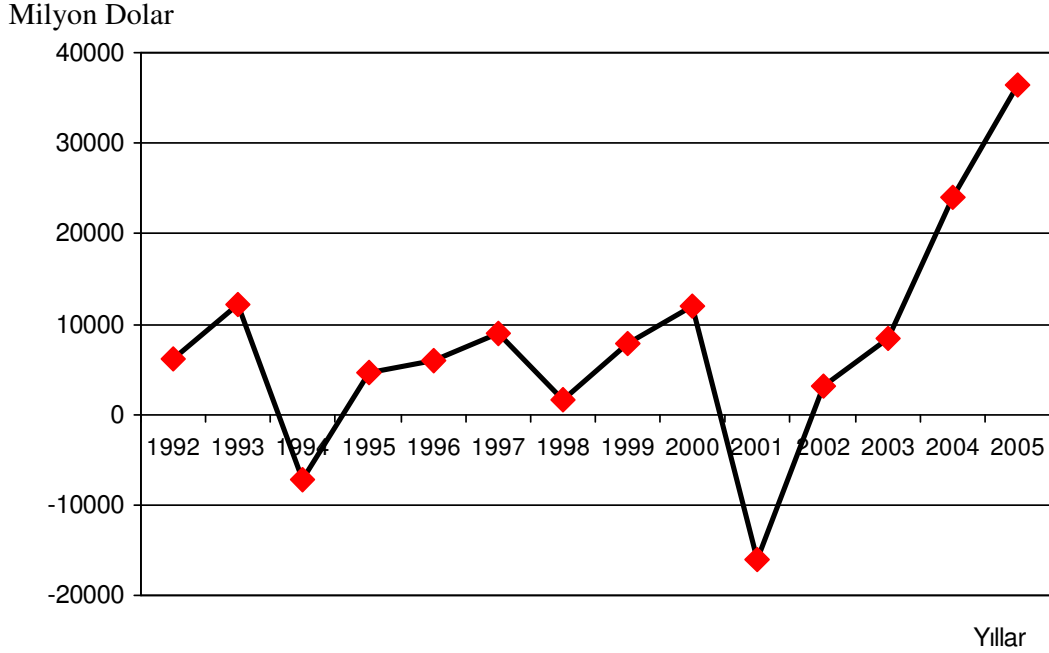
Şekil: 2.2 2005 Yılı Türkiye’de Sermaye Hareketleri Dağılımı



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler

Türkiye Ekonomisi finansal liberalleşme ile birlikte özellikle kısa vadeli olarak adlandırılan sermaye hareketlerinin ilgisini çekmiştir. Şekil: 2.3’de görüldüğü üzere, 1994 ve 2001 yıllarında kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanan Türkiye ekonomisi Kısa vadeli sermaye hareketlerine ev sahipliği yapan ekonomilerden olmuştur.

Şekil:2.3 (1992–2005) Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler

2.2 Türkiye Ekonomisinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketleri 1989 yılında 32 sayılı kanunla Türkiye de başlamış olup, 1994 ve 2001 krizinden sonra özellikle krizlerle olan ilişkisi yönünden tartışılmaya başlanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlarını finanse etmede önemli bir kaynak olarak kullanılmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısı gereği likit özelliği yüksek olup yatırımcıların teknoloji yardımıyla yatırımlarını gerektiği takdirde en kısa sürede tekrar çekebilme özelliğine sahip olmalarıdır.

Dolayısıyla bu türde likit fonlar ekonomik dengelerdeki, politikadaki değişimlere karşı çok hassas olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri yatırım yapılan ülkelerde yerli paranın değer kazanmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle ilgili ülke dış ticareti üzerinde olumsuz etkilere sebep olarak cari açık verdirmektedir. Bu cari açıklar ekonomiden ekonomiye geçişle birlikte GSMH'ye oranının %5 ve üzerine çıktığında finansal krizlere sebep olduğu tartışılmaktadır.

1980'li yıllarda dünya pazarlarında kar arayan, neredeyse tümü sanayileşmiş ülkelere ait sermayenin önemli bir bölümü yatırım fonlarına yeni alanlara açılması gerekiyordu. Türkiye TL'yi konvertible durumuna getirmekle, işte bu fonların kendi para/sermaye piyasalarına kar amacıyla serbestçe giriş çıkışlarına olanak vermiş oluyordu, aynı olanak Türkiye kaynaklı fonlar için de geçerliydi. 1989 Ağustos'unda 32 numaralı Kararname ve değişiklikleriyle birlikte, OECD'nin koşulları yerine getirildi ve konvertibiliteye geçiş IMF'ce onaylandı. Böylece yerli, yabancı (likit fonlar halinde) sermayenin Türkiye'ye giriş-çıkışları özgürlüğe kavuşturulmuş oldu; doğrudan (dolaysız) yatırımlar, serbest bölgeler, özelleştirme yoluyla çekilmeye çalışılan yabancı sermayeye sağlanan serbestlik yanında, şimdide sermayenin yeni biçimine açılıyordu. Ancak sorun sadece sermayeyi çekmekten ibaret değildi. Dışarı kaçan yerli sermayeyi geri getirmek bir diğer amaç olarak ortaya çıktı(Kazgan, 2002: 162-163).

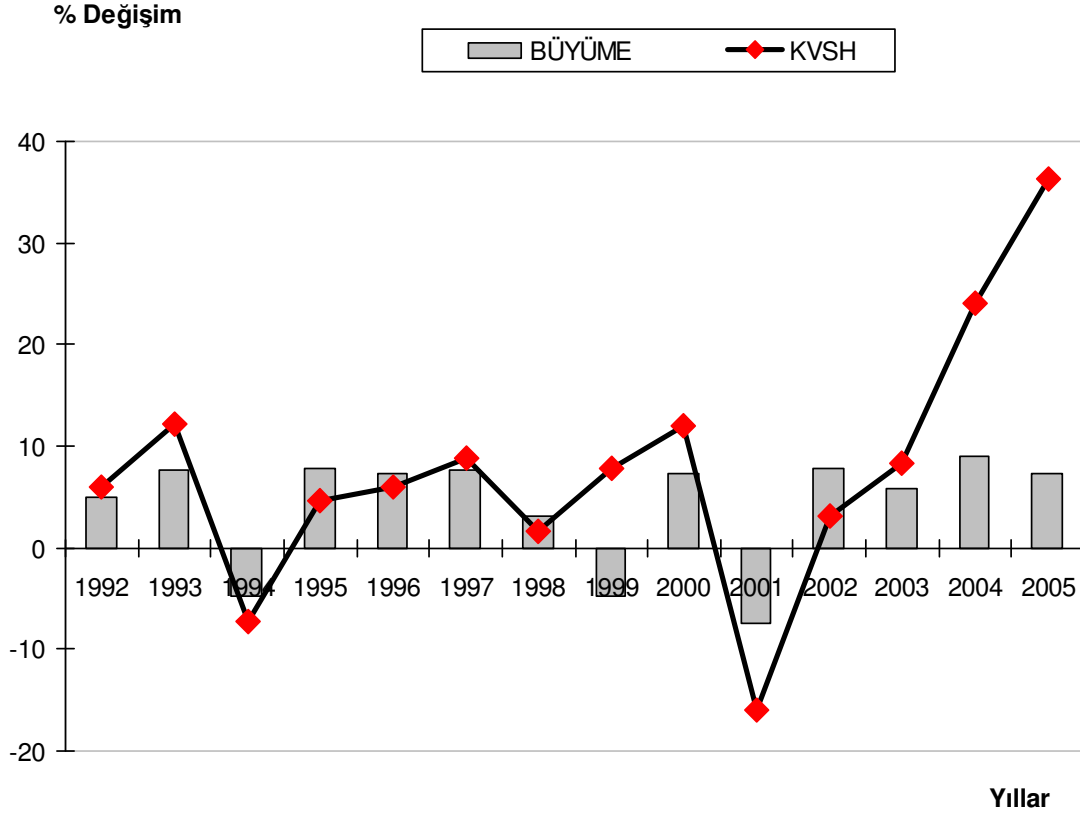
İçerideki yüksek reel faiz hadleri Türkiye'ye kısa vadeli dış sermayeyi çekmekte başrolü oynamaktadır. Rizikosuz menkul değer sayılan kamu borçlanma kâğıtlarında faiz hadlerinin yüksekliği faiz arbitrajı yoluyla kar etmek isteyen dış yatırımcıları çektiği gibi, yerleşik ticari bankalar, şirketler de dışarıda kısa vadeli borçlanıp içeride bu kâğıtlara yatırım yapmaktadırlar. Tabii, her iki durumda sermaye girişi emme basma tulumba gibi işlemektedir. Dışarıdan sermaye girdikçe TL'nin dış değeri reel olarak yükselmekte, yani enflasyondan daha düşük devalüasyon yaratmakta, çıkarken tersi olmaktadır. Gelen fonlar TL'ye çevrilerek yüksek getirili kâğıtlara yatırılmakta, vade sonunda bu yüksek getiriyle birlikte, TL devalüe olmazdan önce tekrar dövize çevrilerek, yüksek karla birlikte sermaye çıkmaktadır. 1990'lı yıllarda giren sermaye sık olarak dolar üzerinden yüzde 30-40'lara varan getiri sağlamıştır(Kazgan, 2002: 175).

Türkiye’de yüksek faiz uygulanmasının da 3 temel gerekçesinden biri, ödemeler dengesi kaynaklı cari açığa bağlı devalüasyon oranları ve ülke rizikosunu, ikincisi istikrarsız bir ortam, üçüncüsü ise kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksekliğidir. Türkiye gibi kamu açıklarını kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse eden “Emerging Market” diye adlandırılan gelişmekte olan piyasalar son yıllarda kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyük bir çoğunluğuna ev sahipliği yapmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerine konu fonların amacı kısa vadede yüksek getiriler elde etmektir. Yüksek getiri elde etmenin ilk yolu riski yüksek yatırımlardan geçer. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler popüler politikalar ve rasyonel olmayan yatırımlar ile dışarıdan gelecek yabancı kaynaklara ihtiyaç duyarlar. Bu uluslararası fonları yöneten kişiler risk analizleri yapıp; beklenen devalüasyon, politik istikrar, uygulanan faiz hadleri gibi verileri de değerlendirerek yüksek getiri elde edeceklerini düşündükleri ülkelere yatırımlarını yönlendirirler.

Kısa vadeli sermaye hareketleri 1990’lı yıllardan sonra gelişmiş olan ülkelere yönelmiştir. Bunun ise en önemli sebepleri gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek faiz uygulamaları ve gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan durgunluktur. Türkiye ekonomisi de kısa vadeli sermaye hareketlerini çekerek ekonomik büyüme sağlamıştır. Ancak, 1994 ve 2001 yıllarında sermaye hareketlerinin çıktığı yıllarda ekonomimiz olumsuz etkilenmiştir. Şekil:2.4’de görüldüğü üzere sermaye hareketlerinin çıkış yaşandığı yıllar ekonomimizde %5 ve %9 oranında küçülme meydana gelmiştir.

Şekil:2.4 (1992–2005) Büyüme-Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

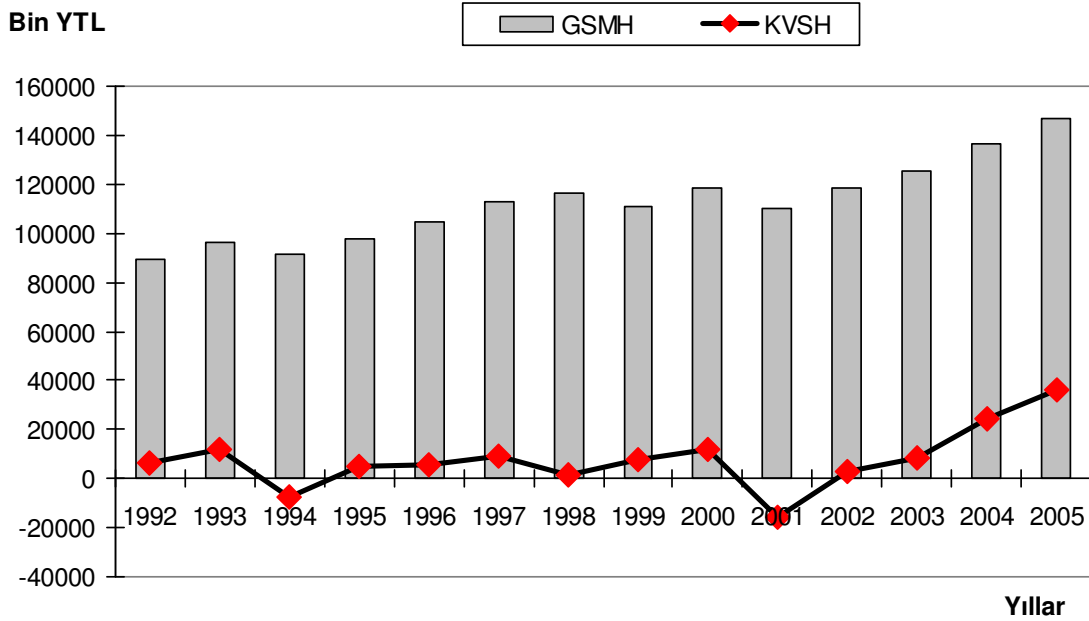


Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler

Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği dönemde var olan makro ekonomik dengesizlikler giderilememiş ve giderek büyümüştür. En önemli dengesizlik unsuru olan kamu kesimi açıkları, iç borç stokunu artırmış bu durum ise yeterince derinleşmemiş mali piyasalar üzerinde baskı yaratarak faiz oranlarını yükseltmiştir. Yüksek faizlerden yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar olmuş bu da yurt içi mali piyasaları bir anlamda rahatlatmıştır. Ancak varolan makro ekonomik dengesizlik ortamında yabancı aktörlerin bekleyişlerinin kötüleşmesi kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli çıkışlara neden olmuştur (Güven, 2001: 98).

Şekil:2.5’de Kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSMH ile etkileşimi görülmektedir. Ekonomik ve politik istikrarsızlık yaşandığı yıllar Sermaye hareketlerinde çıkış yaşanmış, ekonomimiz olumsuz olarak etkilenmiştir.

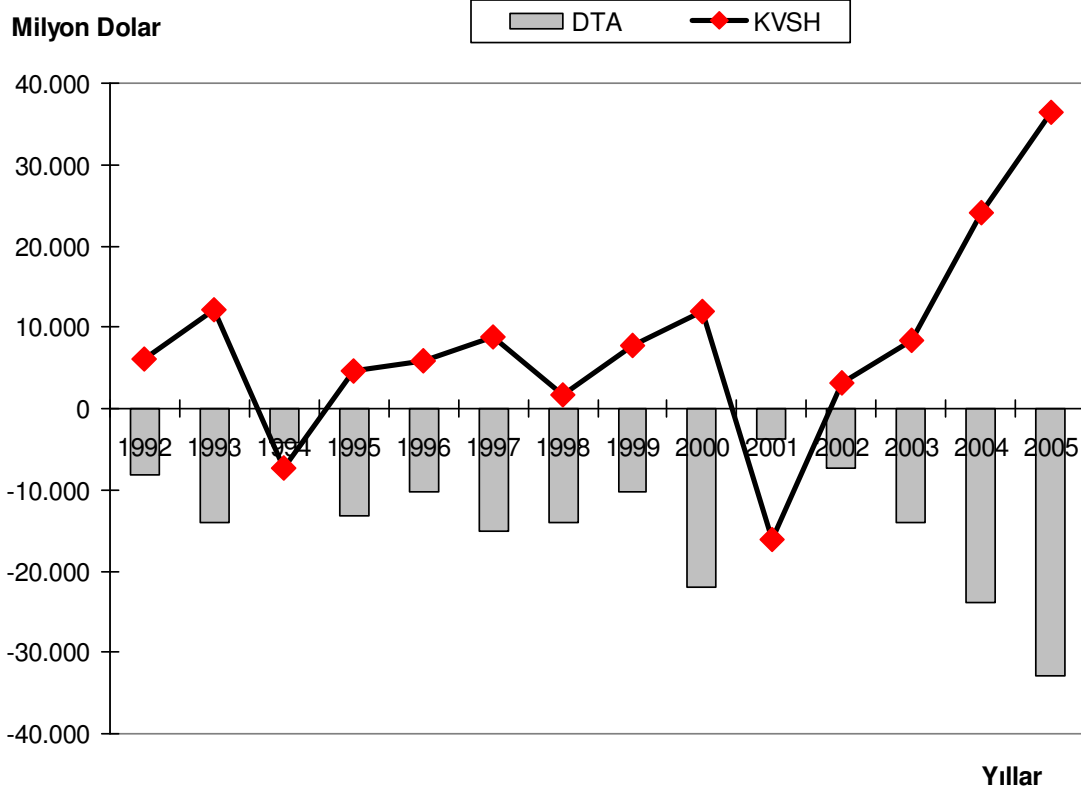
Şekil:2.5 (1992–2005) Gayri Safi Milli Hasıla- Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler

Dış Ticaret açığı sermaye hareketlerine bağlı olarak artışlar göstermiştir. Sermaye hareketlerinin dış ticaret dengesini bozarak dış ticaret açığına yol açmasının en önemli nedeni döviz kurları ve fiyatlarda ki istikrarın sağlanmadan finansal serbestleşme programının uygulanmasıdır. Portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlara bağlı olarak büyüyen ekonomi ile birlikte ihracat için gerekli hammadde ve yatırımlar ithalatı körüklemektedir. Artan sermaye akımıyla yerel paranın değer kazanması ithal mallarını daha cazip hale getirmektedir. Yerli paranın değer kazanmasıyla ithalatta artış dış ticaret açığını büyütmektedir. 1994 ve 2001 yıllarında sermaye akımının ters dönmesiyle birlikte dış ticaret açığının da kapandığı, diğer yıllarda ise sermaye akımıyla birlikte dış ticaret açığında artışlar meydana geldiği Şekil: 2.6’ da görülmektedir.

Şekil:2.6 (1992–2005) Dış Ticaret Açığı-Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

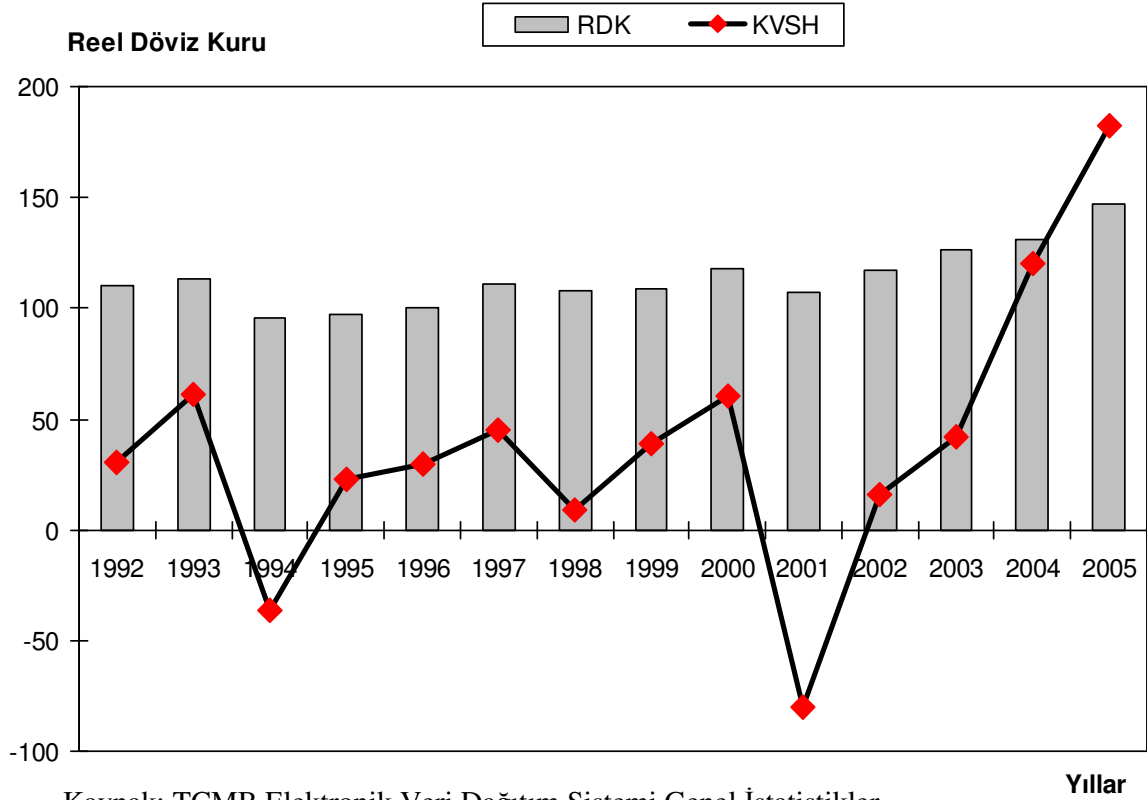


Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi Genel İstatistikler

Dışa açık bir sermaye piyasasına sahipken, mevduatlara uygulanan reel faiz oranlarını düşük ve pozitif seviyede tutabilen, fiyat seviyelerini ve reel döviz kurlarındaki istikrarı da sağlamış olan ülkeler; kapalı bir finansal sisteme sahip olan ülkelere göre daha yüksek bir verimlilik artışına ulaşabilmektedirler.

Türkiye'nin hiçbir zaman en temel önkoşul olan fiyat istikrarı ve mali disiplini sağlamamış olduğu görülmektedir. 1980'lerde fiyat istikrarı sağlanmadan faiz oranları üzerindeki devlet kontrolü kaldırılmıştır. Finansal liberalleşme sürecinde adımlar birbiri ardına atılırken temel önkoşullar olan fiyat istikrarı ve döviz kuru istikrarı sağlanamamıştır. Şekil: 2.7'de görüldüğü üzere sermaye girişlerine bağlı olarak reel döviz kurları değişmiştir. 1995 yılında 100 baz olarak kabul edilen reel döviz kuru 2005 yılında Sermaye hareketlerine bağlı olarak 150'ye kadar yükselmiştir.

Şekil:2.7 (1992–2005) Reel Döviz Kuru-Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri



Finansal serbestleşme öncesi koşullar sağlanmadığı zaman, istikrar bozucu sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Türkiye’de 1984’te gerçekleştirilen döviz rejimi serbestleştirilmesi para ikamesine yönelik baskılara neden olmuştur. Hâlihazırda yüksek olan kamu açıklarıyla birlikte para ikamesi, baskısı politika yapımcıların enflasyonu düşürmek amacıyla Türk lirasını korumaya çalışmaları nedeniyle çok yüksek reel faiz oranlarına yol açmıştır. Yükselen reel faiz oranları sermaye hareketlerinin de artmasına neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye akımından en çok yarar sağlayan bankalar olmuş ve 1990’da yalnızca 1 milyar ABD doları olan borçlanmaları 1993’te 3,5 milyar dolara çıkmıştır. Hem kamu sektörü hem de finansal olmayan özel sektör kendilerini çok yeni bir çalışma ortamı içinde bulmuşlardır. Finansman olanağının genişlemesi hükümetin gevşek bir maliye politikası uygulamasına olanak tanımış ve hükümetler de hemen bu fırsatı değerlendirmişlerdir. Hükümetin artan harcamalarını yurtiçi piyasadan karşılaması nedeniyle 1989’da yüzde 6 olan iç borç stokunun GSMH’ye oranı 1997’de

yüzde 20'ye çıkmıştır. Bankaların hükümete borç verebilmelerini sağlayan unsur kısa vadeli sermaye girişleriydi. Bu nedenle kısa vadeli sermaye girişleri, maliye politikasının kredi kısıtlarını ve para otoritesinin para kısıtlarını aşmasında yardımcı olmuştur (Sakallıoğlu ve Yeldan, 1999: 14).

Kısa vadeli sermayeyi çeken yüksek faiz oranları özel yatırımlar için caydırıcı olmuş ve reel sektör şirketleri için finansal varlıklara yapılan yatırımlar fiziksel yatırımlardan daha cazip hale gelmiştir.

Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinden sonra ekonomik faaliyetler çok daha kırılgan ve oynak hale gelmiştir. İstikrarsız faiz oranları ve döviz kurları ve hükümetin finansal piyasalardaki ağırlığı vadelerin ve ekonomik birimlerin geleceğe yönelik planlama dönemlerinin daha da kısılmasına neden olmuştur. Bütün bunlardan dolayı, sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi politika yapıcıların işini daha da zorlaştırmış, ekonomide iniş çıkışlara yol açmış, ekonomik faaliyetin ağırlıklı olarak yurtdışından sağlanan daha çok kısa vadeli olan sermayeye bağlı olmasına neden olmuştur(Celasun ve Rodrik, 2002: 65).

Türkiye’de politik rekabetin baskın unsurlarından biri olan popülist politik kültür de kamu finansmanına ek yük getiren bir unsur olmuştur. Bir başka faktör de ekonomideki merkezi kontrol mekanizmalarının parçalı yapısıdır. Türkiye’de bütçe politikasının işleyişinde kritik rol oynayan üç kurum vardır. Özellikle 1990’larda sayıları giderek artan bütçe dışı fonların yanı sıra tarım sübvansiyonlarını yürütmek için kamu bankalarının giriştikleri yarı-mali operasyonlar, Türkiye’de bütçede sorumluluğun ve kontrolün kapsamını kısıtlamıştır. Buna ek olarak, son yirmi yıldır devam eden yüksek ve süregelen enflasyon harcamalar; ödenekleri ne zaman aşıya başvuru alan “ek bütçe”lerin bir gelenek haline gelmesine neden olmuştur.

Hükümetlerin bütçeleri dışında kamu kaynaklarını haralayabilmeleri keyfi davranışları artırmış ve bütçenin şeffaflığını yitirmesiyle sonuçlanmıştır. Sonunda bütçeler, kaynakların harcama gruplarına göre dağılımda etkinlik ve maliyet etkinliği gibi unsurları göz önünde bulundurmadan gerçekçi olmayan tahminlerle hazırlanmaya

başlanmıştır. Bunun sonucu olarak bütçenin hazırlanması aşamasında stratejik öncelikleri belirlemek de son derece güçleşmiştir. Yapılması gereken bütçe kısıntıları, harcamaların stratejik önemi göz önünde bulundurulmadan tüm kalemler üzerinde gerçekleştirilmiştir. On yıl boyunca kamu harcamalarında yapılan tek sefere mahsus ve her harcama kalemini etkileyen kesintilerden sonra (devlet kontrolündeki bir ekonomiden daha piyasa odaklı bir ekonomiye geçiş aşamasında) devletin sadece ekonomideki ağırlığı azalmamış, ayrıca devlet kurumlarının oyunun kurallarını zamanında ve etkin bir şekilde değiştirme kabiliyeti de kısıtlanmaya başlamıştır. Nisan 1994 ve Şubat 2001’de yaşanan krizler, özellikle de kamu sektörü ve bankacılık sektörüne yönelik daha ciddi ve yüksek kaliteli reformların yapılmaması halinde uzun vadede durumun daha da kötüleşeceğini bir kez daha göstermiştir. Bu nedenle, 2002–2004 yıllarında yürütülmesi planlanan yeni ekonomik program bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması konusuna yüksek düzeyde öncelik verilmiştir.

Kısa vadeli sermaye girişi bir taraftan, ters dolarizasyon diğer taraftan, dalgalı kur rejiminin işleyişini de bir miktar sekteye uğratmakta, cari işlemler dengesinde yapabileceği otomatik düzeltmeleri aksatmaktadır. Eğer kısa vadeli sermaye girişleri ve ters dolarizasyon olmasaydı, cari işlemler hesabındaki açığın doğal olarak belirli bir gecikme ile ve belirli bir kuvvetle döviz kurunu etkilemesi gerekir, yerli paranın değer kaybetmesine yol açardı. Siyasi gerginlikler olmadığı sürece ya da dışsal şoklar olmadığı dönemde, kısa vadeli sermaye girişi nedeni ile Türk Lirasının değerlendirildiği görülmektedir. Cari açıktan gelen bu mekanizma tam olarak çalışmamakta bu olumlu gidişatin, güvendedeki iyileşmenin, borcun sürdürülebilirliği tartışmalarının gündemden kalkmasının bir yansıması olmaktadır. AB konusunda olumlu gelişmeler olduğunda, yerli paranın değerlendirilmesi çok daha kuvvetli bir şekilde görülmektedir. Bu durum para politikasını zorlaştırmaktadır. Çünkü, sonuçta yerli para çok değerlendirilmekte, güçlü bir döviz akımıyla karşı karşıya kalmakta, dolayısıyla stabilizasyonu gündeme gelmektedir. Bunun için ilk olarak, risk primi azaltılmalı ve reel faizlerin düşürülmesidir. Bunu yapmanın yolu da programın aksatılmadan uygulanmasından geçmektedir. İkinci olarak da ekonomide yılların birikmiş sorunlarının çözülmesidir. Özellikle bankacılık sektöründeki kırılganlıkları azaltmak önem arz etmektedir. Doğru politikalar uygulansa

dahi dışsal şoklar karşısında kırılmalıklar devam etmektedir. Borç stokunun yüksek olması kırılmalığı arttırmaktadır. Dolayısıyla dışsal şoklara karşı ekonominiz hala kırılmal durumda bulunmaktadır. Türkiye’de finansal sektör reformları enflasyonu düşürmek amacıyla bir araç olarak kullanılmış, hiç bir zaman nihai hedef olmamıştır (Özatay, 2004: 4).

2.3 Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler

Finansal kriz; finansal marketlerdeki güvensizlik sonucu, sermaye piyasalarında ekonomik aktivitelerin ani olarak kesilmesidir. Finansal aktivitelerin kesilmesiyle birlikte sadece verimsiz projeler için değil, aynı zamanda verimli projeler içinde kaynak sıkıntısı çekilir(Mishkin, 2001: 2).

Finansal serbestleşme ile birlikte Türkiye ekonomisi dışa açılmış ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte portföy yatırımları, hisse senedi, tahvil, bono ihracı, kısa vadeli krediler ekonomi üzerinde etkili olmaya başlamıştır. Canlılık yaşanan sermaye girişinin yani bu tür yatırım araçlarının cazip olduğu yıllar ekonomide canlanma ve büyüme yaşanmıştır. Ancak politik belirsizlikler, dış ticaret açıkları, enflasyondan bağımsız olarak değer kazanan Türk Lirası ve dış kaynaklı şoklar etkiyi arttırmış, bu tür sermaye hareketlerinde çıkışlar olduğu yıllar ekonomimiz ciddi anlamda etkilenmiştir. Bu etkilenmeler önce finansal sektörde başlamış daha sonra reel sektörü etkisi altına almıştır. Sermaye hareketleri Türkiye Ekonomisi literatüründe yer alan iki önemli krize sebep olmuştur. Bu krizlerden ilki Nisan 1994, ikincisi ise Şubat 2001 krizleridir.

1989 sonrası ülkemiz Keynes’in deyimi ile “aptal cenneti” içerisinde yaşamıştır. Bu sahte cennet ülkemizin borçlanma gereksinimini yerine getirmek için yüksek faiz vermesiyle yaratılmaktadır. Sahte cennetin yaratıcıları olan sıcak para hareketleri hem tatlı bir kazanç sağlayıp hem de ülkemizi suni büyüme yoluyla sahte bir cennete büründürmektedir. 1994 ve 2001 krizleri bu sahte cennetlerin cehenneme döndüğü milatlar olarak tarihe geçmiştir(Yılmaz, 2004: 95).

2.3.1 Nisan 1994 Krizi

Türkiye'nin 1980 öncesindeki durumu birçok yönden Latin Amerika ülkeleriyle benzerlik taşıyordu. Bu ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye'de yüksek enflasyon ve dış borç (özellikle kısa vadeli), işsizlik, ithalat tıkanıkları ve ihracat durgunluğuyla karşı karşıya bulunmaktaydı. 1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de finansal piyasaların gelişmemesine ve tasarruf oranlarının düşmesine yol açmıştır. Bunlara ek olarak, ülkede büyük çapta siyasi istikrarsızlık mevcuttu. Türkiye, içinde bulunduğu kriz ortamından kurtulabilmek için 24 Ocak 1980'de IMF ile yapılan anlaşma gereği büyük çapta reformlar içeren istikrar programını yürürlüğe koymuştur. Bu programın temel amaçları kısa dönemde enflasyonu kontrol altına almak ve ödemeler dengesinin açıklarını gidermektir. Uzun dönemde ise dış ticareti serbest bırakmak, döviz kuru rejimini esnek hale getirmek, kamu işletmelerini özelleştirilmek ve finansal reformları yürürlüğe koymak olmuştur. Finansal serbestleşme politikalarını tamamlar nitelikte, 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır. 24 Ocak kararlarıyla birlikte ihracat patlaması yaşanmış ve ödemeler dengesi açıkları küçülmüştür. Gerçekçi kur ve düşük ücret politikaları da ihracat artışında önemli yer oynamıştır. Ayrıca 1988 yılına kadar fiyatlar kontrol altına alınabilmiş, enerji sıkıntılarının giderilmesiyle üretim kapasitesi artmış ve ekonomik büyüme hızlanmıştır. 1988 yılında ücret artışlarının enflasyon artışından düşük tutulması politikasından vazgeçilmiş ve değerli kur politikası benimsenmiştir. Sonuçta iç talep ve ithalatta büyük miktarlarda artış kaydedilmiştir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte TL reel anlamda değer kazanmaya başlamış, kur değerli tutulduğundan, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçine çekebilmek için faiz oranları yüksek tutulmuştur. Bu dönemde reel faizler yükselmeye başlamıştır. Ayrıca 1984–1990 döneminde dış borç geri ödemeleri yoğunlaştığından, bu dönemde dış borç ödemeleri genelde iç borçlanmaya başvurulmuş ve yapılmıştır. Bu da faiz oranlarının yükselmesini teşvik etmiştir. Faiz oranlarının yükselmesi sonucu kısa vadeli sermaye hareketleri hızlanmış ve 1990 yılında doruk noktaya ulaşmıştır. Kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır (Karluk, 1999: 413).

Kamu kesimi borçlanma gereği 1988 yılından itibaren sürekli artarak, 1988-1993 döneminde GSMH'nin %4,8'inden %12'sine ulaşmıştır. TL'nin reel anlamda değer kazanması ve iç talebin artması, ihracatçıları iç piyasa için üretim yapmaya teşvik etmiş ve bunun sonucunda da ihracat azalmıştır. İhracattaki duraksama ve ithalattaki artışlar sonucu cari işlemler açığı 1993 yılında 6 milyar 433 milyon dolara ulaşarak GSMH'nin %3,3'üne erişmiştir. 1993 yılında, KİT açıkları, altyapı yatırımları, ücret ve maaşlardaki hızlı artışlar, Körfez savaşı ve terörle mücadele nedeniyle artan ve faizler üzerinde büyük baskı yaratan kamu açıklarının finansman maliyeti düşürülmek istenmiştir. Bu amaçla, borçlanma miktarına sınırlamalar getirilerek faiz oranları düşürülmeye başlanmış ancak yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları gibi iç ve dış dengesizliklerden dolayı TL'ye güven azaldığından, TL tutmanının çekiciliği kalmamıştır. Ayrıca 1994 yılından geçerli olmak üzere tahvil ve bonolardan elde edilecek gelire %5 oranında gelir vergisi stopajı konulacağı ilan edilmiştir. Zaten dış kaynak bulmakta zorlanan hazine, iç piyasadan da borçlanmayı azaltma yoluna gidince, zorunlu olarak Merkez Bankası kaynaklarını yoğun olarak kullanmaya (parasallaşma) başlamıştır (Bahçeci, 1997: 8).

1993'de çıkarılan iki yasayla Hazine'nin Merkez Bankasından kullanabileceği avans miktarı artırılmıştır. Faiz oranlarını düşürme hedefi gereği Merkez Bankası İnterbank faiz oranlarını yükseltmemiştir. Sonuç olarak piyasadaki likidite fazlası devalüasyon beklentisiyle 1994 yılının başlarında dövize yönelmiştir. Kurlar hızlanmaya başlamış ve 1994 yılı başında resmi kur ile serbest kur arasındaki fark %23'ü geçmiştir (Keyder, 2000 : 112).

Bu gelişmeler üzerine, 26 Ocak 1994 tarihinde TL yaklaşık %14 oranında devalüe edilmiştir. Bu devalüasyonu 1 Mart ve 17 Mart tarihlerindeki iki devalüasyon izlemiştir. TL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı Nisan ayına kadar sürmüş, Ocak-Nisan arasında TL'nin dolar karşısındaki değer kaybı nominal olarak %172'e kadar yükselmiştir. Yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybının hızlanması sonucu kur-faiz makası daralmış, açık pozisyonlarını kapatma yarışında olan bankaların da dövize hücum etmeleri sonucu Merkez Bankası rezervleri hızlı biçimde

erimiştir. Bunun sonucunda 1 Aralık 1993'de 7 milyar dolardan fazla olan döviz rezervleri 1 Mart 1994'de 3,3 milyar dolara düşmüştür.

Bütün bu gelişmelere Ocak 1994'de Moodys ve Standart & Poors isimli iki uluslararası kredilendirme kuruluşunun Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi ve üç küçük bankanın kapatılması eklenince Türk Ekonomisi krize sürüklenmiş ve 5 Nisana gelinmiştir. TL'nin çok fazla değer kaybetmesini önlemek amacıyla, Merkez Bankası 20 Ocak 1994 tarihine kadar müdahale etmediği bankalar arası para piyasasına müdahale ederek gecelik faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmıştır. Ayrıca Devlet İç Borçlanma senetlerinin (DİBS) faiz oranları %50'lere kadar yükseltilmiş ve bu senetlerden alınan stopaj kaldırılmıştır. 1994 krizinin ekonomiye faturası ağır olmuştur. 5 Nisan 1994'de döviz rezervleri 3 Milyar dolarla dibe vurmuş, enflasyon oranı TÜFE bazında %106'lara fırlamıştır, TL bir gün içinde (5 Nisandan 6 Nisana kadar) yaklaşık %39 oranında değer kaybetmiştir.

5 Nisan krizini Meksika ve Asya krizleriyle karşılaştırdığımızda, aşırı değerlenmiş döviz kurunun, kısa vadeli sermaye girişlerinin ve yurtiçi faiz oranlarıyla yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılıklardan dolayı, bankaların yurtdışından döviz cinsinden krediler alıp yurtiçinde yerli paraya çevirerek borç vermelerinin Türkiye, Meksika ve Asya ülkelerinde ortak noktaları teşkil ettiği görülmektedir. Kriz göstergelerine bakıldığında 1994 yılında Türkiye'nin cari işlemler açığının GSMH'ya oranının %3,3, özel sektöre açılan kredilerin GSMH içindeki payının ise % 15'ler civarında olduğu görülmektedir. Ayrıca sermaye hareketlerinin(özellikle kısa vadeli) 1993 yılında hızlı bir artış kaydettiği görülmektedir. Bu göstergeler Asya ülkeleri ve Meksika'nın göstergeleriyle karşılaştırıldığında Türkiye'nin cari işlemler açığı/GSMH oranlarının kriz ülkelerindeki seviyelere yaklaştığı, sermaye hareketlerinin tıpkı kriz ülkelerinde olduğu gibi krizden önceki yıllarda hızlı arttığı görülmektedir. Son olarak özel sektöre açılan kredilerin GSMH içindeki payının Türkiye'de kriz teşkil edebilecek seviyeden çok uzaklarda olduğu görülmektedir.

1994 krizinden sonra 5 Nisan kararları alınmıştır. Bu kararların genel amaçları enflasyonu hızlı biçimde düşürmek, ihracatı artırıp ithalatı azaltmak, dış borçları sınırlamak, kamu gelirlerini artırıp kamu harcamalarını kıstmak, tarım sosyal güvenlik ve özelleştirme alanlarında reformlar yapmak şeklinde özetlenebilir.

Kısa vadede bozulan dış denge ve döviz piyasasında yeniden istikrarın sağlanması, orta vadede kamu açıklarını azaltmak ve enflasyonu düşürmek, uzun vadede ise ihracatı özendirerek tedbirler almak, özelleştirmeyi hızlandırmak ve sürdürülebilir büyümeyi mümkün kılmak hedeflenmiştir. 5 Nisan kararlarıyla döviz kurunu belirleme yöntemi değişmiştir. Merkez Bankasının 1 ABD doları resmi döviz satış kuru, Reuters sisteminin Bankalar arası Döviz Piyasası sayfalarında 1 ABD doları karşılığında TL alış-satış kotasyonu veren bankalar arasından seçilen 10 bankanın, saat 15.00'deki döviz alış-satış fiyatlarının ortalaması esas alınarak tespit edilmeye başlanmıştır. Bu şekilde belirlenen döviz kurları 13 Ağustos'tan itibaren, o tarihte belirlenen gösterge niteliğindeki Merkez Bankası kurları başlığı altında ilan edilmeye başlanmıştır. Bir gün sonraki resmi döviz kuru bir gün önceden ilan edilerek döviz kurunda istikrar sağlanmak istenmiştir.

5 Nisan kararlarıyla ayrıca aslında "ilginç" bir döviz kuru politikası benimsenmiştir. Çünkü bir taraftan döviz kuru Latin Amerika ülkelerindeki gibi sabit tutulmamış ya da başka bir para birimine eşitlenmemiş, diğer yandan döviz kuru başlangıçta hızlı biçimde devalüe edilmiş ve daha sonra kur artış hızının enflasyonun oranının altında kalması hedeflenmiştir.

1995 yılından itibaren 1.5DM + 1ABD Dolarından oluşan kur sepeti belirlenmiş ve kur sepetinin aylık enflasyon oranları kadar artırılması planlanmıştır. 1995 yılı için sepetteki artış oranı %38,4 (hedeflenen enflasyon oranı) olarak öngörülmüş ve bu tarihten sonra kur sepetinin hedef değerleri piyasaya duyurulmuştur.

Nisan 1994 krizi, sermaye hareketlerinden kaynaklanan, genel olarak iyi regüle edilememiş finansal sektörün serbestleştirilmesinden sonra yaşanan ekonomik sorunlar üzerine oluşan bir kriz modelidir. Bu modele göre dışardan kısa vadeli dövizle

borçlanan bankaların vade ve para cinsinden taşıdığı risklerle, hükümet tarafından sağlanan mevduat garantilerinin sebep olduğu ahlaki risk, banka panikleri, aşırı krediler sonucu oluşan tüketim patlaması krizi oluşturan başlıca sebepler arasında görülür.

2.3.2 Şubat 2001 Krizi

Türkiye ekonomisinin 2001 Şubat ayında yaşadığı şiddetli finansal krize yol açan nedenlerin başında üç etkinin yer aldığı söylenebilir. Bunlar: dış ödemeler dengesinde giderek artan öneme sahip olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarsızlığı, döviz kuru politikasının inandırıcı bir uygulamaya konulamaması, bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışlarıdır(Eren ve Süslü, 2001: 669).

1990'lerden sonra Türkiye ekonomisi sürdürülemez borç yapısı ve yüksek enflasyondan dolayı kura dayalı istikrar politikası anlamında IMF ile stand-by anlaşması imzalamıştır. Enflasyonu düşürme programı, sabit kura dayalı olarak 1 Ocak 2001 de uygulamaya konmuştur. Bu programın temel amaçları; 2000 yıl sonunda enflasyonu %25'e, 2001 yılı sonunda %12'ye ve 2002 yılında ise %7'ye indirmek, reel faiz oranlarını düşürmek, ekonomiyi hızlı bir büyüme sürecine ulaştırmak ve gelir dağılımını iyileştirmek şeklinde ifade edilebilir.

Bu amaçlar doğrultusunda bozulan kamu maliyesi sağlıklı bir yapıya kavuşturulmak istenmiştir. Enflasyonu düşürme programı özellikle üç unsurdan oluşmaktaydı. Bunlar: Faiz dışı fazlası oluşturmak üzere özelleştirmelerin yapılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve sıkı bir maliye politikası uygulamaktır. Gelirler politikasını enflasyon hedefiyle uyumlu hale getirmek reel faizleri düşürmek ve vadeyi uzatmak amacıyla enflasyon düşürülmesine yönelik odaklanmış kur ve para politikası uygulamaktır.

Program, görüldüğü üzere, sadece enflasyonu düşürme gayesi gütmemekte; aynı zamanda yapısal reformlara da yer vermektedir. Odaklanmış para ve döviz politikalarıyla, gelecekteki belirsizlikler kaldırılarak, uluslararası sermaye hareketlerine olanak sağlamak ve vadeyi uzatmak hedeflenmiştir. Aynı zamanda bu politikalar

sayesinde toplumda oluşmuş sürekli ve yüksek enflasyon beklentisini kırmak amaçlanmaktadır. Sabit kur politikasında, programda belirtildiği üzere 2001 Temmuz ayından itibaren çıkılarak Güney Amerika ülkelerinde yaşanan benzeri krizlere yol açmamaktır.

Programda amaçlanan; sıkı maliye politikasıyla, vergilerle gelirleri arttırmak ve kamu harcamalarını kısıarak kamu finansmanında sürekli bir iyileşme sağlamaktır. Böylelikle kalıcı bir faiz dışı fazlaya ulaşmak hedeflenmiştir. Yapısal amaçlı kararlar olarak; tarım reformu, sosyal güvenlik reformu, kamu maliyesi yönetimi, şeffaflık ve vergi politikası temel alınmıştır. Program uygulanmaya konduktan sonra, 1998 yılının ikinci yarısından itibaren kura dayalı istikrar programının olumlu sonuçları gözlemlenmiştir.

Genel olarak, özelleştirme, tarım, bankacılık reformu gerçekleştirilememiş olmasına rağmen kamu bütçesi faiz dışı fazlası Merkez Bankası net iç varlıklar hesabı denetimi, döviz kuru sepeti hedefleri yakalanmıştır. Kur belirsizliğinin ortadan kalkmasıyla, hazinenin dış borçlanma imkânlarındaki artış reel faizleri hızlı bir şekilde düşürmüştür. Reel faizlerdeki bu hızlı düşüş, enflasyon paralelinde olmayıp, bir servet etkisi yarattığından, tüketim harcamalarında bir artış yaparak yine aynı sebeple döviz kurunun enflasyon paralelinde bir seyir izlememesinin neticesi aşırı değerlenen Türk Lirasının ihracatı kısıcı etkisi ve ithalatı körükleyici unsuruyla cari işlemler açığının beklenenden daha yüksek gerçekleşmesine sebep olmuştur.

Döviz politikası sabit/yarı sabit kur gereği denge değerlerinden sapmış, beklenen TEFE oranının yarısından daha az oranda bir kur artışının olması, denge değerlerinden neredeyse iki kattan fazla sapma olduğu görülmüştür.

Meksika ve Asya örneklerinde olduğu gibi Türkiye’de de kriz öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Sermaye hareketlerinin içeriğine bakıldığında portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. 2000 yılında uygulamaya konan programın en önemli eksiklerinden birisi de TL’nin aşırı değer kazanmasını önleyebilecek tedbirlerin

olmamasıdır. Ulusal para, reel anlamda aşırı değerlendirildiğinde ülkenin rekabet gücü zayıflamakta ve cari işlemler açığı tehlikeli boyutlara ulaşabilmektedir. Bunun sonucunda döviz kurları üzerindeki baskı artmakta ve piyasalarda devalüasyon beklentisi hakim olmaktadır. Böyle bir durumda, uygulanmakta olan istikrar programına devam mümkün olmamaktadır(Güloğlu, 2001: 10).

Bankalar dışardan borçlanarak, getirisi yüksek olduğundan, bu paraları Devlet İç Borçlanma Senetlerine(DİBS) yatırarak risksiz yüksek bir getiri sağlamaktaydı. Ancak bu durum bankaların pozisyon açığını yasal sınır olan %20'nin yaklaşık 10 katı oranına ulaştırmıştır. Yine aynı şekilde banka pozisyon açıklarının döviz rezervlerine göre açıkları ve piyasaya sunmuş oldukları krediler vasıtasıyla tüketim harcamalarını kamçulamaları neticesi kısa vadeli borç oranının ihracata oranındaki artış yüksek olmuştur.

Tüm bu gelişmeler sonucunda; bankaların riskli yapısı, cari açığın artması, ihracat/ithalat oranlarının azalması, uluslararası sermaye hareketlerinin ülkemizi terk etmesine, bankaların dış ülkelerden kredi almalarının zorlaşmasına ve ülke riskinin artmasına sebep olmuştur. Bu gelişmeler sonucu ülke rezervlerinde erime görülmüş, likiditeye sıkışan piyasalarda finansal baskı nedeniyle, faiz oranları sıçrama yapmıştır.

1999 yılı sonunda IMF ile uygulamaya konulan, yarı sabit kura bağlı enflasyonu düşürme programı sayesinde, ekonomide 2000 yılı ortalarına değin belli başlı iyileşmeler (bütçe açıklarının azalması, yüksek bir büyüme trendinin yakalanması) görülmüştür. Ancak finans sektöründe yapılması gereken yapısal iyileştirmeler uygulanmaya konulamamıştır. Bankaların pozisyon açıklarını arttırarak dövize bağlı borçlanmalarını yurt içinde DİBS ile yüksek getiri elde etmeleri ve piyasaya tüketici kredileri vererek tüketim harcamalarını kamçulamaları neticesinde; enflasyonda beklenen düşme olmamıştır. Türk Lirasının aşırı değerlenmesi sonucu ve dış ticaret hadlerinde bozulmalarla cari işlemler dengesi büyük açıklar vererek yabancı yatırımcıların piyasalardan çıkmasına sebep olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerdeki mali krizler farklı nedenlere dayanmış olabilir. Ama hemen hepsinde ortaya çıkan bir özellik, kriz öncesinde hızlı bir ekonomik genişleme sürecinin yaşanmakta olmasıdır. Faizlerin ve kârlılık olanaklarının yüksekliği ülkeye yoğun bir kısa süreli sermaye veya portföy sermayesinin girmesine neden olmakta, bu da mali varlıkların fiyatlarında spekülâtif şişkinliklere yol açarak dış mali yatırımları daha da özendirici (sürü etkisi) etkide bulunmaktadır(Seyidoğlu, 2003:145).

Bu koşullar altında, Türk mali piyasaları Kasım 2000 yılında likidite sıkışıklığının neden olduğu döviz talebindeki artış, uluslararası piyasalardaki bozulma ve içerde yaşanan siyasi olumsuzluklarla bir krize sahne olmuştur. Kriz IMF'nin yardımlarıyla atlatılmıştır. Kasım 2000'de yaşanan bu kriz, uygulanan programın eksikliklerini dile getirmesine rağmen, siyasi otoritenin zayıflığı sebebiyle gerçekleştirilemeyen yapısal reformlar, piyasalardaki güvensizliği panik havasına çevirerek programı derinden sarsmıştır. Kasım 2000'de meydana gelen bu dalgalanma, faizlerde hızlı bir yükselişe sebep olmuş; bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve Şubat 2001 yılında hazine ihalesi öncesi de yaşanan olumsuz gelişmeler programa olan güvenin tamamen ortadan kaybolmasına sebebiyet vermiştir. Türk Lirasına karşı meydana gelen atak, likidite sıkışıklığı, ödemeler sisteminin kilitlenmesine sebep olmuştur. 22 Şubat 2001 de Merkez Bankası, döviz kuru sisteminin sürdürülemeyeceği kanısına varmasıyla Türk Lirasını yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakmıştır.

Gelişmekte olan piyasalarda sermaye hareketlerinden kaynaklı krizler yaşanmaması için; finansal bütünleşme sürecinde gelişmekte olan ülkeler küresel sermaye hareketlerinden, kendilerine fayda sağlayacak politikaları sürdürmeli ve bu süreçteki tehlikelerden kaçınmalıdırlar. Bu bağlamda, makro ekonomik yapı güçlendirilmeli, finansal yapı iyileştirilmeli, bankacılık denetim ve gözetim düzenlemeleri yapılmalıdır. Bu ülkelerde bankacılık sistemindeki zayıflık bilinse de sermaye girişleriyle ilişkili olarak kredi artışlarının kontrol edilmesi önem kazanmaktadır. İyi işleyen sermaye piyasalarının varlığı, artan portföy yatırımlarını çekerek potansiyel istikrarsızlık riskini azaltabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik istikrarsızlıklara açık bir yapıya sahip olmalarından dolayı, istikrarsızlıklara

tepki gösterecek mekanizmaları geliştirmeli ve şokları ortadan kaldırııcı düzenlemeleri yapmaları gerekmektedir. Bütün bu düzenlemeleri yapanlar ve bilginin tam yayılmasını sağlayıcı birimler arasındaki işbirliği, güvenli ve etkin piyasalar için son derece önem arz edebilmektedir(Stiglitz, 2000:1080).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler finansal serbestleşme ile birlikte ihtiyaç duydukları sermaye hareketlerini kısa vadeli olarak uluslararası piyasalardan sağlama imkânı elde etmişlerdir. Ancak finansal serbestleşme öncesi süregelen yapısal sorunlar giderilemediğinden sermaye hareketleri, makro dengelerdeki olumsuz değişimlere karşı hassasiyetini korumuş, makro dengelerin sürdürülemez olduğu dönemler ülkemizi terk ederek finansal krizlere sebebiyet vermiştir.

III. BÖLÜM

METODOLOJİ VE UYGULAMA

3.1 Model ve Yöntem

Çalışmanın bu bölümünde, Gayri Safi Milli Hasıla, Dış Ticaret Açığı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile ilişkisi incelenmiştir. Verilerle çalışmaya başlamadan önce GSMH serisi mevsimsel etkilerden “Hareketli Ortalamaya Oran” yöntemiyle arındırılmıştır. Çalışmada kullanılan serilere öncelikle durağanlık analizi yapılmıştır. Birinci farklara göre durağan sonuçlanan serilerin uzun dönemdeki hareketlerini belirlemek için VAR modeli oluşturularak, Eş-Bütünleyen (Johansen Co-Integration) testine tabi tutulmuş, Granger Nedensellik testi yapılmış, ve son olarak Etki-Tepki Analizi yapılmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler, TCMB genel istatistikî verilerinden elde edilmiştir. Bu veriler sırasıyla; 1987 yılı sabit fiyatları ile üretime bağlı Gayri Safi Milli Hâsıla, İthalat ve ihracat farkı alınarak elde edilmiş Dış Ticaret Açığı, Reel Döviz Kuru ve Portföy Yatırımları yükümlülükleri ile Diğer Yatırımlar yükümlülükleri toplamı ekonomiye giren Kısa vadeli sermaye hareketleri elde edilmiştir.

GSMH_t= Gayri Safi Milli Hâsılayı, DTA_t= Dış Ticaret Açığını, RDK_t= Reel Döviz Kurunu, KVSH_t= Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini ve ε_t=hata terimini göstermektedir.

GSMH verimiz Merkez Bankası Genel istatistiklerinden üretime dayalı toplam yurt içi üretimden oluşmaktadır. DTA verisi ithalat ve ihracat arasında oluşan dış ticaret açığını göstermektedir. RDK verisi Türk Lirasının yabancı dövizler karşısındaki reel değerlenmesini göstermektedir. KVSH verisi ise portföy yatırımları ve kısa vadeli kredileri içermektedir. Analizi yapılmak istenen modeller aşağıdaki biçimdedir:

$$GSMH_t = \alpha_0 + \alpha_1 kvsh_t + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

$$DTA_t = \beta_0 + \beta_1 kvsh_t + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

$$RDK_t = \delta_0 + \delta_1 kvsh_t + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

Çalışmada öncelikle GSMH serisi “Hareketli Ortalamaya Oran” yöntemi ile mevsimsel etkilerden arındırılmış olup, beklenen sonuçlar, sermaye hareketlerine bağlı olarak; Gayri Safi Milli Hâsıla’da artış, Dış Ticaret Açığının artması ve Reel Döviz Kurunda değerlenmedir.

3.2 ADF Durağanlık Testi ve Sonuçları

Zamana bağlı olarak bir sürecin ortalaması ve varyansı sistematik bir değişme göstermiyorsa seri durağan bir zaman serisidir. Bu; durağanlık koşulunun geçerli olduğu anlamına gelir. İktisadi zaman serileri genel olarak durağan değildir. Zaman serilerinin modellenmesinde ve nedensellik ilişkilerinin belirlenmesinde serilerinin Durağan olması gerekli bir özelliktir. Y, değişkeninin aşağıdaki özellikleri taşıyan bir zaman Serisi olduğu kabul edilirse,

$$\text{Ortalama} \quad : E(Y_t) = \mu \quad (3.4)$$

$$\text{Varyans} \quad : \text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (3.5)$$

$$\text{Ortak Varyans} \quad : \phi_s = [E(Y_t - \mu)(Y_{t+s} - \mu)] \quad (3.6)$$

Yt sürecinin ortalamasının μ ve varyansının σ^2 sabit olması durumunda Sürecin durağan olduğu ve ayrıca ortak varyans [$\text{Cov}(Y_t, Y_{t-s}) = \Phi_s$] olması durumunda ise Sürecin ortak varyansının durağan olduğu söylenir. Ortak varyans durağanlığı, ortak varyans fonksiyonunun Φ_s , zamana değil, sadece zaman içinde (s) kistasına bağlı olması sebebiyle sağlanır. Böylece ortak varyans durağanlığın serilerin ortalamasının ve zaman boyunca sabit olması ile birlikte, varyanslarının da eşit zaman genişliklerinde farklı olamaması anlamına geldiği anlaşılır. Eğer $s = 0$ ise Φ_0 bulunur ki buda Y'nin ardışık iki değeri ortak varyanstır. Y'nin sıfır noktasını Yt den Yt+m'ye kaydırıldığında Yt durağansa Yt+m'nin ortalaması, varyansı ve ortak varyansı Yt 'ye ait değerlerle aynı olmalıdır. Bir zaman serisi durağansa ortalama, varyansı ve ortak varyansı ne zaman ölçülürse ölçülür aynı kalmalıdır(Dickey ve Fuller, 1979: 430).

Zaman serisi t_1, t_2, \dots, t_m dönemlerinin herhangi birinde elde edilen m gözleme ilişkin bileşik olasılık dağılım fonksiyonu ile $t_1+s, t_2+s, \dots, t_m+s$ dönemlerinde elde edilen, m gözleme ilişkin bileşik olasılık dağılım fonksiyonu; $Y(t_1), Y(t_2), \dots, Y(t_m)$ gözlem setinin birleşik dağılımı $Y(t+s), Y(t_2+s), \dots, Y(t_m+s)$ *nın tüm m ve s değerlerinin birleşik dağılımı ile aynı ise bu zaman serisi kesin durağan zaman serisi olarak adlandırılır. Bir zaman serisinin ortalaması sabit ve otokovaryansı sadece gecikmeye bağlıysa bu duruma zayıf durağanlık denir.

Durağanlığı test edebilmek için aşağıdaki süreçten yola çıkılmaktadır.

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad (3.7)$$

Ortalaması sıfır, varyansı sabit, ardışık bağımlılığın olmadığı ve stokastik özelliklere sahip denklemdeki u_t hata terimi, “beyaz gürültü hata terimi” olarak adlandırılmaktadır.

$$Y_t - Y_{t-1} = (\rho - 1) Y_{t-1} + u_t \quad (3.8)$$

Serilerin durağanlığı, “Augmented Dickey-Fuller” durağanlık testi yapılarak araştırılmıştır. Birim kök testi aşağıdaki model çerçevesinde, Schwarz kriteri (SC) esas alınarak yapılmıştır.

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.9)$$

Augmented Dickey-Fuller (ADF) (1979) durağanlık testi, aşağıdaki denklemde yer alan $\alpha_1 = (\rho - 1)$ katsayısının istatistik olarak sıfıra eşit olup olmadığını test etmektedir. Bu bağlamda aşağıdaki hipotezler test edilmektedir:

H0: $\rho=1$ Seri durağan değildir. (Birim kök vardır.)

H1: $\rho<1$ Seri durağandır. (Birim kök yoktur.)

Zaman içinde büyük değişiklik gösteren serilerle, mevsimlik dalgalanma gösteren serilere belirli olasılık kurallarını uygulamak ve bu serilere dayanarak öngörüde bulunmak yanlış olur. Durağan olmayan serileri durağan hale getirmek gerekir. Serileri durağan hale getirmek için bir takım işlemler yapılır. Bu işlemler logaritma alma, fark alma, filtreleme ve trend etkisinden arındırma olarak sınıflandırılmaktadır.

Genellikle değişkenler gerçek değerleri ile değerlendirildiğinde doğrusal değildirler. Bu nedenle serilerin gerçek değerleri yerine birinci ve ikinci dereceden fark alarak kullanmayı tercih ederiz. Durağanlığın genellikle birinci ve ikinci dereceden fark alma ile sağlanması mümkündür. Logaritma alma, varyansı fark alma ise ortalamayı durağan hale getirmektedir. Kısaca fark alma işlemi şu şekildedir;

Birinci mertebeden fark alma,

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} \quad (3.10)$$

İkinci mertebeden fark alma,

$$\Delta^2 Y_t = Y_t - 2Y_{t-1} + Y_{t-2} \quad (3.11)$$

Birinci aşamada değişkene birim kök (durağanlık) testi yapılmıştır. GSMH serisi Augmented Dickey-Fuller durağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -0.616 değeri %1 ve %5 kritik değerlerinden mutlak olarak daha kk olduğundan, H₀ hipotezi (null hipotez) ‘‘GSMH serisi durağandır’’ hipotezi ret edilmiştir. Serinin durağan olmadığı görülmektedir.

Dış Ticaret Açığı Serisi Augmented Dickey-Fuller duarağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -1.518 değeri %1 ve %5 kritik değerlerinden mutlak olarak daha kk olduğundan H₀ hipotezi (null hipotez) ‘‘Dış Ticaret Açığı serisi durağandır’’ hipotezi ret edilmiştir. Serinin durağan olmadığı görülmektedir.

Reel Döviz Kuru Augmented Dickey-Fuller durağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -2.072 değeri %1 ve %5 kritik değerlerinden mutlak olarak daha kk olduğundan H₀ hipotezi (null hipotez) ‘‘Reel Döviz Kuru serisi durağandır’’ hipotezi ret edilmiştir. Serinin durağan olmadığı görülmektedir.

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Augmented Dickey-Fuller durağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -2.874 değeri %1 ve %5 kritik değerlerinden mutlak olarak daha küçük olduğundan H_0 hipotezi (null hipotez) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri durağandır” hipotezi ret edilmiştir. Serinin durağan olmadığı görülmektedir.

GSMH (Gayri Safi Milli Hâsıla, DTA(Dış Ticaret Açığı) ve RDK(Reel Döviz Kuru), KVSH(Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri) serilerinin Augmented Dickey-Fuller durağanlık test istatistikleri değerlendirildiğinde, mutlak değer olarak kritik değerlerinden daha düşük düzeyde sonuçlanmıştır. ADF durağanlık testine KVSH, GSMH, DTA ve RDK serilerinin birinci farkları alınarak devam edilmiştir.

GSMH birinci farkı alınarak birim kök (durağanlık) test yapılmıştır. Δ GSMH serisi Augmented Dickey-Fuller durağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -13.287 değeri %1 kritik değerinden mutlak olarak daha büyük olduğundan H_0 hipotezi (null hipotez) “ Δ GSMH serisi durağandır” hipotezi kabul edilmiştir. Serinin birinci farkının durağan olduğu görülmektedir.

DTA serisi birinci farkı alınarak birim kök (durağanlık) test yapılmıştır. Δ DTA serisi Augmented Dickey-Fuller durağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -13.822 değeri %1 kritik değerinden mutlak olarak daha büyük olduğundan H_0 hipotezi (null hipotez) “ Δ DTA serisi durağandır” hipotezi kabul edilmiştir. Serinin birinci farkının durağan olduğu görülmektedir.

RDK serisi birinci farkı alınarak birim kök (durağanlık) test yapılmıştır. Δ RDK serisi Augmented Dickey-Fuller durağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -8.261 değeri %1 kritik değerinden mutlak olarak daha büyük olduğundan H_0 hipotezi (null hipotez) “ Δ RDK serisi durağandır” hipotezi kabul edilmiştir. Serinin birinci farkının durağan olduğu görülmektedir.

KVSH serisi birinci farkı alınarak birim kök (durağanlık) test yapılmıştır. Δ KVSH Augmented Dickey-Fuller durağanlık testine tabi tutulmuş ve sonuçları Tablo 3.1’de verilmiştir. Test sonucu elde edilen -11.380 değeri %1 kritik değerinden mutlak olarak daha büyük olduğundan H_0 hipotezi (null hipotez) “ Δ KVSH serisi durağandır” hipotezi kabul edilmiştir. Serinin birinci farkının durağan olduğu görülmektedir.

Tablo 3.1: ADF Test Sonuçları

ADF Test Sonuçları			
Düzy Seri		İlk Farklar	
GSMH	-0.616	Δ GSMH	-13.287**
DTA	-1.518	Δ DTA	-13.822**
RDK	-2.072	Δ RDK	-8.261**
KVSH	-2.874	Δ KVSH	-11.380**
GSMH için ADF kritik değerler: %1=-3.469 %5=-2.878		Δ GSMH için ADF kritik değerler: %1=-3.469 %5=-2.878	
DTA için ADF kritik değerler: %1=-3.470 %5=-2.878		Δ DTA için ADF kritik değerleri: %1=-3.470 %5 -2.878	
RDK için ADF kritik değerler: %1=-3.469 %5=-2.878		Δ RDK için ADF kritik değerleri: %1=-3.470 %5 -2.878	
KVSH için ADF kritik değerler: %1= -3.470 %5=-2.879		Δ KVSH için ADF kritik değerler: %1=-3.470 %5=-2.879	
		* %5 anlamlılık düzeyi	
		** %1 anlamlılık düzeyi	

Modelimizde kullanacağımız değişkenlerin düzey seviyesinde durağan olmadıkları ADF Birim Kök Testleri yapılarak görülmüştür. Modelimizde durağan olmayan seriler kullanmak istemediğimizden serilerin birinci farkları alınarak durağanlıkları test edilmiştir.

Sonuç olarak bu seriler birinci farklara göre durağandır, yani birim kök içermemektedir ve regresyon çözümlemesine başlamak için elverişli bir konumdadır. Dolayısıyla bundan sonraki testlerde seriler birinci farklara göre dikkate alınması gerekmektedir. Bu serilerin level seviyesinde durağan olmadıkları ve 1. farklarının

durağan çıkmaları sonucu; sahte regresyona sebebiyet vermemek ve uzun dönemde birlikte hareket ettiğini yani aralarında Eş-Bütünleyen (Co-Integration) ilişkisinin var olup olmadığı Johansen Co-Integration Test ile sınanmıştır. Ko-Entegrasyon testi ncesi VAR Modelimiz oluşturulmuştur. Kullanacağımız veriler; GSMH (Gayri Safi Milli Hasıla), DTA(Dış Ticaret Açığı), RDK(Reel Döviz Kuru) ve KVSH(Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri) olarak belirlenmiştir.

3.3 VAR Modeli ve Johansen Ko-Entegrasyon Analizi

İktisadi değişkenler arasındaki ilişkiler, tek veya çok denklemden oluşan modeller ile açıklanabilmektedir. Tek denklemlilerde, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki, tek yönlü sebep sonuç ilişkisi olarak açıklanmaktadır. Değişkenlerden hangisinin sebep hangisinin sonuç olduğuna karar vermek her zaman kolay olmamaktadır. Bu sorun değişkenler arasında sebep sonuç ilişkisini karşılıklı olarak açıklayan, çok denklemlilerde modeller ile zlmeye çalışılmaktadır.

Tek denklem ile açıklanan ilişkiler için regresyon analizi yapılırken, çok denklemlilerde Modeller, eşanlı denklem sistemlerinin çözümlerini gerektirmektedir. Eşanlı modellerde sistemde yer alan bütün denklem aynı anda analiz edilerek, sistemin katsayılarının tahmini yapılmaktadır. Bu modellerde yer alan değişkenler içsel ve dışsal değişkenler olarak ikiye ayrıldığından değişkenlerden hangisinin içsel hangisinin dışsal olduğunun belirlenmesinde ve sisteminin çözümü için gerekli olan belirlenme şartının sağlanması, problemlerle karşılaşılabilmektedir. Özellikle belirlenmeyi sağlamak için, modellerde bazı kısıtlamalar yapılmaktadır.

Tek denklemlilerde modeller kısa dönem korelasyon etkilerinin belirlenmesinde ve ileriye yönelik tahminlerde yararlı olurken, çok denklemlilerde modeller sistemin yapısının belirlenmesinde daha yararlı olmaktadır. Uygulamada çok denklemlilerde modellerin değişkenler arasındaki ilişkiyi tek denklemlilerde modellerden daha iyi ortaya koyduğu görülmektedir.

Ekonometrik araştırmalarda genellikle zaman serileri kullanıldığından ve bu seriler farklı özellikler gösterdiğinden, regresyon ve eşanlı denklem sistemleri analizinden istenen sonuçlar elde edilememektedir. Bu nedenle zaman serilerinin özel yöntemlerle incelenmesine gerek duyulmuştur. Tek denklemlerle açıklanabilecek ilişkiler için genel olarak ARIMA modelleri olarak adlandırılan zaman serisi modelleri kullanılmaktadır. Birden fazla denklemden oluşan zaman serisi modelleri için ise bu bölümde açıklamaya çalışacağımız kısaca VAR olarak adlandırılan içsel ve dışsal değişken ayırımı yapılmayan Vector Auto Regresif modeller geliştirilmiştir. VAR modellerinin ortaya çıkışı nedeni, yapısal denklem modellerinde var olan kısıtlamalardır(Gujarati, 1999; 735)

Eşanlı denklem sistemlerinin de dâhil olduğu yapısal denklem modellerinde içsel ve dışsal değişkenler iktisat teorisine dayanarak belirlendiğinden, modellerin oluşturulması aşamasında yapılacak hatalar yanlış sonuçlara neden olacaktır. İktisat teorisinde daha az bağlı olan ve bu nedenle analizde daha esnek davranılmasını sağlayan, diğer bir deyişle özel iktisadi teorilere bağlı olmayan modeller oluşturulmuştur. Oluşturulan bu modellerde içsel ve dışsal değişken ayırımı olmadığı gibi, başka bir kısıtlama da içermeyen bu modeller "ateorik modeller" olarak adlandırılmaktadır.

VAR modelleri eşanlı denklem modellerinden farklı özellikleri yapısal yaklaşımı ile özet olarak, belirlenen sıfır kısıtlama olmaması, Modellerin dayandığı kesin bir iktisat teorisinin bulunmaması şeklinde belirlenebilir. Aşağıdaki şekilde ifade edilir.

$$Y_t = \alpha_{10} + \alpha_{11} Y_{t-1} + \alpha_{12} X_{t-1} + u_{1t} \quad (3.12)$$

$$X_t = \alpha_{20} + \alpha_{21} Y_{t-1} + \alpha_{22} X_{t-1} + u_{2t} \quad (3.13)$$

GSMH ile KVSH arasında oluşturacağımız VAR Modeli gecikme uzunluğu Eviews 4.1 programı yardımıyla LR ve AIC kriterlerine göre 7 olarak belirlenmiştir. DTA ile KVSH arasında oluşturacağımız VAR Modeli gecikme uzunluğu LR ve AIC kriterlerine göre 15 olarak belirlenmiştir. RDK ile KVSH arasında oluşturacağımız VAR Modeli gecikme uzunluğu LR ve AIC kriterlerine göre 2 olarak belirlenmiştir.

Değişkenlere ait zaman serileri çoğu zaman trend içermekte yani durağan olmamaktadır. Bu durumda oluşturulacak regresyonlarda, sahte regresyon sonuçlarına yol açabilmektedir. Buna bir çözüm olarak, değişkenlerin farkının alınması ile skotastik trendin elemine edilmesi önerilmiş ancak bu yöntem uzun dönem dengesi için gerekli olan önemli bilgilerin kaybedilmesine sebebiyet vermiştir. Eş-Bütünleyen (Co-Integration) testi bu soruna çözüm getirmiştir. Buna göre değişkenler eğilim içerse bile uzun dönemdeki sapmaları ifade eden hata terimi durağan ise değişkenler arasında gerçek iktisadi nedensellik ilişkisi vardır. Bu durumda regresyondaki değişkenler Ko-Entegredir. Ko-Entegrasyon analizi; regresyon analizlerinde trendin neden olduğu sahte regresyon sonuçlarını giderme ve uzun dönem ekonomik ilişkilerin testine olanak vermesini sağlamıştır(Sarıdoğan, 2001; 101).

Trend ve yığılımı (drift) olmayan ve her biri I (1) olan X_t ve Y_t gibi iki seriyi ele aldığımız zaman, bu iki serinin herhangi bir doğrusal bileşiminin de I (1) olacağı genel olarak doğrudur. Fakat;

$$U_t = Y_t - aX_t \quad (3.14)$$

eşitliğinde U_t 'yi I(0) yapacak bir sabiti varsa, o zaman X_t ve Y_t 'nin "ortak bütünlenen" (Co-Integrated) olduğu söylenir ve a 'ya "ortak bütünleyen" (Co-Integrating) parametre denir. Şayet a gibi ortak bütünleyen parametre mevcutsa, bu tek (unique) olacaktır (Granger, 1986; 213).

Başka b X_1 vektörünün bileşenleri, x 'in tüm bileşenleri $I(d)$ ise ve $a(0)$ böylece $Z_1 = a' X_1 I(d-b)$, $b > 0$ olan bir vektör varsa, $X_1 - CI(d,b)$ ile gösterilen (d,b) mertebeden Ko-Entegre olduğudur. $d=1$, $b=1$ durumunda çalışmaya devam edersek Ko-Entegrasyon, X_t 'nin bileşenleri $I(1)$ otursa, daha sonra denge hatası $I(0)$ olacak ve Z_1 eğer sıfır ortalamaya sahipse, nadiren sıfırdan uzaklaşacak ve sıklıkla sıfır çizgisini kesecektir. Diğer bir deyişle dengenin, en azından yaklaşık olarak, ara sıra oluşacağı halbuki X_1 , Ko-Entegre olmazsa, Z_1 büyük bir şekilde sapma gösterebilir ve sıfırı kesmeler çok nadir olacaktır, bu durum varsayılırsa denge kavramının pratik bir manası kalmayacaktır.

Eş-Bütünleyen Testi (Co-Integration) uzun dönem ilişkilerini korurken, kısa dönem dinamiklerinin de incelenmesini sağlar. Ortak bütünleyen değişkenler için iki aşamalı bir süreç tahmin edilir. Önce düzey seviyesindeki değişkenler için ortak bütünleyen parametresi tahmin edilir, ikinci aşamada bu tahminler hata düzeltme modelinde kullanılır, iki serinin ortak bütünlenen olabilmesi için aynı mertebeden bütünlenen olmaları aralarında bir denge ilişkisi olması ve bu ilişkiden elde edilen hataların düzey seviyesinde durağan olmaları gerekir. Ortak bütünleyen vektörün bulunduğu regresyona Eş-Bütünleyen (Co-Integration) regresyonu denir (Granger ve Engle, 1987; 251).

Değişken sayısı birden fazla ise, Ko-Entegrasyon ilişkisi araştırılırken mutlaka bağımlı değişkenin bütünleme mertebesi bağımsız değişkenlerden daha düşük olmalıdır. Değişkenler arasında Ko-Entegrasyon testinden öne aralarında iktisadi bir bağ olması gerekir. İki durağan olmayan değişkenin hata terimleri durağan ise değişkenler uzun dönemde beraber hareket ediyor demektir. Bu değişkenler arasında farkın açılmasını engelleyen hata düzeltme mekanizması vardır. Bu mekanizma değişkenlerin birlikte hareket etmesini sağlar. Değişkenler Ko-Entegre olduğunda hata mekanizması çalışan değişkenler Ko-Entegredir (Saridoğan, 2001; 103).

Çoklu Ko-Entegrasyon açısından bir uzun dönem regresyon denkleminde n adet değişken varsa, aralarında en fazla $(n-1)$ adet Ko-Entegrasyon vektörü vardır. Eğer birden fazla Ko-Entegrasyon ilişkisi varsa bu genellikle bir hatalı belirlenme durumunu gösterir. Bazen birden çok vektörü haklı gösterebilecek teorik alt yapı var olabilir. Eğer birden fazla vektör varsa ve bir Ko-Entegrasyon denklemi tahmin ediliyorsa elde edilen katsayı tahminleri iki vektörün bir lineer birleşimi olabilir. Johansen tarafından sunulan test değişken arasında Ko-Entegrasyon ilişkisi sayısını belirleyebilmektedir. Eğer sonuç tek bir vektör ise bu önemli bir kolaylık sağlamaktadır(Johansen, 1988; 231).

Engle Granger Ko-Entegre değişkenler gerektiren modeller için iki adım belirledi. İlk adımda, Ko-Entegre olan vektör, değişkenlerin düzey hallerinde statik bir regresyon kullanımı ile tahmin edilir. İkinci adımda, elde edilenler hata düzeltme mekanizması formunda kullanılır. Her iki adım yalnızca en küçük kareler kullanımını gerektirir. Sonuçlar, tüm parametreler için sabit olma ile gösterilebilir. Özellikle, ilk adımda tahmin edilen parametreler, vektör çoğaltan hata düzeltme mekanizması bileşenleri, ikinci adımda alırdık asimptotik $T^{1/2}$ oranına yakınsama gösterirlerken, T seviyesinde olasılıklarına yakınsarlar(Banerjee, Dolada, Gabraith, Hendry 1993; 157).

GSMH ve KVSH değişkenleri arasında Eş-Bütünleyen testi yapılmış ve daha sonra bu değişkenler için elde edilen değer için temel hipotez $r=0$ yani Eş-Bütünleyen vektör olmadığı şeklinde, alternatif hipotez ise $r=1$ şeklinde kurulur. Hesaplanan değer, kritik değerden %5 anlamlılık derecesinde büyük olduğu için temel hipotez reddedilir. İkinci aşamada ise temel hipotez $r=1$ şeklinde kurulurken alternatif hipotez $r \geq 2$ şeklinde kurulur. Hesaplanan değer kritik değerden küçük olduğu için temel hipotez kabul edilir. Yani GSMH ve KVSH değişkenleri arasında Tablo: 3.2’de görüldüğü gibi bir tane Eş-Bütünleyen vektör bulunmuştur.

Tablo 3.2 GSMH - KVSH Johansen Ko-Entegrasyon Test Sonuçları

Seriler: GSMH - KVSH				
Ko-Entegrasyon Hipotezi	Eigenvalue	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer	%1 Kritik Değer
*Ko-Entegrasyon Yoktur	0.094260	20.50398	19.96	24.60
1 Ad. Ko-Entegrasyon Eşitliği Vardır	0.028726	4.663546	9.24	12.97
* %1 ve %5 anlamlık düzeyinde “Ko-Entegrasyon Yoktur” hipotezi red edilmiştir.				
Test sonucuna göre %5 anlamlık düzeyinde 1 Adet Ko-Entegrasyon Eşitliği Vardır.				

DTA ve KVSH değişkenleri arasında Eş-Bütünleyen testi yapılmış ve daha sonra bu değişkenler için elde edilen değer için temel hipotez $r=0$ yani Eş-Bütünleyen vektör olmadığı şeklinde, alternatif hipotez ise $r=1$ şeklinde kurulur. Hesaplanan değer, kritik değerden %5 anlamlılık derecesinde büyük olduğu için temel hipotez reddedilir. İkinci aşamada ise temel hipotez $r=1$ şeklinde kurulurken alternatif hipotez $r \geq 2$ şeklinde kurulur. Hesaplanan değer kritik değerden küçük olduğu için temel hipotez kabul edilir. Yani DTA ve KVSH değişkenleri arasında bir tane Eş-Bütünleyen vektör bulunmuştur.

Tablo 3.3 DTA - KVSH Johansen Ko-Entegrasyon Test Sonuçları

Seriler: DTA - KVSH				
Ko-Entegrasyon Hipotezi	Eigenvalue	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer	%1 Kritik Değer
*Ko-Entegrasyon Yoktur	0.114339	18.67032	15.41	20.04
1 Ad. Ko-Entegrasyon Eşitliği Vardır	0.001409	0.214289	3.76	6.65
* %1 ve %5 anlamlık düzeyinde “Ko-Entegrasyon Yoktur” hipotezi red edilmiştir.				
Test sonucuna göre %5 anlamlık düzeyinde 1 Adet Ko-Entegrasyon Eşitliği Vardır.				

RDK ve KVSH değişkenleri arasında Eş-Bütünleyen testi yapılmış ve daha sonra bu değişkenler için elde edilen değer için temel hipotez $r=0$ yani Eş-Bütünleyen vektör olmadığı şeklinde, alternatif hipotez ise $r=1$ şeklinde kurulur. Hesaplanan değer, kritik değerden hem %5 hem de %1 anlamlılık derecesinde büyük olduğu için temel hipotez reddedilir. İkinci aşamada ise temel hipotez $r=1$ şeklinde kurulurken alternatif

hipotez $r=2$ şeklinde kurulur. Hesaplanan değer kritik değerden küçük olduğu için temel hipotez kabul edilir. Yani RDK ve KVSH değişkenleri arasında bir tane Eş-Bütünleyen vektör bulunmuştur.

Tablo 3.4 RDK - KVSH Johansen Ko-Entegrasyon Test Sonuçları

Seriler: RDK – KVSH				
Ko-Entegrasyon Hipotezi	Eigenvalue	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer	%1 Kritik Değer
*Ko-Entegrasyon Yoktur	0.194002	38.14143	19.96	24.60
1 Ad. Ko-Entegrasyon Eşitliği Vardır	0.015367	2.555187	9.24	12.97
* %1 ve %5 anlamlık düzeyinde “Ko-Entegrasyon Yoktur” hipotezi red edilmiştir.				
Test sonucuna göre %1 ve %5 anlamlık düzeyinde 1 Ad. Ko-Entegrasyon Eşitliği Vardır.				

3.4 Granger Nedensellik Testi ve Sonuçları

Granger Nedensellik Testi; bir değişkeninin kestirimi için bir başka değişkeninin geçmişteki değerlerini kullandığımızda, o değişkeninin geçmişteki değerlerinin kullanılmadığı duruma göre daha başarılı bir nedeni olarak açıklamaktadır.

Granger nedensellik analizi, aşağıdaki denklemlerdeki yöntemden hareketle yapılmıştır. Değişkenler birinci mertebeden durağan yani $I(1)$ ve aralarında Ko-Entegrasyon ilişkisi varsa nedensellik testine hata düzeltme faktörü de eklenir.

$$\Delta GSMH_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k=1} \alpha_i \Delta GSMH_{t-i} + \sum_{i=1}^{k=2} \beta_i \Delta KVSH_{t-i} + \theta ECT_{gsmht-i} + \varepsilon_t \quad (3.15)$$

$$\Delta KVSH_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k=3} \alpha_i \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=1}^{k=4} \delta_i \Delta GSMH_{t-i} + \theta ECT_{kvsht-i} + v_t \quad (3.16)$$

Nedensellik analizinde, bir neden-sonuç ilişkisi ortaya çıkması, yukarıdaki denklemlerdeki bağımsız değişkenlerin katsayıların (β_i , δ_i) anlamlı sonuçlanmasına bağlıdır. Burada sadece β_i katsayısı istatistik olarak anlamlı ise, KVSH neden, GSMH sonuçtur. Sadece δ_i katsayısı anlamlı çıkarsa da GSMH neden, KVSH ise sonuçtur; her iki durumda da neden sonuç ilişkisi tek yönlüdür. Eğer her iki katsayı da anlamlı çıktığı takdirde, o zaman çift yönlü bir neden-sonuç ilişkisinden bahsedilebilir. Burada β_i katsayısı ve δ_i istatistik olarak anlamlı olduğundan Gayri Safi Milli Hasıla ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri arasında Tablo: 3.5’de görüldüğü gibi çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir.

Tablo 3.5 GSMH -KVSH Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik İlişkisinin Yönü	Gözlem Sayısı	F- İstatistik Değeri	İhtimal Değeri	Nedensellik İlişkisi
$\Delta\text{GSMH} \rightarrow \Delta\text{KVSH}$	161	2.975320	0.0060	VAR
$\Delta\text{KVSH} \rightarrow \Delta\text{GSMH}$	161	8.279054	0.0000	VAR

$$\Delta DTA_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k=1} \alpha_i \Delta DTA_{t-i} + \sum_{i=1}^{k=2} \beta_i \Delta \text{KVSH}_{t-i} + \theta ECT_{dtat-i} + \varepsilon_t \quad (3.17)$$

$$\Delta \text{KVSH}_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k=3} \alpha_i \Delta \text{KVSH}_{t-i} + \sum_{i=1}^{k=4} \delta_i \Delta DTA_{t-i} + \theta ECT_{kvsh-t} + v_t \quad (3.18)$$

Nedensellik analizinde, bir neden-sonuç ilişkisi ortaya çıkması, yukarıdaki denklemlerdeki bağımsız değişkenlerin katsayıların (β_i , δ_i) anlamlı sonuçlanmasına bağlıdır. Burada sadece β_i katsayısı istatistik olarak anlamlı ise, KVSH neden, DTA sonuçtur. Sadece δ_i katsayısı anlamlı çıkarsa da DTA neden, KVSH ise sonuçtur; her iki durumda da neden sonuç ilişkisi tek yönlüdür. Eğer her iki katsayı da anlamlı çıktığı takdirde, o zaman çift yönlü bir neden-sonuç ilişkisinden bahsedilebilir. Burada β_i katsayısı ve δ_i istatistik olarak anlamlı olduğundan Dış Ticaret Açığı ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri arasında Tablo: 3.5’de görüldüğü gibi çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir.

Tablo 3.6 DTA -KVSH Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik İlişisinin Yönü	Gözlem Sayısı	F- İstatistik Değeri	İhtimal Değeri	Nedensellik İlişkisi
$\Delta DTA \rightarrow \Delta KVSH$	153	6.259586	0.0001	VAR
$\Delta KVSH \rightarrow \Delta DTA$	153	3.339605	0.0379	VAR

$$\Delta RDK_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k=1} \alpha_i \Delta RDK_{t-i} + \sum_{i=1}^{k=2} \beta_i \Delta KVSH_{t-i} + \theta ECT_{rdkt-i} + \varepsilon_t \quad (3.19)$$

$$\Delta KVSH_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k=3} \alpha_i \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=1}^{k=4} \delta_i \Delta RDK_{t-i} + \theta ECT_{kvsh-t-i} + v_t \quad (3.20)$$

Nedensellik analizinde, bir neden-sonuç ilişkisi ortaya çıkması, yukarıdaki denklemlerdeki bağımsız değişkenlerin katsayıların (β_i , δ_i) anlamlı sonuçlanmasına bağlıdır. Burada sadece β_i katsayısı istatistik olarak anlamlı ise, KVSH neden, RDK sonuçtur. Sadece δ_i katsayısı anlamlı çıkarsa da RDK neden, KVSH ise sonuçtur; her iki durumda da neden sonuç ilişkisi tek yönlüdür. Eğer her iki katsayı da anlamlı çıktığı takdirde, o zaman çift yönlü bir neden-sonuç ilişkisinden bahsedilebilir. Burada β_i katsayısı ve δ_i istatistik olarak anlamlı olduğundan Reel Döviz Kuru ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri arasında Tablo: 3.5’de görüldüğü gibi çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir.

Tablo 3.7 RDK -KVSH Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik İlişkisinin Yönü	Gözlem Sayısı	F İstatistik Değeri	İhtimal Değeri	Nedensellik İlişkisi
$\Delta RDK \rightarrow \Delta KVSH$	166	9.103775	0.0002	VAR
$\Delta KVSH \rightarrow \Delta RDK$	166	3.497748	0.0326	VAR

3.5 Etki-Tepki Analizi

Değişkenlerden birinin sistemdeki değişkenlerden bir diğerine etki veya tepkisinin olup olmadığı araştırılmak istendiğinde, etki tepki analizi yapılır. T zamanında bir değişkendeki değişimin diğer değişkene olan etkisini gösteren denkleme etki çarpanı denir. Bu çarpanlar arasındaki zaman ilişkisini açıklayan fonksiyonlar ise etki tepki fonksiyonları olarak adlandırılır.

VAR modeli için etki tepki analizini;

VAR(1) modeli için şu şekilde açıklayabiliriz, $t = j \rightarrow \infty$

$$Y_t = \mu + \sum \alpha^i \varepsilon_{t-i}$$

$$Y_t = \mu + \varepsilon^1 + \alpha \varepsilon^1 + \alpha^2 \varepsilon^1 + \dots \text{ i } = 1 \rightarrow \infty \text{ ifade edilebilir.} \quad (3.21)$$

Burada, $\mu = (I - \alpha)^{-1} \alpha^0$ dır.

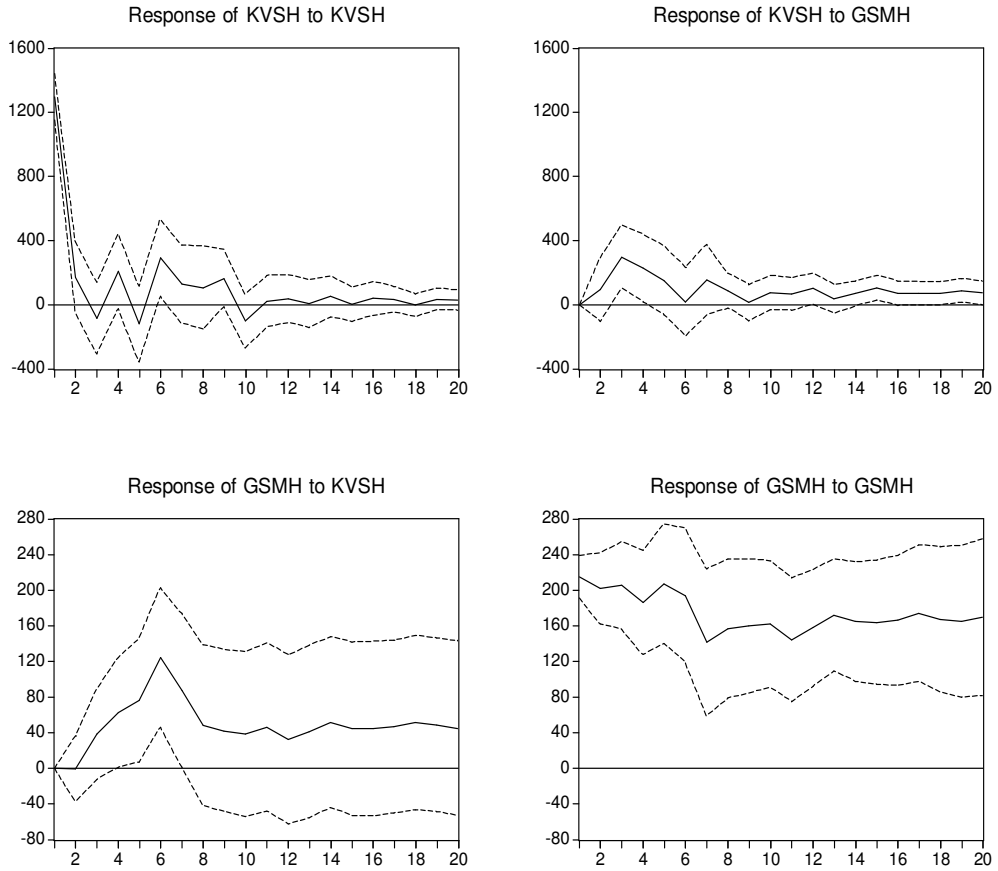
Verilen modelde yer alan α katsayılarının kuvvetleri sistemde yer alan çarpanlar olarak düşünülmektedir. Zaman içinde ε^1 sifıra eşitlenirse, Y_t , dengeye ulaşacaktır. Sistemde yer alan ε^1 lerden biri bir şok ile değişirse, Y_t 'nin dengesi bozulacak ardından ε^1 sifıra eşitlenirse Y_t dengeye ulaşacaktır. Y_t 'nin dengeden uzaklaşıp tekrar dengeye ulaşması VAR'ın etki-tepkisidir. Söz konusu α katsayılarının oluşturduğu fonksiyona etki tepki fonksiyonu olarak adlandırılır(Sarıdoğan, 2001: 128).

İktisadi değişkenlerin maruz kaldığı şoklar genellikle iki kategoride toplanabilir. Bir kısım şoklar “kalıcı” (permanent) bir karaktere sahiptir ve iktisadi değişkenler üzerindeki etkileri uzun süre devam eder. Diğer bir deyişle, bu tip bir şok sisteme girdiği anda sadece o dönemi değil, daha sonraki oldukça uzun bir dönemi etkileyebilmektedir. Teknolojik nitelikteki şoklar bunlara iyi bir örnek oluşturur. Geçici (transitory) nitelikteki diğer bazı şoklar ise sisteme girdikleri anda önemli bir etkiye sahip olmakla birlikte, bu etki kalıcı bir niteliğe sahip değildir ve takip eden birkaç dönem içinde etkileri yok olur (Süalp, 1997: 76).

Etki – tepki fonksiyonlarının kullanılması değişkenlerden birinde meydana gelen bir standart hata kadarlık şok karşısında, her bir değişkenin gösterdiği dinamik tepkilerin izlenmesine olanak vermektedir. VAR modelinin hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen etki – tepki fonksiyonları kullanılarak ilave kanıtlar elde edilebilir(Zengin, 2000: 38).

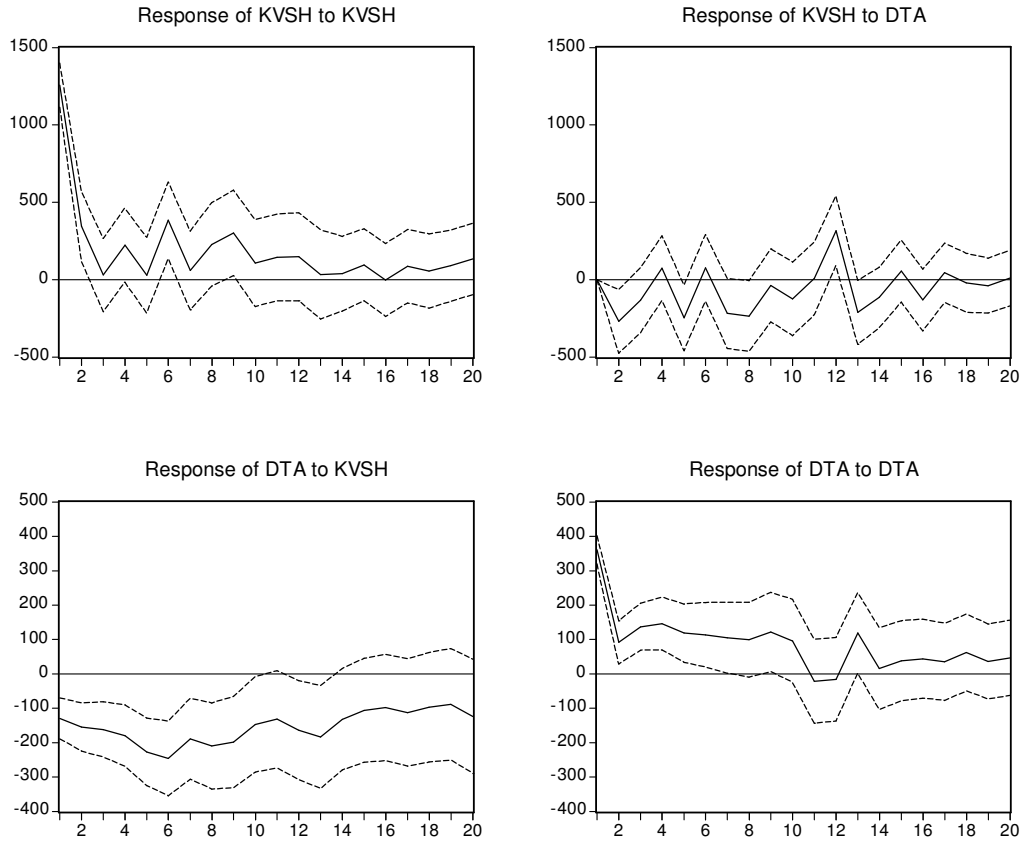
GSMH ve KVSH değişkenlerine 20 dönemlik şok verilmiş ve tepkiler ölçülmüştür. GSMH değişkenine verilen şoka, KVSH değişkeni birinci dönemden üçüncü döneme kadar artan pozitif bir tepki göstermiş, üçüncü dönemden sonra tepki azalarak devam etmiştir. KVSH değişkenine verilen şoka, GSMH değişkeni birinci dönemden altıncı döneme kadar yüksek pozitif bir tepki vermiş, en yüksek noktasına altıncı dönemde ulaştıktan sonra tepki azalarak devam etmiştir. KVSH değişkenindeki şoka GSMH pozitif yönde tepki vermiştir.

Şekil 3.1 GSMH- KVSH Etki-Tepki Analizi



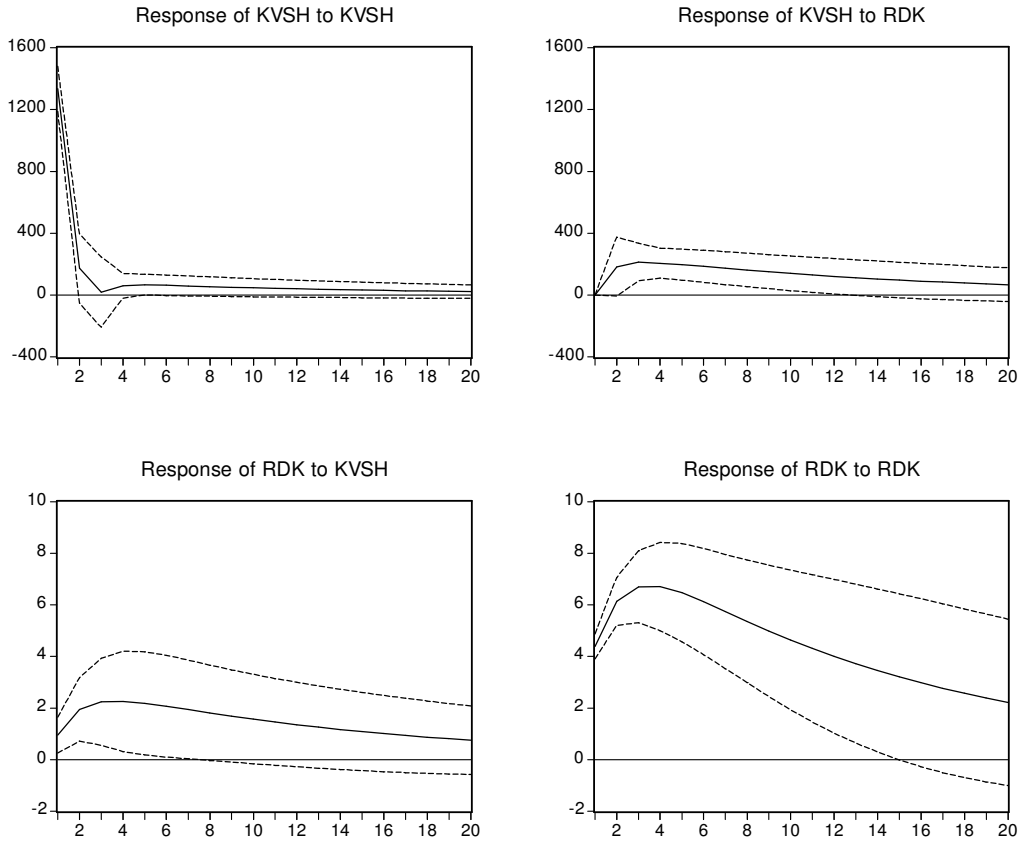
DTA ve KVSH değişkenlerine 20 periyotluk Şok verilmiş ve tepkiler olęülmüŐtür. DTA değişkenine verilen Şoka, KVSH değişkeni ikinci döneme kadar artan negatif yönlü tepki göstermiş, ikinci dönem en düşük noktaya ulaştıktan sonra on ikinci dönem ise pozitif tepkiyi göstermiştir. KVSH değişkenine verilen Şoka, DTA değişkeni altıncı döneme kadar artan negatif yönde tepki verdikten sonra, altıncı dönemden sonra pozitif yönde tepki vermiştir.

Şekil 3.2 DTA-KVSH Etki-Tepki Analizi



RDK ve KVSH değişkenlerine 20 periyotluk Şok verilmiş ve tepkiler ölçülmüştür. Sonuçlar aŐaęıdadır. RDK değişkenine verilen Şoka, KVSH değişkeni ikinci döneme kadar artan pozitif yönlü tepki göstermiş, ikinci dönem en yüksek, noktaya ulaştıktan sonra azalarak devam eden tepki göstermiştir. KVSH değişkenine verilen Şoka, RDK değişkeni dördüncü döneme kadar artan yüksek pozitif yönlü tepki göstermiş, dördüncü dönem en yüksek noktaya ulaştıktan sonra azalarak devam eden tepki göstermiştir. RDK ve KVSH değişkenleri birbirlerindeki Şoka ift yönlü pozitif tepki vermiştir.

Şekil 3.3 RDK-KVSH Etki-Tepki Analizi



SONUÇ

Gelişmiş ekonomilerde kar marjının azalması, durgunluk gibi faktörler ile gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye, bu ülkelerde yatırım için sermaye ihtiyacı duyanların sıkıntılarının giderilmesine yarar iken, sermaye sahipleri açısından yüksek getiri elde etme anlamına gelmiştir. Küreselleşme ile birlikte gelişen teknoloji yardımıyla sermaye hareketlerinin mobilitesi artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin, sermaye birikimlerini kendi ülkelerine çekmek için finansal serbestleşme programlarını uyguladıkları ve finansal serbestleşmeyle birlikte ulusal paralarını konvertibl hale getirip banka ve aracı kurumlarda düzenlemeler yaptıkları görülmektedir.

Sermaye hareketleri, finansal serbestleşme öncesi ülkelerin birbirlerine resmi kanallarla borç vermeleri şeklindeydi. Finansal serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerinde ağırlığı Resmi Sermaye Hareketlerinden çok Özel Sermaye Hareketleri almıştır. Özel Sermaye Hareketleri kendi aralarında uzun ve kısa vadeli olarak ayrılırlar. Uzun vadeli sermaye; fabrika, işletme, şube açma gibi yatırım amaçlı sermaye anlamına gelirken, gelişmekte olan ülkelerin özlem duyduğu sermaye tipidir. Elbette arzu edilen uzun vadeli direkt yatırımlardır. Ancak günümüzde bu tür kaynakları çekmek oldukça zor olmaktadır. Özellikle Çin Halk Cumhuriyeti, uzun vadeli sermaye hareketlerini çekmekte rakip tanımamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise genelde menkul kıymetlere; hisse senedi, tahvil, hazine bonosu ve kısa vadeli krediler gibi likiditesi yüksek kıymetlere yapılan yatırımlardır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri yapısı gereği yüksek likiditesi olan varlıkları içerdiğinden, yatırım yapılan ülkenin iç dinamiklerine ve diğer ülkelerden kaynaklanan dış dinamiklere karşı çok hassastır. Kısa vadeli sermaye hareketleri bu özelliğinden dolayı, dünyada finansal liberalleşme akımıyla görülen birçok krizden sorumlu tutularak araştırmalara konu olmuştur.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrolünü konu alan yaklaşımlar-konu sadece ülke dinamiklerine bağlı olmadığı için-uygulanamamıştır. Bu kontrol araçlarından en dikkati çeken Tobin Vergisidir. Tobin Vergisinde amaç kısa vadeli sermaye hareketlerinin mobilitesini sınırlamaktır. Bunu gerçekleştirmek için ise sermayenin ülkede kalma süresi ile doğru orantıda azalan vergi uygulanması gerekmektedir. Ancak, her ülkenin sermaye ihtiyacı aynı olmadığından ve kısa vadeli sermaye hareketleri uluslararası bir olgu olduğundan, ülkelerarası mutabakata varılamamıştır. Dolayısıyla da, bu tür sermaye, kendisini vergilendirmeyen ülkeleri seçmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrolü amacıyla diğer sunulan bir seçenek de kur politikalarıdır. Sabit kur rejiminin benimsenmesinde amaç yabancı yatırımcılara kur güvencesi vererek, kısa vadeli sermaye hareketlerini çekmeye yöneliktir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin çıkışında da yine aynı şekilde sabit fiyatlı kur politikasının bu tür sermayenin çıkışını kolaylaştırdığı görülerek, dalgalı kur politikaları benimsenmiştir. Dalgalı kur politikasının olumsuz yönü ise, sermaye girişlerinin yaşandığı yıllarda yerli paranın (reel döviz kurunun) değer kazanmasına neden olarak dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yaratması ve cari açığı büyütmesidir.

Bu çalışmada, ülkemizde yaşanan finansal serbestleşme ile sağlanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1992–2005 yılları arasında, Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri ampirik olarak araştırılmıştır.

Veri seti olarak TCMB Ödemeler Dengesi istatistiklerinden yararlanılmıştır. Ülkemize giren ve çıkan her türlü sermaye hareketleri bu hesapta takip edilmektedir. Ödemeler Dengesi hesabından alınan veriler: portföy yatırımları (hisse senedi, tahvil, hazine bonusu) ve diğer yatırımlar başlığı altında bankaların sağlamış oldukları kısa vadeli kredilerdir. Dış Ticaret Açığı ve diğer değişkenlerde (Gayri Safi Milli Hâsıla ve Reel Döviz Kuru) TCMB istatistiklerinden faydalanılarak elde edilmiştir.

Johansen Co-Integration testine göre KVSH değişkeninin sırasıyla GSMH, DTA ve RDK değişkeleri ile Eş-Bütünleyen olduğu, uzun dönemde beraber hareket ettikleri tespit edilmiştir.

Değişenler arasında Granger Nedensellik testi yapılmıştır. Sonuç olarak; GSMH ve KVSH arasında çift yönlü nedensellik, DTA ve KVSH arasında çift yönlü nedensellik RDK ve KVSH arasında yine çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir.

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Gayri Safi Milli Hâsıla, Dış Ticaret Açığı ve Reel Döviz Kuru değişkenleri arasında çift yönlü nedensellik gözlemlenmektedir. Artan bir Kısa Vadeli Sermaye Hareketi, artan bir Gayri Safi Milli Hâsılaya, Dış Ticaret Açığına ve değerlenen Reel Döviz Kuruna sebep olmaktadır. Aynı şekilde azalan bir Kısa Vadeli Sermaye Hareketi, azalan bir Gayri Safi Milli Hâsılaya, Dış Ticaret Açığına ve değer kaybeden Reel Döviz Kuruna sebep olmaktadır. Aynı durumun diğer değişkenlerden Kısa Vadeli Sermaye hareketine doğru olduğu da söylenebilir. Kısa vadeli sermaye hareketi ile diğer değişkenler arasında birbirini etkileyen bir yapı gözlemlenmektedir.

Değişkenler arasında son olarak Etki-Tepki Analizi yapılmış olup, değişkenlere verilen şoka karşı diğer değişkenlerin tepkisi test edilmiştir. Etki-Tepki analizinde KVSH değişkenine uygulanan şoka, GSMH ve RDK değişkenleri pozitif tepki verirken, DTA değişkeninin tepkisi kısa dönemde negatif olurken uzun dönemde pozitif olmuştur. Yine aynı şekilde GSMH ve RDK' değişkenlerine KVSH değişkeni pozitif tepki verirken, kısa dönemde DTA değişkenine negatif yönlü tepki vermiştir.

Ekonometrik testlerin sonucu teoriye uygun şekilde sonuçlanmıştır. Buna göre; kısa vadeli sermaye hareketlerinde giriş yaşanan yıllar Türkiye ekonomisi büyüme kaydetmiş, dış ticaret açığı vermiş ve döviz kuru değer kazanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde çıkış yaşanan yıllar ise 1994 ve 2001 yılları büyüme negatif etkilenmiş, dış ticaret açığı küçülmüş döviz kuru ise değer kaybetmiştir.

Sermaye hareketlerinde sağlanan serbestleşme, gelişen teknoloji yardımıyla ülkelerarası sermaye hareketlerine büyük önem kazandırmıştır. Ülkeler kendi iç dinamikleri ve diğer ülkelerin iç dinamikleriyle karşılaştırmalı olarak değerlendirilmektedir. Sermaye sahipleri en yüksek reel getiri sağlayabilecekleri ülkelere yatırım yapmaktadırlar. Özellikle, sermaye hareketlerini çekmek için rekabetin önem kazandığı günümüzde, Moodys, S&P, JP Morgan gibi derecelendirme kuruluşları ülkelere not vererek sermaye hareketlerini yönlendirmektedir.

Sonuç olarak, Kısa vadeli sermaye hareketlerinin varlığı kendi başına finansal krizlere neden olmamıştır. Neo klasik yaklaşıma göre; ekonomiler finansal serbestleşmeden değil, finansal serbestleşme öncesi enflasyon oranlarını, işsizlik oranlarını düşürmeden, verimliliği arttırmadan, özelleştirmeleri tamamlamadan piyasalarını sermaye hareketlerine açtiklarından sıkıntılar yaşamaktadır.

Bu çalışmada 1992–2005 yılları arası yapılan ampirik çalışmaya göre; finansal serbestleşme ile birlikte Türkiye ekonomisi, sıkıntısını çektiği sermayeyi, kısa vadeli kaynaklardan sağlamıştır. Elde edilen bu kaynak verimli yatırımları finanse ettiği müddetçe ekonomi üzerinde olumlu etkileri olmuştur. Kısa Vadeli Sermaye akımlarında giriş yaşandığı yıllar ekonomik büyüme sağlanmış, GSMH’ da artış kaydedilmiştir. Reel Döviz Kurunun değerlenmesi ve büyümeye bağlı ithalat ile dış ticaret açığı artmıştır. Ülke ekonomisindeki makro ve mikro yapıdaki bozukluklar sermayenin çıkışına neden olmuştur. Sermaye çıkışı yaşandığı yıllar (1994 ve 2001) ekonomiyi olumsuz etkilemiş, finansal krize neden olmuştur. Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan ekonomilerin sık olarak yaptığı şekilde bu kaynakların bütçe açıklarını kapamada kullanılması, verimsiz projelerde finansman olarak kullanılması ve tüketime bağlı ithalatta kullanılması, gelişmekte olan ülkelerin borç yüklerini arttırarak ve cari işlemler dengesini bozarak, ekonomilerini kırılgan hale getirmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu olumsuz makro ekonomik koşulların etkisiyle, siyasi istikrarsızlıkların boy gösterdiği dönemlerde tekrar güvenli limanlara (gelişmiş ülkelere) yönelmesi krizlere sebebiyet vermiştir.

Kısa vadeli sermayenin ülkemizde kalarak, ekonomi üzerinde sağladığı olumlu etkinin geçici olmaması için, Neo-klasik yaklaşıma göre; yapısal değişimler hızla yerine getirilmeli, fiyat istikrarı sağlanarak enflasyon düşürülmeli, özelleştirmeler tamamlanmalıdır. Yurtdışından yüksek faiz yolu ile temin edilen bu kaynakların kısa vadeli olduğu hiç bir zaman akıldan çıkartılmamalıdır. Mobilitesi yüksek olan bu kaynakların maliyetlerinin yüksekliği göz önüne alınarak yeteri kadar piyasadan çekilmelidir. Yatırımlar için vergi toplamanın esas olduğu, göz ardı edilmemelidir. Kısa vadeli olan bu kaynaklar popülist politikalarda ve sosyal güvenlik açıklarında kullanılmamalıdır. Reel döviz kurundaki artışın dış ticareti olumsuz etkilememesi için, yerli hammadde ile imalat ve ihracat teşvik edilmeli, faiz oranlarının belirlenmesinde, dış piyasalardaki faiz oranlarına, piyasa dinamiğine, risk primine dikkat edilmeli ve Merkez Bankası döviz alımları ile kur üzerinde meydana gelen baskıyı (yerli paranın aşırı değer kazanmasını) önlemelidir.

KAYNAKÇA

- AKDIŞ Muhammed, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler”, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, Yıl:7, Sayı:26, Ekim–2002. Sayfa:1–45.
- AKYÜZ Yılmaz ve Korkut BORATAV ,“Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ağustos 2002, Sayfa:14-46, 2002.
- ALP Ali, Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye. Birinci Basım. Ankara: İMKB Yayınları, 2002.
- ALTINKEMER Melike, “Recent Experiences With Capital Controls:Is There A Lesson For Turkey?”, TCMB Research Department, Discussion Paper, Ankara, June, 2003.
- BAHÇECİ Sema, “Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi”, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Temmuz 1997. (Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/politika/bahcecis/istikrar.html>, 05 Nisan 2006.
- BANERJEE Anindya, Juan J., DOLADA John W. GABRAITH, David.F. HENDRY, “Co-Integration, Error Correction, Aııd The Econometric Analysis Of Non-Stationary Data”, Oxford: Oxford University Press, 1993.
- BAŞOĞLU Ufuk, “Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşımı”, Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt: 19 Sayı: 1-2 Bahar - Yaz Dönemi Nisan 2001.
- BUSTELO Pablo, Clara GARCÍA, and Iliana OLIVÍÉ, “Global And Domestic Factors Of Financial Crises In Emerging Economies: Lessons From The East Asian Episodes (1997–1999)”, ICEI Working Paper No:16, November 1999. Sayfa:1–106,
- CALVO G., L. LEIDERMAN and Carmen REINHART ., “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors.” IMF Staff Papers 40: 2: Yıl:1993. 108-151.
- CELASUN Merih ve Dani RODRIK Merih, “Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları, Basım Yeri: Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2002.

- CORSETTI Giancarlo, Paolo PESENTI, Nouriel ROUBINI, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", Elsevier Science, Japan and the World Economy, Volume:11, Yıl: 1999. Sayfa: 305-373,
- DICKEY David A ve FULLER, Wayne A., "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Journal of the American Statistical Association, 74 (366) June, Yıl:1979. Sayfa: 427-431, (Çevrimiçi)
- DURUSOY Serap, "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri", (Çevrimiçi)<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>, 2 Nisan 2006.
- EREN Aslan ve Burak SÜSLÜ, "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", Yeni Türkiye, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim 2001. Sayfa: 662-674
- GIL-DIAZ Francisco, "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis" The CATO Journal, An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis, Money and Capital Flows in a Global Economy Volume 17, Number 3, Winter 1998. Sayfa: 303-321,
- GRANGER Clive W.J., and ENGLE, Robert F., "Co-Integration And Error Correction: Representation. Estimation And Testing", , Econometrica, Volume:55, No:2, March 1987. Sayfa: 251-276.
- GRANGER Clive W.J., "Developments in the Study Of Cointegrated Economic Variable" Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 1986. Sayfa:213-228.
- GUJARATI Damodar N., Temel Ekonometri. Çev.: Ümit ve Gülay G. Şenesen, İstanbul: Literatür Yayınları, 1999.
- GÜLOĞLU Bülent, A. Ender ALTUNOĞLU, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Ve Türkiye Krizleri", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim 2002. Sayfa:111-140.
- GÜLOĞLU Bülent , "İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 Ve Şubat 2001 Krizleri)", Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel Sayısı I, Eylül-Ekim 2001,
- GÜVEN Samih, "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16 (185), Ağustos 2001.

- IIF, Institute of International Finance, Inc., Capital Flows to Emerging Market Economies, Periodic Reports, (Çevrimiçi), www.iif.com, 15 Eylül 2006.
- İNSEL Aysu ve SUNGUR Nesrin, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989:III - 1999:IV", ODTÜ Uluslararası Ekonomi IV. Kongresi, Eylül, Ankara, 2000.
- JOHANSEN Soren, "Statistical Analysis Of Cointegration Vectors". Journal of Economic Dynamics and Control, Vol.12, 1988. Sayfa: 231-254,
- KAMINSKY Graciela L. ve Carmen.M., REINHART, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", The American Economic Review, Vol.88, No.2, 1998. Sayfa: 444-448.
- KAMINSKY, Graciela L. ve REINHART Carmen M., "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", The American Economic Review. Vol. 89, No.3, 1999. Sayfa: 473-500.
- KARLUK Rıdvan, Uluslararası Ekonomi. 4.Basım., İstanbul : Beta Basım Yayım, 1996.
- KARLUK Rıdvan, Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim. 6.Baskı, İstanbul : Beta Basım Yayım, 1999.
- KAZGAN Gülten, Tanzimattan 21.yüzyıla Türkiye Ekonomisi. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları 22, İstanbul, Mart 2002.
- KEPENEK Yakup, ve YENTÜRK Nurhan, Türkiye Ekonomisi. 10.Basım, İstanbul : Remzi Kitabevi, 2000.
- KEYDER Nur, Para: Teori, Politika, Uygulama. 7.Basım, Ankara: Bizim Büro Basımevi, 2000.
- KONT B., Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996) İktisat Politikası. İstanbul : Alfa Basımevi, 1998.
- KUMCU E., "Serbest Sermaye Hareketleriyle Yaşamak Zorundayız.", Hürriyet Gazetesi, 17 Eylül 2006.
- MISHKIN F., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". NBER Working Paper, No: 5600, May, 1996.

- MISHKIN F., "Financial Policies and The Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries.",NBER Working Papers No:8087, January 2001.
- MORENO R., "What Explains Capital Flows?" Federal Reserve Bank, San Francisco, Economic Letter 2000. (Çevrimiçi)
<http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html>, 01Ağustos 2006.
- ÖZATAY Fatih, "Döviz Kuru, Cari Açık ve Politikalar", (Çevrimiçi)
<http://www.tek.org.tr/toplantipdf/F-OZATAY-MAY04.pdf>, 01 Ocak 2006.
- RADELET S., J.D. SACHS, R.N. COOPER, B.P. BOSWORTH, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects." Brookings Papers on Economic Activity, Vol.No. 1, Yıl: 1998. Sayfa:. 1-90
- SAKALLIOĞLU Ümit. C. ve A.Erinç YELDAN, "Dynamics of Macroeconomic Disequilibrium and Inflation in Turkey: The State, Politics, And The Markets Under A Globalized Developing Economy", Bilkent University, Ankara, September 1999. Sayfa: 1-32,
- SARIDOĞAN E., "Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Temel Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Ekonometrik Analizi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul, 2001.
- SEYİDOĞLU H., "International Financial Crises, IMF- Crise Policies,Developing Countries, Turkey and the Transition Economies.", Dogus Üniversitesi Dergisi, 4 (2) 2003. Sayfa: 141-156,
- STIGLITZ J.E., "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", World Development, 28(6), 2000. Sayfa:1075-1086.
- SÜALP M.N., "İktisatta Zaman Serileri ve Ko-entegrasyonun Yeri ve Kullanımı Üzerine", İktisat Dergisi, Ekim 1997. Sayfa:73-80
- TCMB, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 04 Nisan 2006.
- YELDAN Erinç, "Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler", Praksis Üç Aylık Sosyal Bilimler Dergisi Sayı:7 Yaz, 2002.
- YELDAN Erinç, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi. 12. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2006.

YENTÜRK Nurhan, “Short-Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Order: A Comparison Between Turkey and Mexico”, *Bogaziçi Journal*, Vol. 9, No. 2, 67-84, *Review of Social Economic and Administrative Studies*, İstanbul: 1995.

YILMAZ Engin, “Türkiye’de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri Ve Kontrolüne Yönelik Önlemler.”, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2004.

ZENGİN Ahmet, “Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı: 2, Yıl:2000. Sayfa: 27-41

EK: EKONOMETRİK MODELDE KULLANILAN VERİLER

AYLIK VERİ	GSMH	DTA	RDK	KVSH
Oca.92	5890	-376	117	89
Şub.92	5510	-420	117	273
Mar.92	5890	-469	116	-13
Nis.92	6566	-663	114	285
May.92	6785	-490	108	931
Haz.92	6566	-919	103	461
Tem.92	10258	-883	99	1594
Ağu.92	10258	-865	99	122
Eyl.92	9927	-701	104	-80
Eki.92	7639	-479	111	806
Kas.92	7392	-766	115	-15
Ara.92	7639	-1045	115	1608
Oca.93	6292	-537	117	-3
Şub.93	5683	-813	119	1566
Mar.93	6292	-849	123	-269
Nis.93	7295	-1582	125	1950
May.93	7538	-1156	124	1790
Haz.93	7295	-1490	122	-574
Tem.93	11059	-1362	123	2095
Ağu.93	11059	-1635	122	152
Eyl.93	10702	-1301	122	821
Eki.93	8242	-855	125	1630
Kas.93	7976	-1208	127	673
Ara.93	8242	-1293	126	2304
Oca.94	6550	-747	123	-1259
Şub.94	5916	-482	110	-1024
Mar.94	6550	-547	98	797
Nis.94	6587	-385	78	-1114
May.94	6807	-133	80	-1369
Haz.94	6587	-288	85	-540
Tem.94	10095	45	86	-683
Ağu.94	10095	-400	86	-601
Eyl.94	9770	-144	85	-378
Eki.94	7674	-332	89	-260
Kas.94	7426	-486	93	-16
Ara.94	7674	-268	96	-487
Oca.95	6534	-436	94	-21
Şub.95	5902	-600	95	707

EK: EKONOMETRİK MODELDE KULLANILAN VERİLER DEVAMI

Mar.95	6534	-740	94	-215
Nis.95	7418	-945	96	1150
May.95	7666	-1011	98	-391
Haz.95	7418	-1136	100	608
Tem.95	11109	-1120	99	1030
Ağu.95	11109	-1573	101	1105
Eyl.95	10750	-1264	107	507
Eki.95	8285	-1186	107	-156
Kas.95	8018	-1375	107	-78
Ara.95	8285	-1766	103	743
Oca.96	7078	-831	105	-304
Şub.96	6622	-457	104	412
Mar.96	7078	-1015	103	876
Nis.96	8025	-1131	104	1923
May.96	8293	-1337	103	800
Haz.96	8025	-729	102	1116
Tem.96	11679	-1376	99	-623
Ağu.96	11679	-422	100	227
Eyl.96	11302	-326	102	756
Eki.96	8861	-494	104	-455
Kas.96	8576	-892	103	-29
Ara.96	8861	-1254	102	1221
Oca.97	7619	-961	103	-597
Şub.97	6881	-710	105	566
Mar.97	7619	-987	107	148
Nis.97	8753	-898	109	459
May.97	9045	-1645	108	1427
Haz.97	8753	-1328	106	1021
Tem.97	12676	-1618	108	1895
Ağu.97	12676	-1613	110	747
Eyl.97	12267	-1238	111	1003
Eki.97	9632	-1195	114	1667
Kas.97	9321	-1033	115	-64
Ara.97	9632	-1822	116	575
Oca.98	8345	-450	119	-297
Şub.98	7537	-1349	117	1318
Mar.98	8345	-1258	116	1258
Nis.98	9146	-1236	116	1788
May.98	9451	-1272	116	1939
Haz.98	9146	-1454	116	975

EK: EKONOMETRİK MODELDE KULLANILAN VERİLER DEVAMI

Tem.98	13000	-1671	116	-120
Ağu.98	13000	-1153	119	-2898
Eyl.98	12581	-1153	121	-1833
Eki.98	9688	-865	123	-1229
Kas.98	9376	-882	123	-279
Ara.98	9688	-1309	121	820
Oca.99	7686	-116	122	-405
Şub.99	6942	-324	121	-19
Mar.99	7686	-373	122	1652
Nis.99	8810	-1100	122	294
May.99	9104	-913	121	-219
Haz.99	8810	-1195	122	-444
Tem.99	12017	-1075	122	388
Ağu.99	12017	-966	122	894
Eyl.99	11630	-941	124	143
Eki.99	9212	-492	126	1149
Kas.99	8915	-959	126	2118
Ara.99	9212	-1731	127	2723
Oca.00	7919	-824	129	1418
Şub.00	7408	-1351	132	441
Mar.00	7919	-1553	132	1914
Nis.00	9287	-1623	133	921
May.00	9596	-1948	136	495
Haz.00	9287	-2252	132	3038
Tem.00	12888	-2029	134	3219
Ağu.00	12888	-2485	136	2195
Eyl.00	12472	-1805	139	488
Eki.00	9934	-2282	142	909
Kas.00	9613	-2352	147	-3705
Ara.00	9934	-1455	148	4022
Oca.01	7741	-1324	148	968
Şub.01	6992	-520	138	-3598
Mar.01	7741	-31	114	-1197
Nis.01	8146	127	101	-1396
May.01	8418	-173	114	1903
Haz.01	8146	-281	112	-1803
Tem.01	11709	-450	105	-447
Ağu.01	11709	-376	99	1136
Eyl.01	11332	-276	99	-94
Eki.01	8710	15	97	-1674

EK: EKONOMETRİK MODELDE KULLANILAN VERİLER DEVAMI

Kas.01	8429	-144	107	-590
Ara.01	8710	-300	116	999
Oca.02	7787	-329	130	-176
Şub.02	7034	-68	136	2428
Mar.02	7787	-349	138	1293
Nis.02	8997	-753	144	833
May.02	9297	-677	133	1065
Haz.02	8997	-612	119	-509
Tem.02	12646	-860	108	1668
Ağu.02	12646	-662	112	888
Eyl.02	12239	-533	115	-340
Eki.02	9741	-463	119	959
Kas.02	9427	-568	124	629
Ara.02	9741	-1409	125	732
Oca.03	8361	-462	119	1734
Şub.03	7552	-718	123	-205
Mar.03	8361	-1213	124	-1532
Nis.03	9324	-953	128	764
May.03	9635	-986	136	30
Haz.03	9324	-1284	141	743
Tem.03	13349	-1382	145	1324
Ağu.03	13349	-1385	147	1530
Eyl.03	12919	-1315	152	2449
Eki.03	10443	-904	143	-187
Kas.03	10106	-608	141	-1649
Ara.03	10443	-2800	141	3260
Oca.04	9418	-1005	147	2287
Şub.04	8811	-1795	149	733
Mar.04	9418	-2256	154	1378
Nis.04	10790	-1918	153	2000
May.04	11150	-1860	138	910
Haz.04	10790	-2231	138	1793
Tem.04	14113	-2180	141	1620
Ağu.04	14113	-2256	140	3322
Eyl.04	13658	-1966	138	658
Eki.04	11136	-1382	140	1819
Kas.04	10776	-2016	141	1163
Ara.04	11136	-3013	143	2842
Oca.05	10239	-1579	151	3602
Şub.05	9248	-1935	156	168

EK: EKONOMETRİK MODELDE KULLANILAN VERİLER DEVAMI

Mar.05	10239	-2721	155	1547
Nis.05	11301	-2561	152	2487
May.05	11678	-2944	153	1798
Haz.05	11301	-2943	160	5649
Tem.05	15241	-3058	163	4025
Ağu.05	15241	-3793	161	-74
Eyl.05	14749	-2630	162	2707
Eki.05	12269	-2340	166	-785
Kas.05	11873	-2832	171	2233
Ara.05	12269	-3443	171	7487