

**T.C.  
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI**

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN  
ULUSAL EKONOMİYE ETKİLERİ**

Doktora Tezi

**MURAT TURGUT**

İstanbul, 2010

**T.C.  
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN  
ULUSAL EKONOMİYE ETKİLERİ**

Doktora Tezi

**MURAT TURGUT**

Danışman: PROF. DR. Turgay BERKSOY

İstanbul, 2010

İsim ve Soyadı: Murat Turgut  
Programı: Finans ve Bankacılık  
Tez Danışmanı: Turgay Berksoy  
Tez Türü ve Tarihi: Doktora – Haziran 2010  
Anahtar Kelimeler: Finansal Sistemler, Global likidite, Rezerv para, Tobin vergisi.

## ÖZET

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ULUSAL EKONOMİYE ETKİLERİ

*Bu tezin amacı, finansal sistemler ile kısa vadeli sermaye, diğer bir deyişle sıcak para ilişkisini net bir şekilde açıklayabilmektir. Tezde, finansal piyasalar ve bu piyasalardaki ekonomik büyümelere, Uluslar arası sermaye hareketlerine ve para piyasalarına, kriz nedir sorusuna ve dünyada yaşanan başlıca krizlere, ülkemizde yaşanan krizlere ve bu krizler için çözüm önerilerine yer verilmiştir. Türkiye’de yaşanan krizler küresel etkileri olmakla beraber daha çok düşük kur yüksek faiz politika döngüsünün getirdiği krizlerdir. Söz konusu krizlerde kimi zaman iç piyasaya yönelik yanlış mesajların verilmesi etkin olmuş kimi zaman ise politik bir tavır öncü rol oynamıştır. 1994 krizi bunların ilkinde 2001 Şubat krizi ise ikincisine örneklerdir. İşte çalışmada da Türk ekonomisinin mevcut durumuyla olası likidite krizlerine karşı güçlülüğü tartışılmış olup avantaj ve dezavantajları açığa çıkarılmaya çalışılmıştır. Tez aynı zamanda Türk ekonomisinde olabilecek krizler karşısında ne tür tedbirlerin alınabileceği konusunda okuyucuya fikir vermektir. Çalışmanın tüketim tasarruf dengesi sıkıntısı yaşayan ülkemiz ekonomisinde yabancı sermayenin “güvenli” bir şekilde kullanımına bir nebze de olsa ışık tutması amaçlanmaktadır.*

Name and Surname: Murat Turgut  
Programme: Finance and Banking  
Supervisor: Turgay Berksoy  
Degree Awarded and Date: Doctorate  
Keywords: Financial Systems, Global liquidity, Reserve Money, Tobin Tax.

## **ABSTRACT**

*The purpose of this paper is to explain the relationship between financial systems and short term capital movements, named as hot money flows in financial literature. In this study, financial markets and economic growth of these markets, international capital movements, money markets, definition of crisis and leading crisis, crises been experienced in Turkish economy and best offers to handle with crises are evaluated. Besides, relationship between development level of economy and power of financial markets are examined thoroughly. Turkish crises are affected by global crises but it is mostly affected by low exchange rate and high interest rate policy. In these crises, sometimes, wrong messages to domestic markets and political attitudes have a great role. 1994 and 2001 crises are examples to these types of Turkish crises respectively. Just because of this reason, during the study current situation of Turkish crises and potential liquidity crises are discussed widely and advantages and disadvantages are attempted to reveal. This paper also purposes to give a hint to reader about economic measures to be taken in the presence of Turkish crises. Moreover, this study offers an insight into safely usage of foreign capital in Turkey where consumption and saving equilibrium problem is faced.*

# İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	I
ABSTRACT .....	II
TABLO LİSTESİ .....	VI
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	VII
KISALTMALAR .....	VIII
GİRİŞ .....	10
<b>1. FİNANSAL PİYASALAR VE EKONOMİK BÜYÜME .....</b>	<b>14</b>
1.1 FİNANSAL SİSTEMLER VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ .....	16
1.1.1 Finansal Sistemlerin Üstlendiği İşlevler.....	16
1.1.1.1 Bilgi Sorunu .....	17
1.1.1.2 Likiditenin Sağlanması .....	19
1.1.1.3 Kurumsal Yönetim .....	22
1.1.1.4 Riskin Dağıtılması .....	23
1.1.2 Finansal Sistem ve Büyümeye İlişkin Teoriler .....	27
1.1.3 Finansal Sistem ve Büyüme Nedenselliği .....	36
1.2 ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE PİYASALARA DAİR TEORİLER .....	40
1.2.1 Etkin Piyasa Hipotezi .....	40
1.2.2 Satınalma Gücü Paritesi .....	48
1.2.2.1 Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi .....	50
1.2.2.2 Göreli Satın Alma Gücü Paritesi .....	51
1.2.3 Faiz Paritesi Teorisi.....	53
<b>2. KÜRESELLEŞME VE ULUSLARARASI PİYASALAR .....</b>	<b>57</b>
2.1 KÜRESELLEŞME .....	57
2.1.1 Bretton Woods Sistemi .....	58
2.1.2 Küreselleşme Kavramı .....	61
2.1.3 Küreselleşmenin Fırsat ve Maliyetleri .....	67
2.1.4 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri .....	74
2.2 ULUSLARARASI SERMAYE VE PARA PİYASALARI .....	76
2.2.1 Piyasanın İşleyişi ve Çeşitleri .....	77
2.2.2 Bankalar Arası Piyasa .....	80
2.2.3 Euromerkezler .....	81
2.2.4 Eurobond Piyasalar .....	84
2.2.5 Uluslararası Tahvillerin Birinci ve İkinci El Piyasaları.....	86
2.2.6 Euroequity Piyasaları .....	89
2.2.7 Offshore Bankacılık .....	90
<b>3. FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ VE DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER .....</b>	<b>93</b>
3.1 FİNANSAL KRİZ TANIMLARI, BELİRTİLER VE ÖNCÜ GÖSTERGELERİ.....	93

3.1.1 Makroekonomik Göstergelerdeki Değişim .....	101
3.1.2 Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	104
3.1.3 Ekonomi Politikaları .....	106
3.1.4 Bankacılık Sistemindeki Regülasyon ve Banka Krizleri.....	108
3.2 FİNANSAL KRİZ MODELLERİ .....	114
3.2.1 Birinci Nesil Kriz Modelleri .....	114
3.2.2 İkinci Nesil Kriz Modelleri .....	121
3.2.3 Üçüncü Nesil Kriz Modelleri .....	126
3.3 SERMAYE HAREKETLERİNE YÖNELİK İKTİSAT POLİTİKALARI .....	136
3.3.1 Döviz Kuru Politikaları .....	136
3.3.2 Maliye Politikaları.....	139
3.3.3 Vergi Politikaları.....	147
3.3.4 Ulusal Sermaye Kontrolleri.....	156
3.3.4.1 Doğrudan (İdari) Kontroller .....	156
3.3.4.2 Dolaylı (Piyasa Temelli) Kontroller .....	157
3.3.4.3 Uluslararası Sermaye Kontrolleri Teorileri Ve Çeşitleri.....	159
3.3.4.3.1 İmkansız Üçleme Hipotezi.....	162
3.3.4.3.2 Finansal İstikrarı Sağlama .....	164
3.3.4.3.3 Bebek Endüstriler Tezi .....	165
3.3.5 Tobin Vergisi .....	166
3.3.6 Kazançsız Rezerv Gerekinimi.....	172
3.3.7 Yerel Finansal Düzenlemeler .....	173
3.4 DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER .....	176
3.4.1 Meksika Krizi.....	176
3.4.2 Güneydoğu Asya Krizi.....	184
3.4.3 Rusya Krizi .....	192
3.4.4 Brezilya Krizi.....	196
3.4.5 Küresel Kredi Krizi .....	197
3.4.5.1 Küresel Krizin Nedenleri.....	199
3.4.5.2 Kredi Krizinin Mali Krize Dönüşüm Süreci .....	204
3.5 FİNANSAL KRİZ ÇÖZÜMLERİNDE ÜLKE DENEYİMLERİ .....	211
3.5.1 Malezya Deneyimi .....	212
3.5.2 Şili Deneyimi .....	217
3.6 ULUSLARARASI FİNANSAL KURUMLAR .....	221
3.6.1 Uluslararası Finansal Kurumların Tarihsel Süreci .....	224
3.6.2 Dünya Bankası .....	225
3.6.3 Uluslararası Para Fonu .....	227
3.6.4 Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelişi.....	229
<b>4. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME, FİNANSAL KRİZLER, ÇÖZÜM ÖNERİLERİ VE MODEL DENEMELERİ.....</b>	<b>233</b>
4.1 TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ.....	234
4.1.1 1980-1990 Dönemi.....	235
4.1.2 1990-1998 Dönemi.....	245

4.1.2.1 1994 Krizi.....	246
4.1.3 1998 ve Sonrası .....	254
4.1.3.1 2000 Enflasyonu Düşürme Programı.....	256
4.1.3.2 2000 Kasım Krizi .....	258
4.1.3.3 2001 Şubat Krizi.....	261
4.1.3.4 2007 Küresel Krizi .....	263
4.2 KISA VADELİ SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİYE ETKİSİ.....	266
4.3 TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER VE KRİZ RASYOLARI İLE ANALİZ .....	270
4.3.1 Temel Ekonomik Göstergeler ile Analizi.....	270
4.3.1.1 Yerli Para ve Döviz Kuru .....	271
4.3.1.2 Faiz Oranları.....	272
4.3.1.3 İhracat- İthalat Dengesi .....	273
4.3.1.4 Parasal Taban .....	275
4.3.1.5 Kamu Dengesi .....	277
4.3.1.6 Cari Açık ve Sermaye Hesabı.....	278
4.4 TÜRKİYE’DE FİNANSAL KRİZLERE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ.....	279
4.4.1 Sıcak Para ile Mücadelede Politik Yön .....	281
4.4.2 Döviz Piyasalarının İstikrarına Yönelik Öneriler.....	283
4.4.2.1 İşlemlerin vergilendirilmesi .....	284
4.4.2.2 Kur rejiminin düzenlenmesi .....	285
4.4.2.3 Katlı Döviz Kuru Uygulanması .....	286
4.4.2.4 Uluslararası Bankacılık Denetiminin Arttırılması .....	286
4.4.2.5 Market Kapama Uygulamaları .....	287
4.5 KISA VADELİ SERMAYE GİRİŞİ HAKKINDA MODEL DENEMELERİ.....	289
4.5.1 Sermaye Girişi Karar Modeli .....	289
4.5.1.1 Modelin Amacı.....	289
4.5.1.2 Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Girişi Karar Modeli.....	290
4.5.1.3 Karar Modelinin Değerlendirilmesi .....	302
4.5.2 Sermaye Hareketlerini Açıklamaya İlişkin Model Denemesi (1992- 2008) .....	303
4.5.2.1. Modelin Amacı.....	303
4.5.2.2 Kullanılan Değişkenler .....	304
4.5.2.3. Verilerin Belirlenmesi Ve Ekonometrik Modelin Kurulması .....	306
4.5.2.4 Beta Katsayılarının Tespit Edilmesi .....	309
4.5.2.4.1 Sıradan En Küçük Kareler(SEK), kullanılan gözlemler: 1992-2008 .....	309
4.5.2.4.2 Ağırlıklı En Küçük Kareler (AEK) , Kullanılan Gözlemler: 1992-2008 .....	314
4.5.2.5 Modelin Yorumlanması.....	317
<b>GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ .....</b>	<b>321</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>327</b>

## TABLO LİSTESİ

	<b>Sayfa No.</b>
<b>Tablo 1:</b> Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeyle	
Etkileme Kanalları.....	31
<b>Tablo 2:</b> Finansal Açıklık ile Ülkelerin	
GSMH'la Arasındaki İlişki.....	37
<b>Tablo 3:</b> Gelişmekte Olan Ülkelere Yapılan	
Sermaye Akımları ve Çeşitleri.....	65
<b>Tablo 4:</b> 1870-1889 arası bazı ülkelerin	
GSMH artış oranları.....	667
<b>Tablo 5:</b> Finansal Krizlerin öncü göstergeleri.....	101
<b>Tablo 6:</b> Bankacılık krizi yaşamış ülkelerin	
kısa vadeli borç rezerv miktarları.....	106
<b>Tablo 7:</b> Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik	
Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı Temel	
Göstergeler ve Güvenilirlikleri.....	133
<b>Tablo 8:</b> Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluş İflasları.....	208
<b>Tablo 9:</b> Ülkelerin Aldıkları Önlem Kategorileri.....	211



## ŞEKİLLER LİSTESİ

	<b>Sayfa No.</b>
<b>Grafik 1:</b> Faiz Paritesi Doğrusu.....	56
<b>Grafik 2:</b> Sistemik Bankacılık Krizleri ve Kriz Sayıları.....	112
<b>Grafik 3:</b> Para- Rezerv İlişkisi.....	121
<b>Grafik 4:</b> Para Arzı Döviz Kuru İlişkisi.....	129
<b>Grafik 5:</b> Ekonominin Kriz Dengesi ve Normal Dengesi.....	130
<b>Grafik 6:</b> Ekonominin Normal Dengesinde Yaşanan Değişme.....	131

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>API</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>ERM</b>	Exchange Rate Mechanism
<b>FED</b>	Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
<b>FDI</b>	Foreign Direct Investment (Doğrudan Yabancı Yatırım)
<b>GATT</b>	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<b>IDA</b>	Uluslararası Kalkınma Birliği
<b>IFC</b>	Uluslararası Finansman Kurumu
<b>IMF</b>	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
<b>ISMA</b>	International Securities Market Association
<b>ITO</b>	Uluslararası Ticaret Örgütü
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşebbüsü

<b>KKDF</b>	Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu
<b>LİBOR</b>	London Interbank Offered Rate ( Londra Bankalar Arası Faiz Oranı)
<b>NAFTA</b>	The North American Free Trade Agreement (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması)
<b>NASDAQ</b>	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
<b>NİBOR</b>	New York Interbank Offered Rate (New York Bankalar Arası Faiz Oranı)
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
<b>SAGP</b>	Satın Alma Gücü Paritesi
<b>SEC</b>	Amerika Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SSCB</b>	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TEFE</b>	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>WB</b>	The World Bank (Dünya Bankası)
<b>YY</b>	Yüzyıl

## GİRİŞ

Dışsal nedenlerden dolayı krizlere maruz kalan finansal sistemler ile kısa vadeli sermaye ilişkisi bu tezin konusunu oluşturmaktadır. Bu tezde kısa vadeli sermaye hareketlerinin uluslararası piyasalarda özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında yarattığı sorunlar ve ortaya çıkan krizler incelenecek, ülkelerin ise bu akımlara yönelik aldıkları önlemlerden bahsedilecektir.

Tezin birinci bölümü, temelleri klasik iktisat kuramının “tam rekabet piyasası” na dayanan ve özellikle 1970’li yıllardan itibaren önem kazanan finansal piyasalara dair teorilerin anlatılmasına ayrılacaktır. Fama’nın bu dönemde ortaya attığı “Etkin Piyasa Hipotezi”, finansal piyasaların işleyişi ile ülke ekonomileri arasındaki ilişkiler, ekonomilerin gelişmişliği ile finansal piyasaların gelişmişlikleri arasındaki ilişkiyi irdelleyen teoriler ve görüşler incelenecektir.

İkinci bölümde küreselleşme kavramına ve finansal piyasalar ile ilişkisine değinilecektir. Dünyamız yeni bin yıla hızlanan küreselleşme olgusu ile birlikte adım atmıştır. Bir dizi ekonomik, sosyal, siyasal ve kültürel yenilikler getiren bu olgu, mevcut kurum ve kuralları değişime zorlayacak bir gelişme göstermektedir. Küreselleşmenin finansal piyasalar üzerindeki etkileri ise konunun bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Bu boyut, küreselleşme ile birlikte sermayeye sağlanan giriş çıkış serbestisinin, kolay bilgi akışının, teknolojik imkanların sunduğu ortamın ulusal ekonomilere yaptığı katkıları içermektedir. Bretton Woods sisteminin temelleri ve yıkılış nedenleri ile hızla Dünyanın gündemine gelen “Küreselleşme” kavramı olumlu ve olumsuz yönleri ile irdelenecektir. Bu bölümün son kısmında ise küreselleşme ile yoğunlaşan finansal aktiviteler sonucunda ortaya çıkan yeni uluslararası piyasalar anlatılacaktır.

Üçüncü bölüm sıcak para akımlarımdan kaynaklanan ve gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlere ayrılacaktır. İlk olarak finansal kriz kavramının içeri doldurulacak ve ortaya çıkış nedenlerinden genel olarak bahsedilecektir. İkinci olarak ise finansal krizlerin öncü göstergeleri irdelenecektir. Son olarak gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan belli başlı krizlere değinilecektir. 1980'li yıllarda başlayan IMF destekli finansal serbestleşme hareketlerinin, Latin Amerika ülkelerindeki krizlerden başlayarak Meksika ve Güney Doğu Asya finansal krizlerindeki rolü ayrıca incelenmiştir. Döviz kuru çıpası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme programları, mevduata verilen garantiler, sıkı para ve maliye politikaları IMF destekli reform programlarının ortak noktalarını oluşturmaktadır. Bu tür politikalar uygulanmaya konulduğunda yabancı sermaye girişi hızlanmakta, faiz oranları ve enflasyon düşme sürecine girmekte, artan ithalat ve tüketimin de etkisiyle büyüme oranları yükselmektedir. Ancak enflasyon oranları istenen seviyeye düşürülemediğinde, ulusal paralar aşırı değerlenmekte, ithalat ve kısa vadeli dış borçlar hızlı biçimde artmakta, ihracat azalmakta ve cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Bu süreç, devalüasyon beklentisi artan yabancı yatırımcıların, finansal yatırımlarını yurtdışına çıkarmaya başlamalarıyla ve açık pozisyonları yüksek yerli bankaların iflas edeceği endişesiyle hareket eden yerleşiklerin mevduatlarını geri çekme eğilimine girmeleriyle krize dönüşmektedir. Türkiye'de yaşanan Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin, Latin Amerika, Meksika ve Asya krizleriyle karşılaştırılması, IMF destekli reform programlarının makroekonomik istikrarın olmadığı, bankacılık sisteminin zayıf olduğu ve etkin olarak denetlenemediği ülkelerde, finansal krizlere neden olabileceğini göstermesi açısından önemlidir.

Şüphesiz krizler içinde 2007 yılında ABD konut piyasasında başlayan sorunlarla tetiklenen likidite krizi önemli bir yer almaktadır. 1929 bunalımından bu yana en büyük kriz olarak nitelendirilen bu durum tezin hazırlandığı dönemde her geçen gün çeşitli ivmelerle devam ede gelmiştir. Bu krizin başlıca nedenlerini, likidite bolluğu ve bunun sonucunda verilen özensiz krediler, aşırı menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşlarının etkinliğindeki yetersizlik, düzenleyici ve denetleyici kuruluşların müdahalede gecikmesi olarak sıralanabilir. Bu finansal kriz bazı açılardan eskilerine

benzemekte bazı açılardan ise yenilikler taşımaktadır. Örneğin, Eylül 1998'de FED (ABD Merkez Bankası) ülkenin en büyük hedge fonlarından olan LTCM'yi kurtarmak için on dört büyük ticari banka ve menkul kıymet şirketinin katıldığı bir girişim başlatmıştır. Bunlar toplam 3.6 milyar Dolar sermaye sağlayarak LTCM'nin yüzde 90'ına sahip olmuşlardır. Son yaşanan mortgage krizi sonucunda da ABD hükümetinin seri faiz indirimleri, banka birleştirme operasyonları ve en son mortgage kurumlarına el konulması “müdahaleci bir piyasa”nın neredeyse “normal” haline geldiğini göstermektedir.

Tezde ayrıca 1929 krizi sonrasında kurulması kararlaştırılan ve bugün bile Dünya ekonomisinde özellikle de gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde söz sahibi olan IMF ve Dünya Bankası'ndan bahsedilecektir. Bu kurumların krizleri önlemede ne derece etkin olabildikleri tartışılacak ayrıca devreye konan bazı ulusal ekonomi programları detaylandırılacaktır.

Tezin son bölümünde ise teorik anlamda ortaya konan kuramlarla pratikte yaşanan başka ülke deneyimlerinin Türkiye ekonomisinin mevcut durumuna uygulanabilirliği tartışılacaktır. Ülke ekonomisinde yaşanan krizler sırasıyla irdelenecek ve genel karakteristikleri,krizleri çözme konusunda etkin olması beklenen ekonomi modellerinin ülkemiz yapısında etkili olup olamayacağı öznel yaklaşımlarla ortaya konacaktır. Bu bölümün esası Türkiye ekonomisinde olabilecek krizler karşısında ne tür tedbirlerin alınabileceği konusunda okuyucuya fikir vermektir.

Düşük kur yüksek faiz politikasının meydana getirdiği krizlerin günümüz ekonomisinde tekrarlanma riskleri , para ve maliye politikalarının ne şekilde sureci yönetebildiği değerlendirilerek etkinlik durumları hakkında görüşler sunulacaktır. Maliye politikası aracı olan vergilendirmenin Türkiye ekonomisinde sıcak para ile mücadelede neden etkin şekilde kullanılmadığı anlatılacaktır..

Çalışmanın son bölümünde ise ekonometrik modelleme denemelerine yer verilmiştir. Bu denemelerdeki amaç kısa vadeli sermaye girişine etki eden parametrelerin netlikle ortaya konması ve olası tedbirlerin hangi konularda yoğunlaşması gerektiğini göstermek olmuştur. Döviz ,enflasyon ve faiz kavramlarına ilave olarak diğer makro parametrelerin de etkileri tartışılacaktır.

Çalışmanın tüketim tasarruf dengesi sıkıntısı yaşayan ülkemiz ekonomisinde yabancı sermayenin “güvenli” bir şekilde kullanımına bir nebze ışık tutması amaçlanmaktadır.

# **BİRİNCİ BÖLÜM**

## **FİNANSAL PİYASALAR ve EKONOMİK BÜYÜME**

### **1. FİNANSAL PİYASALAR VE EKONOMİK BÜYÜME**

Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya finansal ya da mali piyasa denebilir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi, mali piyasa para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da kapsamına alan bir kavramdır.

Mali piyasa beş ana unsurdan oluşmaktadır.

- a) Tasarruf sahipleri (fon arz edenler),
- b) Yatırımcılar (fon talep edenler),
- c) Yatırım ve finansman araçları,
- d) Yardımcı kuruluşlar,
- e) Hukuki ve idari düzen olarak sıralanabilir.

Bir piyasada ekonomik etkinlikten bahsedebilmenin temel şartı, ekonominin sahip olduğu bütün kaynakların etkin bir şekilde dağıtılmış ve kullanılıyor olmasıdır. Daha açıkça tanımlanmış hali, bir ekonominin hem reel kesiminde hem de finansal kesiminde kaynak



dağılımı pareto etkindir<sup>1</sup>. Fon arz eden kesim ile fon talebinde bulunan kesim herhangi bir aracıya gerek duymadan bir araya gelmekte ve kazançlarını optimum kılacak seçeneklere yöneltmektedir.

Etkin piyasa hipotezine göre, piyasa aktörleri piyasaya dair her türlü bilgiye sahiptir. Bu durumda fon arz edenler yani tasarruf sahipleri de, olası fon talebinde bulunan aktörlerin bütün özelliklerini bilmektedir. Geleceğe dair elde edecekleri kazançlarda bu bilgi birikiminden dolayı bilinmektedir. Finansal araçlar ise aksamadan işleyen bu sürecin hiçbir safhasında dahil olmaz ya da taraflar için maliyet teşkil eden bir unsur değildir.<sup>2</sup> Böylece fon arz ve talep edenler finansal araçların aldıkları pozisyonlardan etkilenmez. Ayrıca alıcı ve satıcılar ani fon ihtiyacını önlemek için çeşitli anlaşmalar yaparak piyasada ortaya çıkabilecek ani likidite sıkıntıları önlenmiş olur<sup>3</sup>. Bu anlaşmalar esnasında ne devletin ne de finansal araçların herhangi bir etkinliği yoktur. Reel faiz oranları etkinliğin sağlandığı bu piyasada belirlenerek hem gelir, harcama ve tasarruflar etkin bir şekilde dağıtılır hem de piyasadaki fonlar yatırımlar arasında etkin bir şekilde dağılır.

İdealize edilmiş böyle bir piyasa yapısı reel finans piyasalarına uygulandığında pek çok sorunla karşılaşılır. Bunlardan en temel olan, fon arz eden piyasa aktörlerinin fon talebinde bulunanlar ile buluşup alışveriş yapacakları yerin bilinmezliğidir. Öte yandan, pek çok aktörün bulunduğu bir ortamda, bütün bireylerin piyasada varolan bilgilerin tamamından haberdar olması imkansızdır. Ayrıca bilginin elde edilmesi maliyetli bir unsur haline gelmektedir. Her geçen gün finansal piyasalara, özellikle borsalara olan katılımın hızlı artışı bilgi problemini önemli bir handikap haline getirmiştir. Böylesi bir ortamda finansal araçların ve araçların ortaya çıkışı kaçınılmaz hale gelmiştir.

---

<sup>1</sup> Aras G., Alövsat M., *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü*, 2002, s. 6.

<sup>2</sup> A.g.e., s. 6.

<sup>3</sup> Ross L., *Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda* , 1996, s. 3.

## **1.1 Finansal Sistemler Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki**

Finansal sistemin gelişimi ile ekonomik büyüme ilişkisi uzun yıllardır tartışılmaktadır. Ekonomik performans için finansal sistem hayati bir önem arz etmektedir. Finansal sistem, ekonomik sistemin en önemli alt sistemi olarak nitelendirilmektedir. Bunun nedeni, çağdaş ekonomilerin en fazla gereksinim duyduğu fon transferi sürecinin merkezi olmasıdır. Genel ekonomik başarı, finans sisteminin etkinliğine büyük ölçüde bağlı görünmektedir. Diğer yandan, ekonomik büyüme ortalama gelir düzeyinde artışa, yasal düzenlemelerde ve uluslararası bütünleşme düzeyinde gelişmeyi sağlamakta, finansal sistemin gelişimi için uygun ortam yaratmaktadır.

Son yıllarda ekonomi literatüründe, finansal piyasalar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki sıklıkla araştırılan konular arasında yer almaktadır.

### **1.1.1 Finansal Sistemlerin Üstlendiği İşlevler**

Finansal araçlar, eksik ve yanlış bilgi sorunu, sistematik ve sistematik olmayan risk gibi unsurların etkilerini en aza indirmeyi amaçlayan kurumlardır. Böylece para ve sermaye piyasasında toplanan fonlar çok daha güvenli ve hızlı bir şekilde uygun yatırımlara aktarılabilir. Bir finansal sistem de finansal araçlar ve onları kullanan araçlar tarafından oluşturulmaktadır. Finansal araçların gelişmesi ve çeşitlenmesi de finansal sistemin gelişmesini, derinleşmesini ve yaygınlaşmasını sağlar. Gelişmiş bir finansal sistem, ekonomideki kaynak dağılımının optimum olmasını sağlar. Bu işlevin gerçekleştirilmesi sırasında bir takım mekanizmalar kullanır. Bu mekanizmaların kurumsal yapıları her ne kadar zaman içerisinde değişkenlik gösterse de ekonomik işlevleri bakımından görelî

olarak herhangi bir değişime uğramamıştır. Böylece finansal sistemler piyasa aksaklıklarını düzeltici ve düzenleyici rol oynar.

#### 1.1.1.1 Bilgi Sorunu

Klasik iktisat teorisi, bireylerin sahip oldukları hizmet ve ürünlere dair her türlü bilginin farkında olduğunu ve herhangi bir işlem esnasında temsilcilerinin faaliyetlerini kontrol ettiklerini varsayar<sup>4</sup>. Oysaki finansal piyasalara katılan herkesin bilgi düzeyi birbirinden farklıdır. Eksik ya da yanlış bilginin varlığı tasarruf sahiplerinin var olabilecek yatırımlar için gerekli fonu arz etme eğilimlerini engelleyebilir. Bu durumda riski düşük yatırımlar yüksek faiz oranları ile karşılaşmasına rağmen, tasarruf sahipleri riski yüksek yatırımlara yönelerek daha düşük faiz oranları ile karşılaşabilirler. Elde edecekleri getiri miktarı da belediklerinin çok altında kalabilir. Bu probleme “Ters Seçim” denir. Ters seçim sorunu, piyasa faizlerinin tasarruf sahiplerinin istekleri ya da seçimleri doğrultusunda yükselmesi ya da düşmesi ile düzelmez<sup>5</sup> ve piyasa mekanizmasının işleyişinde aksamalara neden olur.

Finansal piyasalarda asimetrik bilgi sorunundan dolayı ortaya çıkan bir diğer problem ise “Temsilcilik sorunu”dur. Riskten korunmanın söz konusu olmadığı bir piyasada yapılan sözleşmelerin mali olduğu kadar sosyal bir maliyeti de bulunur. Bir proje seçiminin optimum sayılması için sosyal getirisinin de maksimum olması gerekir<sup>6</sup>. Sadece kendi çıkarı peşinde koşan bir fon sahibi ise şahsi getirisini maksimum kılacak projeleri seçme eğilimindedir. Fon anlaşması yapılan böyle bir projede de, her ne kadar çeşitli maliyetlerden dolayı düşük getiriye sahip olsa da bunun çok üzerinde ödemeler yapılabilir.

---

<sup>4</sup> Montiel P.J., *Macroeconomics in Emerging Markets*, 2003, s. 188-190.

<sup>5</sup> A.g.e., s. 195.

<sup>6</sup> Montiel P.J., *Macroeconomics in Emerging Markets*, 2003, s. 198.

Borç anlaşmalarının temelinde de bu faktör yatar<sup>7</sup>. Eğer bu anlaşmayı sağlayan bir aracı var ise bu tür maliyetler aracı tarafından üstlenilir. Bu durum, fırsatçı fon sahipleri için teşvik edici bir unsur haline gelebilir ve ellerindeki fonları getirisi düşük olsa bile riskli yatırımlara yönlendirebilirler. Ön anlaşmaların yapılamadığı durumlarda ise, fon sahibinin kararları doğrultusunda yapılmış bir kaynak dağılımı da aslında aracılardan aldıkları kararları yansıtır.

Fonların dağıtılması sürecinde bir aracının bulunuyor oluşu, başta fonun kendi değerinden dolayı ortaya çıkan maliyette olmak üzere pek çok maliyet unsuru doğurur. Bu maliyetlerin hepsine “Aracılık Maliyeti” denir. Öte yandan fon talebinde bulunan kesimde bir takım maliyetlere katlanmak zorundadır. “Değerlendirme Maliyeti” fon talebinde bulunanları fon arz edenler hakkında bilgi edinebilmek için katlandıkları maliyettir. Bu maliyetin ortaya çıkmasının nedeni ise, kredi alan yatırımcının geri ödeme planı ile ilgili kesin bir bilgiye sahip olma zorunluluğudur<sup>8</sup>. Bu noktada ise önemli bir sorun ortaya çıkar: Ödünç veren hakkındaki bilgilere erişimin kolaylığı ya da zorluğu. Bir başka deyişle fon sahibinin şeffaflığı da önemli bir maliyet unsurudur. Şeffaflığın derecesi, fon sahibinin içerisinde bulunduğu ekonomik koşullar, daha önce katıldığı yatırım projelerinin durumu gibi çeşitli faktörlerden dolayı değişkenlik gösterebilir<sup>9</sup>. Eğer fon sahibi kendisi ile ilgili bilgileri piyasa ile paylaşmamışsa bu bilgilere ulaşmak fon talep edenler için daha da maliyetli hale gelir.

Finansal araçlar, ahlak sorunu, aracılık sorunu gibi piyasa aksaklıklarını düzeltme, değerlendirme maliyeti, işlem maliyeti gibi maliyetleri azaltma eğilimindedir. Aracıların yokluğunda her yatırımcı, firmaların, yöneticilerin ya da ekonomik koşulların ayrı ayrı değerlendirilmesi için yüksek maliyetlerle başa çıkmak zorunda kalır. Pek çok ekonomik modelde ise sermayenin yatırım için en uygun firmalara yöneldiği ve yatırımcıların hiçbir

---

<sup>7</sup> Erim N., Türk A., **Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme**, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* sayı. 10, 2005, s. 23.

<sup>8</sup> Montiel P.J, a.g.e., 2004, s. 195.

<sup>9</sup> A.g.e., s. 195.

bilgi sorunu ile karşılaşmadığı varsayılır. 1986 tarihli Boyd ve Prescott tarafından yapılan çalışmada finansal sistemde böylesine bir iletişimi sağlayanların daha çok bankalar olduğu ifade edilmiştir<sup>10</sup>. Bu doğrultuda yapılan modellerin çoğunda doğru bilginin üretilmesi ve aktarılması görevi finansal araçlara yüklenmiştir. Böylece finansal araçların bu görevleri yerine getirmeleri ile bir taraftan maliyetler azaltılır diğer taraftan ise daha önceden yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi imkanı doğar.

Finansal piyasanın durumuna dair bilginin doğru bir şekilde toplanması finansal araçların ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği görüşünü doğrurmuştur<sup>11</sup>. Sermaye ihtiyacı olan çok sayıda firmanın, sermayenin kıt olduğu bir piyasada, daha sağlıklı bilgilerin firmalara ulaştırılması daha güvenilir firmalar yaratmakla beraber daha etkin bir sermaye dağılımı da sağlar.

#### 1.1.1.2 Likiditenin Sağlanması

Finansal araçların finansal sistem içerisinde yer almalarına neden olan birincil faktör, piyasada dağınık bir halde bulunan fonların tek bir çatı altında toplanmasının gerekliliği ve eldeki finansal sermayenin mobilitesinin sağlanmasıdır. Bu sayede birbirinden bağımsız halde bulunan tasarrufların toplanması ulaşım maliyetini önemli ölçüde azaltır. Öte yandan tasarruf sahipleri tasarruflarını finansal bir aracıya aktararak asimetrik bilgi sorununu yaşamaktan da kurtulmuş olur. Böylece ekonomide varolan finansal sermaye daha kolay aktarılabilen bir hale gelir.

---

<sup>10</sup> Allen N. Berger, Deyoung R., Genay H., Udnell G. F. , **The Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross Border Performance**, *Brookings\_Wharton Paper on Financial Services 2000*, s. 35.

<sup>11</sup> Levine R. **Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda** , *Journal of Economic Literature*, sayı. 35,Haziran 1997, s. 7-8.

Tam rekabet koşullarının olmadığı bir piyasada, tasarrufların mobilizasyonunun yeterince sağlanamamış olması varolan ya da ileride olabilecek yatırım fırsatlarının da kaçırılmasına neden olur. Ayrıca varolan maliyetlerde yatırımların verimliliğini engeller. Bu durum beraberinde kişisel ilişkilerin ön plana çıktığı anlaşmaları da beraberinde getirir<sup>12</sup>. Mobilitenin varlığı ise üretim faktörlerine sahip bireyler ile tasarruf sahipleri arasında esnek ve çok yönlü anlaşmaların yapılmasına olanak sağlar. Örneğin hisseli şirketler, pek çok hissedardan oluşan ve çok yönlü anlaşmalar üzerine kurulu yapılardır. Kısaca tasarrufların bir araya getirilmesi ile ortaya çıkan çok yönlü anlaşmalar ve buna dayanan yapılar, yatırımcıları da kazançlarını finansal araçlara yatırmaları yönünde teşvik eder ve yeni yatırımların önü açılır.

Sermayenin mobilitesi yanında likiditesi de önem taşır. Finansal sistemin bir diğer özelliği de piyasa aktörlerinin sahip oldukları varlıklara likidite özelliği kazandırmasıdır. Böylece bir varlığın başka bir varlığa dönüştürülmesi daha kolay olur<sup>13</sup>. Örneğin tasarrufların bir hisse senedine yönlendirilmesi, bir makina alımına göre likiditesi daha yüksek bir karar olur. Çünkü hisse senedinin istenildiği anda yeniden nakte ya da başka bir varlığa dönüştürülmesi çok daha hızlıdır. Bundan dolayı başta bankalar olmak üzere finansal araçlar ellerinde bir miktar nakitle beraber kısa vadeli tahvil bulundurmaya tercih ederler. Bu şekilde piyasada ani ortaya çıkabilecek likidite riskinin etkileri en aza indirgenmeye çalışılır. Likidite riski, finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek en ufak bir belirsizlikten bile etkilenebilir. İşlem maliyetleri, bilgi asimetrisi gibi unsurlarda bu riski körükleyen unsurlardan sayılabilir. Örneğin eğer piyasada işlem maliyetleri yüksek ise fon sahipleri ortaya çıkabilecek herhangi bir duruma karşı tahvil yada hisse senedi almak yerine nakitte kalmayı tercih edebilirler. Çünkü hisse senedinden nakte dönüştürmek isterken elde edecekleri getiri işlem maliyetlerinden dolayı çok daha az karlı bir hale gelebilir.

---

<sup>12</sup> Erim N., Türk A. a.g.e, 2005, s.24.

<sup>13</sup> Işıklar İ., **Finansal Ekonomi**, 2004, s. 6.

Likidite riski tasarruf sahiplerinin kararları yanında piyasadaki yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi de etkiler. Uzun döneme yayılan yatırımlar (reel sektör yatırımları) genellikle uzun vadeli sermayeye ihtiyaç duyar. Buna karşın tasarruf sahipleri tasarruflarının kontrolünü uzun süreler için bir başkasına devretmekten hoşlanmaz<sup>14</sup>. Finansal piyasada uzun dönemli sermayenin likiditesi düşük ve riski yüksek olduğu takdirde bu yatırımlara daha az tasarruf yönelir. Sonuçta yüksek getirili yatırım kararlarının çok azı hayata geçirilebilir.

Diamond- Dybuig'in ikili likidite modeli, likidite riski ile yatırım kararları arasındaki ilişkiyi inceler<sup>15</sup>. Modele göre, tasarruf sahipleri likit olmayan fakat yüksek getirili yatırımlar ile düşük getirili likiditesi yüksek yatırımlar arasında ikiye bölünmüş durumdadır. Böyle bir ortamda finansal bir şok yaşandığında, ortaya çıkan likidite riski tasarruf sahiplerini likit fakat düşük riskli yatırımlara yönlendirir. Piyasada şokun tekrarlanmayacağına dair bilginin elde edilmesi çok pahalı olacağından, bireyler reel yatırımlar yerine finansal piyasalara yönelirler.

Finansal araçların bulunduğu bir piyasada ise likidite oranı yükselir ve risk azalır. Ekonomik büyüme de bu durumdan olumlu bir şekilde etkilenir. Bilgi maliyetinin yüksek olduğu piyasalarda, tasarruf sahipleri bankalara yönelirler. Böylece bankalara bir taraftan tasarruf sahipleri için likiditesi yüksek ve düşük getirili portföy imkanı sunarken diğer taraftan yüksek getirili ve uzun vadeli yatırımlara kaynak aktarımında bulunurlar.

---

<sup>14</sup> Levine R., a.g.e, 1997, s. 18.

<sup>15</sup> Ray T., **Financial Development and Economic Growth: A Review of Literature**, 1997, s. 14.

Sonuç olarak yüksek getirili yatırımlar gerçekleştirilirken firmaların kredilere ulaşma imkanları da artar. Bu sürecin sonunda finansal aktarım mekanizması işler ve finansal sermaye reel yatırımlara dönüşerek ekonomiyi büyütücü etki yapar.

### 1.1.1.3 Kurumsal Yönetim

Firmaların sermaye sahipleri ya da hissedarlar tarafından denetlenebilirliği ve sağlam bir kurumsal altyapının oluşturulması, finansal sistemin etkin işleyebilmesi için gerekli unsurlardır. Finansmanın sağlandığı hissedarların sayısı, firmaların yatırım, bölüşüm ve aktarım mekanizmasına ait kararlarında ne kadar etkin olduğunu gösterir<sup>16</sup>. Hissedarların ya da kredi veren bankaların firmanın kararlarını gözlemleyebilmesi, firmaya yönelecek tasarruf sahiplerinin finansal gelişime ve üretime daha açık hale gelmesini sağlar. Firmanın piyasadaki değerinin bu şekilde daha da arttığını gören firma ise kaynak dağılımının etkinliğini arttırıcı faaliyetlerini çoğaltır.

Karşılıklı ilişkilerin ortaya çıkmadığı bir ekonomide, kurumsal yönetimin oluşturulması fonların mobilitesini arttırmakla kalmaz bu fonların uygun yatırımlara ulaşmasını sağlayan mekanizmanın daha etkin çalışmasını sağlar. Birden fazla hissedardan oluşan firmalar kurumsal yönetimin önemini arttırır. Hissedarların ya da sermaye sahiplerinin firmanın yönetimi başta olmak üzere stratejileri, yatırım kararları gibi durumlarda oy kullanmaları kurumsal yönetimin dengeli bir şekilde işlemlerini sağlar. Eğer bilgi maliyetleri düşük ise, hissedarların alınan kararlar hakkında bilgilendirilmesi ve kararlara müdahale etmeleri kolay olur. Piyasa aksaklıklarının olmadığı durumlarda hissedarlar yöneticileri denetleyerek, sermayenin etkin kullanımına yönelik kararlar alabilirler. Yöneticilerin sermaye sahiplerinin istekleri doğrultusunda seçilmesi ve

---

<sup>16</sup> Levine R., a.g.e, 2003, s. 11-13.



yönetimsel kararların denetlenmesi de kurumsal yönetimi etkin hale getiren bir diğer etkidir.

#### 1.1.1.4 Riskin Dağıtılması

Ekonomideki finansal fonların yatırımcılarla buluşmasını sağlayan finansal sistemler yapılarındaki istikrarsızlıklardan kaynaklanan bir takım riskler içerirler. Bu bakımdan reel kaynaklara yön veren finansal sistemler ekonominin önemli bir parçasını oluşturur<sup>17</sup>. 2000'li yılların başında Dünya üzerinde yapılan döviz işlemlerinin toplam büyüklüğü yaklaşık olarak iki trilyon dolar olarak tahmin edilmiştir<sup>18</sup>. Miktarın büyüklüğü finansal piyasaların gelecekte alacağı yön bakımından tahmin edilemez ve dengesiz olma özelliğini daha pekiştirmiştir. Öte yandan finansal piyasalar arasındaki ilişkilerin giderek daha sıkı hale gelmesi, finansal sistemi giderek daha kırılgan hale getirmiştir<sup>19</sup>. Çünkü herhangi bir piyasada oluşabilecek bir kriz anında bütün finans piyasalarında karşılığını bulmaktadır. Ulusal finans piyasalarındaki herhangi bir sorun hızlı bir şekilde diğer piyasalara da yayılır. Artan kırılganlığın ve bu kırılganlıktan doğan riskin azaltılabilmesi için Future, Options, Swap gibi çeşitli finansal araçların kullanımı ve beraberinde araçların rolü artmıştır. Fakat bu durum bir taraftan risk faktörünün daha başa çıkılabilir hale gelmesini sağlarken öte taraftan yüksek getirili portföylerin belirli ellerde toplanmasına neden olur.

Kısa vadeli olarak ülkelerin finansal piyasalarına giren sermaye akımları bu grubun en önemli kısmını oluşturur. Düzenleyici kurum ve yasaların yokluğu, kısa vadeli sermayenin ekonomi için tehlikeli sayılan riskleri de beraberinde getirmesini kolaylaştırır. Aslında çok büyük ve anlık finansal akımlar finansal sistemde izlenmesi çok zor olan akımlardır. Bu durumda ortaya etkin ve güçlü düzenlemelerin çıkmasını beklemek yerinde

---

<sup>17</sup> Scholte J.A., Schnabel A., *Civil Society and Global Finance*, 2002, s.15.

<sup>18</sup> Kirby P., *Vulnerability and Violence : The Impact of Globalization*, 2006, s. 33.

<sup>19</sup> Lipsky J., *Through the Looking Glass: The Links Between Financial Systems and Systemic Risk*, 2009, s. 6.

olmaz. Öyle ki kısa vadeli sermayenin hareketlerinde yaşanan bu yoğunluk, güçlü bankacılık sistemine sahip ülkelerde bile sıkıntılı durumların ortaya çıkmasına neden olmuştur<sup>20</sup>. Örneğin, 1980'lerin ortasında çöken Texan Banking böyle bir sürecin kurbanı olmuştur.

Öte yandan piyasalara yönelik miktar kısıtlamalarının yapılamaması da finansal sistemi riskli hale getirir. Böylece ortaya pek çok alıcı ve yüksek miktarlarda para çıkar. Finansal araçların giderek topluma yayılması ile de finans kaynaklı riskler giderek toplumsal hale gelir. Pek çok kaynağı olan risk faktörü tahmin edilemez oluşuyla da önemli bir çekince haline gelir. Sosyal, ekonomik, politik bir çok kaynaktan beslenen risk kavramı asimetrik bilgi, likidite sorunu gibi piyasa aksaklıkları ile birleştiğinde çok daha yıkıcı bir hal alır.

Finansal sistemde ortaya çıkan risk, genel olarak iki grupta toplanabilir.

Sistemik risk, piyasada bulunan tüm yatırım araçlarının ortak olarak barındırdıkları risktir. Beklenmedik olaylar karşısında belirsizliklerin artması ve likidite darlığı sistemik riskin içerdiği durumlardandır. Bu olaylarla başlayan süreçlerin etkileri daha çok reel ekonomide etkisini gösterir.

Her ne kadar sistemik riskten korunmak imkansız olsa da bunu en aza indirmek olasıdır. Öncelikle sistemik risk piyasa aksaklıklarının bir sonucudur. Bundan dolayı piyasa aksaklıklarının giderilmeye çalışılması sistemik risk için alınabilecek önlemlerin ilki olabilir. Örneğin, bilgi alışverişlerinin piyasadaki işlemlerin riskleri oranında arttırmak

---

<sup>20</sup> Kirby P., a.g.e, 2006, s. 35.

bir çözüm olabilir<sup>21</sup>. Bunun için piyasada işlem gören tahvillerin ayrı ayrı kategorize edilmesi ve piyasa aktörlerinin bunlara kolayca ulaşımının sağlanması gerekir. Fakat bugüne bakıldığında pek çok finansal aracın bulunduğu bir sistemde bunun sağlanması pek de kolay değildir. Bireyler ve firmalar kararlarında bu riski farkedebilecek kadar donanımlı olmalıdır. Bu gerçekçi bir beklenti olmadığından finansal araçlar bu görevi üstlenmişlerdir.

Finansal sistemlerin karşı karşıya kaldığı bir diğer risk ise finansal araçların kendilerinden kaynaklanan içsel risklerdir. Bu risk, tahvillerin içerdikleri riskin en önemli parçasını oluşturur. Goyal ve Santa-Clara tarafından yapılan ekonometrik çalışmada, piyasanın kendi içerisinde barındırdığı riskin piyasayı ne ölçüde etkilediği ve bunun kullanılması ile piyasanın gelecekte durumunun tahmin edilip edilemeyeceği araştırılmıştır<sup>22</sup>. Bu araştırma doğrultusunda, içsel riskin ölçümüne dayanarak yapılan tahvil getirilerinde önemli ve güçlü kanıtlara rastlanmıştır. Sistemik riskin risk primi ile uzaklaştırıldığı durumlarda bile içsel riskten bahsetmek mümkündür. Bundan dolayı risk primlerinin belirlenmesinde her iki riskte dikkate alınmalıdır. Araştırma sonucunda elde edilen bir diğer sonuç ise içsel riskin piyasa hareketleri hakkında tahmine yardımcı olduğudur. Bu riskin tahminin tek başına yetersiz olmakla birlikte piyasadaki toplam riskin önemli bir parçasını oluşturur.

Finansal sistemler riskin dağıtılmasını sağlayarak, piyasa mekanizmasının düzgün çalışmasını sağlar. Böylelikle kaynakların etkin dağıtımı ile uzun vadede ekonomik gelişme sürdürülebilir hale gelir. Finansal sistemin asıl önemi buradan gelir. Çünkü tasarruf sahipleri genellikle riskten kaçınırlar. Buna rağmen yüksek getirili projeler ise uzun vadeli olduklarından yüksek risk içerir. Finansal araçlar sayesinde tasarruf sahipleri portföylerini çeşitlendirerek hem riskin dağıtılması hem de daha yüksek getiri elde edilmesi sağlanır.

---

<sup>21</sup> Levine R., a.g.e, 2003, s. 13.

<sup>22</sup> Goyal A., Santa-Clara P., **Idiosyncratic Risk Matters!**, 2001, s. 1-23.

Acemoğlu, Aghion ve Zibotti tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada risk dağılımları ile ekonomik gelişme arasındaki ilişki irdelenmiştir<sup>23</sup>.

Kurulan modele göre ekonominin üç anahtar özelliği vardır:

- a) Yüksek getirili yatırımların yüksek miktarda krediye ihtiyacı vardır.
- b) Firmalar yüksek ya da düşük teknolojiye sahiptir .
- c) Firmalar teknolojik gelişme ile yakından ilgilidir.

Ayrıca sermaye kıttır ve tasarruf sahipleri riskten kaçınır. Bu özellikler çerçevesinde finansal sistemler piyasa ajanlarının riski dağıtılmış portföyler oluşturmalarına izin verdiği sürece, tasarrufların yatırımlar arasında yeniden dağıtılması ve teknolojik gelişim devam edecektir. Bu durumda firmalar teknolojiyi temel alan bir strateji izlerler. Böylece ekonominin içerdiği riskler, finansal araçlar sayesinde tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasında daha iyi anlaşılır. Reel yatırım için çalışma sermayesine ihtiyaç duyan kesim ile finansal riski üstlenen kesim birbirinden ayrılır.

Bir finansal sistemin işlevi ülkenin finansal ve ekonomik gelişmişlik düzeyine göre değişebilir<sup>24</sup>. Gelişmiş ülkelerde finansal sistem içerisinde araçları en önemli işlevi risk yönetimi ve piyasa fiyat bilgilerinin sağlanmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde ise daha çok tasarrufların bir araya getirilmesi ve uygun yatırımlara aktarılması ön plandadır. Bundan dolayı ampirik çalışmalarda gelişmiş ülkeler için elde edilen sonuçlar gelişmekte olan ülkeler için genellendirilmemelidir.

---

<sup>23</sup> Acemoglu D., Aghion P., Zilibotti F., **Distance to Frontier, Selection and Economic Growth**, 2004, s. 3-34.

<sup>24</sup> Aras G., Alövsat M., a.g.e, 2002, s. 8.

### 1.1.2 Finansal Sistem ve Büyüme İlişkin Teoriler

Ülkeler arasında ortaya çıkan farklı büyüme hızları bu ülkelerin sahip olduğu doğal kaynaklardan ziyade bu kaynakların verimli kullanılmasından kaynaklanır. Finansal sistemlerin ekonomik büyümeye olan katkısı da bu verimliliği artırma gücünde yatar<sup>25</sup>. Yeni teknolojilerin yayılması ve sermaye birikimi için gerekli fonların sağlanması fonksiyonlarını üstlenmelerinden dolayı, ekonomik büyüme sürecinde finansal sistem önemli bir faktör haline gelir. Gelişmiş ve fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getiren bir finansal sistem, bireylerin ellerinde bulunan ve değerce küçük fonları, büyük yatırımlara yönlendirerek yatırımların çeşitlenmesini mümkün kılar. Böylece tasarruf sahiplerinin karşılaştıkları riskleri azaltma, bilgilendirme ve değerlendirme maliyetlerini düşürme, kaynakların yönetimi takip etme gibi fonksiyonlar üstlenerek verimliliği dolayısıyla ekonomik büyümeyi etkiler.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığına dair ilk çalışmalar Begohot, Schumpeter ve Gurley-Shaw gibi iktisatçılar tarafından yapılmıştır<sup>26</sup>. Özellikle Schumpeter'in çalışmalarında bu düşüncenin teorik alt yapısı geniş bir şekilde yer bulur. Schumpeter finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetleri vurgulayarak, bu kurumların büyüme için gerekli olduğunu savunur. Finansal aracı rolünde bulunan bankaların teknolojik yenilikleri piyasa için daha kolay ulaştırılabilir hale getirdiğini belirtmiştir. Tasarrufların bir araya toplanması, firmaların denetlenmesi gibi işlevleri yerine getirerek piyasadaki maliyetleri önemli ölçüde azaltan bankalar etkin kaynak dağılımı sağlayarak ekonomik büyüme için önemli bir unsur haline gelir. Robinson ise finansal sistemdeki gelişmelerin bankalar yerine müteşebbisler tarafından tetiklendiğini iddia eder<sup>27</sup>. Ekonomik

---

<sup>25</sup> Aras G., Alövsat M., a.g.e, 2002, s. 8-9.

<sup>26</sup> Küçükaksoy İ., Aslan Ö., **Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama**, *Ekonometri ve İstatistik* ,sayı. 4, 2006, s. 26.

<sup>27</sup> Erim N., Türk A., a.g.e, 2005, s. 22.

gelişme finansal düzenlemelerin ortaya çıkması için talep yaratır ve sonrasında finansal kurumlar bu talepleri karşılamak için harekete geçer. Bazı iktisatçılar ise finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin sanılanın aksine önemli olmadığını savunur. Lucas iktisatçıların ekonomik büyüme incelenirken finansal sisteme aşırı önem verildiğini belirtir<sup>28</sup>.

Teorik çalışmalar ve ampirik incelemelerde finansal sistem ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkinin yönü pozitif olarak tanımlanmıştır.<sup>29</sup> Makroekonomik açıdan finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz eden ve finansal gelişmeyi bir ölçüt haline getiren Goldsmith, finansal gelişme ve ekonomik büyüme süreçleri arasında bağlantı olduğunu, finansal gelişmişlik düzeyinin ekonomideki iş bölümünü yansıttığını ve finansal gelişmenin bankaların gelişmesi sonucunda başladığını ifade eder<sup>30</sup>.

Robert Mc-kinnon ve Edward Shaw tarafından ortaya atılan hipotez , finansal gelişmenin ekonomideki yatırım hacmini ve ortalama yatırım verimliliğini arttırdığını savunur. Ayrıca idari otoriteleri finansal piyasa üzerindeki müdahalelerinin etkileri de hipotezin bir diğer araştırma konusudur. Bu hipoteze göre devletin azami faiz oranları, artan rezerv ihtiyacı, doğrudan krediler gibi bankacılık sistemine getirdiği müdahaleler, finansal sistemin gelişimini olumsuz etkileyerek ekonomik büyümeyi sınırlandırır. Finansal baskı altında para otoritelerince belirlenen negatif ya da düşük faiz oranları, tasarrufları azaltır ve kaynakların etkin dağılımını engelleyerek finansal piyasaların bölünmesine neden olur. Bu durumda bankaların piyasadaki aracılık rolü de olumsuz etkilenir. Öte yandan finansal baskı altında düşük faiz oranları tasarrufları etkileyerek , özel yatırımlara olan fon arzını da azaltır.

---

<sup>28</sup> Erim N., Türk A., a.g.e, 2005, s. 22.

<sup>29</sup> Aras G., Alövsat M., a.g.e, 2002, s. 10.

<sup>30</sup> A.g.e, s.9.

Finansal piyasaların “para” ve “sermaye” olarak ikiye bölünmesinden hareketle para ve yatırımlar arasında tamamlayıcı bir ilişkinin bulunduğu varsayılır<sup>31</sup>. Bu bölünmüşlük nedeniyle birbirini tamamlayan para ve yatırımdan yola çıkılarak finansal liberalizasyon politikalarının önemi vurgulanır. Çünkü finansal liberalizasyon finansal kaynakların dağıtımında piyasaya dayalı bir mekanizmanın kuruluşundaki faktörlerden biri olarak tanımlanır. Finansal liberalizasyon ile kaynakların en verimli oldukları alanlarda kullanılması sağlanarak ekonomik büyümenin hızlandırılacağı öne sürülür. Reel faiz oranlarının artışı ile bir yandan ödünç verilebilir fonlarda oluşan artışlarla tasarruf miktarları, bu fonların bankalara aktarımı ile de yatırımlardaki verimlilik artırılır.

McKinnon-Shaw hipotezine göre gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar devlet tarafından baskı altında tutulmaktadır. Baskı altında tutulan finansal sistemlerde parasal varlıklar üzerinde reel mevduat faizleri negatiftir ve bu faizler arttığı oranda da belirsizlikler artar. Bu durumda piyasada yüksek enflasyon beklentisi ve döviz kurundaki devalüasyon tedirginliği tasarrufları azaltır. Düşük tasarruflarda yatırımların düşük düzeylerde kalmasına neden olarak ekonomik büyümeyi engelleyici etki yaratır. Gelişmekte olan ülkelerin bu düşük faiz oranı düşük yatırım döngüsünden kurtulabilmeleri için finans piyasalarında liberalizasyonu sağlayan bir takım reformların yapılması gerekir<sup>32</sup>. Böylece yapay olarak düşük tutulan reel faiz oranları artarak piyasadaki arz talep durumuna göre daha yüksek seviyelerde belirlenebilecektir. Böylece yüksek tasarruf oranları ile yatırımlar tetiklenecektir.

Finansal liberalizasyon yoluyla ekonomik büyüme sadece tasarruflar yoluyla gerçekleşmez. Liberalizasyon ile finansal piyasalar daha rekabetçi bir ortamda çalışırlar ve ürün çeşitliliği, hizmet kalitesi gibi unsurlarda da artışlar görülür. Ayrıca yasal ve zorunlu

---

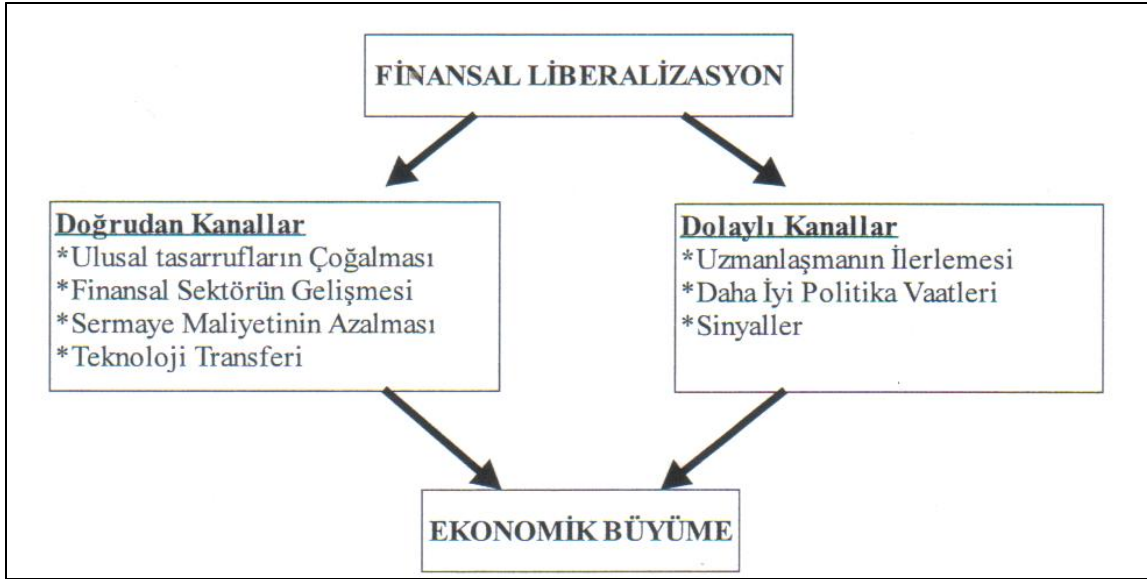
<sup>31</sup> Hepsağ A., **Finansal Liberalizasyon politikalarının McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği**, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, cilt. 3, sayı. 1, 2009, s. 65

<sup>32</sup> Hepsağ A., a.g.e , 2009, s. 67-68.

karşılık oranları daha düşük düzeylerde tutularak fon maliyetlerinin azaltılması ve bankaların daha etkin aracılık rolü üstlenmeleri sağlanır. Kredi açıklarının çok daha kolay giderilmesi imkanının sağlanması da gelişmekte olan ülkelerde örgütlenmemiş piyasaların ortaya çıkmasını engelleyerek finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunur.

**Tablo 1**

**Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyüme Etkileme Kanalları**



**Kaynak:** Dinar, “Financial Liberalization and Economic Growth: A Literature Survey”, Anadolu İktisat Kongresinde Sunulmuş Tebliğ, 2009, s.5.

Hipotez çerçevesinde ekonomik büyüme pek çok kanaldan beslenerek arttırılır. Bu kanallar doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki grupta incelenir. Doğrudan kanallar ekonomik büyümenin belirleyicileridir ve kısaca şöyle sınıflandırılabilir: Ulusal tasarrufların çoğatılması, finans sektörünün gelişimine katkıda bulunması, sermaye maliyetinin azatılması ve teknoloji transferini kolaylaştırması. Dolaylı kanallar ise daha iyi bir risk yönetimi ile üretimde uzmanlaşma, rekabetçi baskı ve liberalizasyonun disipline edici etkisi ile makroekonomik gelişme, olumlu politika uygulanacağına dair piyasaya sinyallerin verilmesi olarak özetlenebilir.



Ekonomik büyümeyi etkileyen doğrudan kanalların ilki, finansal liberalizasyon ile ulusal tasarruflarda olan artışlardır. Reel faiz oranlarının negatif seviyelerden pozitif seviyelere çıkması tasarruflardan önemli artışlar sağlar ve yatırımları ve ekonomik büyümeyi artırır. Öte yandan tasarrufların Dünya üzerindeki dağılımı düzenlenir ve faiz oranı ülkeler arasında eşitlenir. Bu durum tasarrufları etkin yatırım alanlarına kaymasını sağlar. Örneğin Kuzey ve Güney yarım küre arasında artan sermaye akımları her iki küre için yarar sağlamaktadır<sup>33</sup>. Sermayenin zengin olduğu alanlardan daha kıt alanlara yönelmesi ile hem daha yüksek getiri elde edilir hem de yeni yatırım fırsatları doğar. Böylece risk faktörü de kısıtlanmış olur.

Finansal piyasaların gelişmesi ile sermaye maliyetinin azaltılması ekonomiyi etkileyen bir diğer kanaldır. Finansal piyasalarda işlemlerin geleceğe yönelik yapılması, piyasalarda önemli risk ve belirsizliklerin oluşmasına yol açar. Yerel ve yabancı yatırımcıların artışı riskin paylaşılmasını kolaylaştırır. Böylece firmalar yatırımlarını arttırmaya teşvik edilir. Sermaye akımlarında yaşanan artışlar, ülkenin finansal piyasalarını daha likit hale getirerek hem risk primlerini hem de sermaye maliyetini düşürür.

Ülkeler arası sermaye akımlarının artması da, ülkelerin finansal piyasalarını geliştirici etki yaratır. Çünkü finansal liberalizasyon ile fonlar bir araya daha kolayca getirilip daha akışkan hale sokulabilir. Bu durum finansal piyasa ilişkilerini daha etkin ve hızlı hale getirir. Böylece bir yandan yabancı bankaların uluslararası finansal piyasalara katılımı kolaylaşırken diğer yandan ülke içinde faal olan bankaların kurumsal yapıları güçlenir. Artan rekabet ile yeni finansal araçların ve tekniklerin kullanımı artar.

Ekonomik büyümeyi, teknolojik gelişmeler de doğrudan etkiler. Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru akan teknolojik ve idari bilgi, yayılma etkisi

---

<sup>33</sup> Prasad E., Rogoff K., Wei S., Köse A., **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**, *International Monetary Fund*, 2003, s. 16-17.

doğurarak daha iyi uygulamaların ortaya çıkışını hızlandırır. Özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları önemli oranda teknoloji transferi potansiyeline sahiptir. Böylece ülke ekonomisine giren yeni teknoloji ve beşeri sermaye uzun vadede üretimi arttırıcı etki yapar. Teknolojik gelişmenin bir diğer boyutuda bilginin kolayca transfer edilebilmesidir. Böylece finansal piyasalarda maliyetler düşerek yeni yatırımcıların piyasaya girişi kolaylaşır. Ülke ekonomileri bu kanallarla doğrudan etkileşim içerisindedir.

Dolaylı kanalların ilki riskin ulusal ekonomiden uluslararası ekonomiye yayılması ile hem finansal piyasalarda uzmanlaşmanın hem de üretimin arttırılmasıdır. Risk yönetiminin olmadığı bir ekonomide uzmanlaşmamış bir üretim yapısı üretim ve tüketim istikrarsızlıklarını da beraberinde getirir<sup>34</sup>. İstikrarsızlıkların yüksek oluşu, ülke ekonomilerinin uzmanlaşmayı arttıracak faaliyetlerde bulunmalarını engeller. Öte yandan finansal piyasaların liberal olmadığı bir ekonomide işbölümü ve uzmanlaşma iç piyasanın büyüklüğü ile sınırlanır ve üretim maliyetleri artar. Finansal liberalizasyon ile uluslararası riskin paylaşılması tüketim istikrarsızlıklarının azaltılması yönünde önemli bir teşvik edicidir.

Ekonomik büyümeyi etkileyen bir diğer kanal ise finansal piyasaların disipline edici rolüdür. Bu durum kısaca şöyle açıklanabilir: Finansal liberalizasyon ile yurtiçi yatırımların ülke içerisindeki konumunu belirleyen dinamikler, kaynakların çok daha verimli kullanılabileceği yatırım projeleri lehine dönmesini sağlayabilir. Çünkü uluslararası sermaye sahipleri bir ülkedeki kötü politika uygulamalarına çok hızlı tepki göstererek kötü politikaları cezalandırır, iyi politikaları ise ödüllendirir<sup>35</sup>. Devletlerin genelde fiziki sermaye üzerine vergi koyma eğilimleri yatırımları engelleyerek tasarrufların finansal

---

<sup>34</sup> Prasad E., a.g.e., 2003, s. 25.

<sup>35</sup> Baş Dinar G., **Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme: Bir Literatür Çalışması**, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresinde sunulmuş Tebliğ*, 2009, s. 6.

piyasalara aktarılmasına ve paradan para kazanılır duruma gelinmesine neden olur. Bu durum ileride ekonomiyi negatif etkileyecek politikaların uygulanmasını engeller.

Ülkelerin yabancı yatırımlar ve piyasaya yönelik güvenilir politikalar uygulanacağına dair sinyaller vermesi de bir diğer dolaylı kanaldır. Ekonomik istikrarsızlığın olduğu ekonomilerde, yatırımcılar uzun dönemde elde edecekleri getirileri bilemediklerinden finansal sektördeki fonları reel sektöre arzetmezler. Bu durumda üretim seviyesi hızla düşer. Bartolini ve Drozen sermaye çıkışları üzerindeki kısıtlamaları kaldıran politikaların sermaye girişlerini de arttırdığını öne sürmüşlerdir<sup>36</sup>. Kolombiya, Meksika, Uruguay gibi ülkeler sermaye kısıtlarını kaldırmalarının ardından yüksek sermaye girişleri ile karşılaşmışlardır.

Reel faiz oranları temelinde pek çok kanal ile ekonomik büyümenin sağlanacağı görüşü pek çok teste tabi tutulmuştur. Öncelikle faiz oranları ile tasarruf oranları arasındaki ilişkinin varlığına dayanan araştırmalara değinilmelidir. Bu konuda yapılan araştırmalar, bu iki değişken arasındaki doğrusal ilişkinin çok zayıf olduğunu göstermektedir. Giovanni(1996) 18 ülkenin faiz oranları ile tasarruf miktarlarını ele alarak, tüketimdeki değişmelerin faiz oranlarının değişimine çok zayıf bir geçerlilik düzeyinde yanıt verdiğini ifade eder<sup>37</sup>. Bu durumda toplam tasarrufların reel faiz oranlarından çok zayıf etkileneceği sonucu doğar. Ostry ve Reinhart ise tek mallı bir model çerçevesinde yaptıkları ekonomik regresyonda bu görüşü destekleyici bulgular elde etmişlerdir<sup>38</sup>. Ticaretine izin verilen pek çok malın olduğu ve ticarete konu olmayan malların sadece tüketildiği bir toplum modelinde tüketimin faiz oranlarına tepki verdiğini belirtmişlerdir.

---

<sup>36</sup> Prasad E.,a.g.e., 2003, s. 7.

<sup>37</sup> Gemech F., Struthers J., **The Mckinnon Shaw Hypothesis: Thirty Years on: A Review of Recent Development in Financial Liberalization Theory**, 2003, s. 4.

<sup>38</sup> A.g.e, s. 4.

Reel faiz oranlarının açıklayıcı finansal bir değişken olarak modellere dahil edilmesi McKinnon-Shaw hipotezinde kaynaklanır. Bu çalışmalardan ilki 1971-1980 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik verilerinin kullanılması ile yapılmıştır. Araştırmada bir tarafta ülkelerin finansal varlıkları diğer tarafta GSMH leri ele alınmış ve hipotezi destekler sonuçlar elde edilmiştir<sup>39</sup>. Pozitif faiz oranlarının görüldüğü ülkelerde hem finansal varlıklarda hem de GSMH oranlarında önemli artışlar görülmüştür. Bondiera, Caprio, Honohan ve Schian(2000) yaptığı araştırmada 1970-74 yılları arasındaki veriler ile Gana, Türkiye, Kore ,Malezya, Şili, Endonezya, Meksika ve Zimbabve test edilmiştir. Finansal değişken olarak faiz oranları, rezerv oranları, doğrudan kredi yardımları gibi değişkenler alınarak yapılan araştırma sonucunda reel faiz oranlarının tasarruflar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir<sup>40</sup>. Endonezya’da bu ilişki negatif olarak tanımlanırken, Türkiye ve Gana’da finansal liberalizasyonun etkisi ile pozitif çıkmıştır. Kore ve Meksika’da tasarruf oranları %12-6 arasında azalırken, Türkiye ve Gana’da %13-6 arasında artmıştır.

Öte yandan yüksek faiz oranlarının ekonomik büyümeyi negatif faiz oranlarından daha fazla etkilediği görüşü Fry tarafından ortaya atılmıştır<sup>41</sup>. Fry gerçekleştirdiği üç farklı çalışmada, reel faiz oranları ile birlikte reel faiz oranlarının karesini de açıklayıcı değişken olarak modele almış ve bu değişkenin parametresinin işaretini negatif olarak bulmuştur. Bu sonuca göre pozitif yüksek faiz oranları da tıpkı negatif oranlar gibi ekonomiler için hastalıklı durumlar yaratabilir. Fry’a göre, ekonomilerde yüksek reel faiz oranları, aşırı kamu borçları ve iflas durumunda olan borçluların çokluğundan dolayı meydana gelir ve neredeyse tüm ekonomiyi işlevsiz hale getirir. Fry böyle bir durumun ortaya çıkmasını engellemek için reel faiz oranlarının -5 ila 10 arasında oluşması gerektiğini belirtir.

---

<sup>39</sup> A.g.e, s. 4.

<sup>40</sup> A.g.e, s. 4.

<sup>41</sup> Fray M., **Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government**, 1997, s. 80-87.

Mckinnon-Shaw hipotezini yatay kesit ülke verileri yerine tekil ülke verilerini zaman serileri kullanarak test eden ampirik çalışmalar da yapılmıştır. Worman ve Thriwoll, Meksika'nın 1960-90 yıllarına ait çeşitli makroekonomik verilerini kullanarak faiz oranları büyüme ilişkisini incelemiştirler<sup>42</sup>. Yapılan regresyon tahmini sonucunda, reel faiz oranlarının parametresi negatif bulunmuştur.

Hipotezin temel argümanlarından biri olan devletin ekonomiye müdahalesi ve finansal gelişmenin durumu da Prasad, Rogoff, Wei ve Köse tarafından incelenmiştir<sup>43</sup>. Gelişmekte olan ülkeler finansal sisteme daha fazla ya da daha az entegre olmaları bakımından ikiye ayrılarak incelenmiştir. 1970-99 yılları arasındaki verileri baz alarak inceledikleri gelişmekte olan ülkelere finansal sisteme daha iyi uyum sağlayan ülkelerin GSMH larındaki artışı olmayanlara göre 6 kat daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Buna rağmen finansal entegrasyonun ekonomik büyüme için temel etken olmadığını doğrudan olmasa da dolaylı olarak etkilediğini belirtmişlerdir. Örneğin Hindistan ve Çin kısıtlı sermaye akışlarına sahip olmalarına rağmen yüksek büyüme oranları kaydetmişlerdir. Botswana ve Mauritius ise tamamen kapalı ekonomilerine rağmen büyüme oranlarının yüksek olduğu görülmüştür.

---

<sup>42</sup> Warman F., Thriwall A.P., **Interest Rates, Savings, Investment and Growth in Mexico 1960-90 : Test of Financial Liberalization Hypotesis**, *Journal of Development Studies*, sayı 30 , 1994, s. 629- 649.

<sup>43</sup> Prasad E., Rogoff K., Wei S., Köse A., a.g.e, 2003, s. 27.

**Tablo 2**

**Finansal açıklık ile ülkelerin GSMH'ları arasındaki ilişki**

	Fastest Growing Economies, 1980–2000	Total Percentage Change in p.c. GDP	More Financially Integrated?	Slowest Growing Economies, 1980–2000	Total Percentage Change in p.c. GDP	More Financially Integrated?
1	China	391.6	Yes/No	Haiti	-39.5	No
2	Korea	234.0	Yes	Niger	-37.8	No
3	Singapore	155.5	Yes	Nicaragua	-30.6	No
4	Thailand	151.1	Yes	Togo	-30.0	No
5	Mauritius	145.8	No	Cote d'Ivoire	-29.0	No
6	Botswana	135.4	No	Burundi	-20.2	No
7	Hong Kong SAR	114.5	Yes	Venezuela	-17.3	Yes/No
8	Malaysia	108.8	Yes	South Africa	-13.7	Yes
9	India	103.2	Yes/No	Jordan	-10.9	Yes
10	Chile	100.9	Yes	Paraguay	-9.5	No
11	Indonesia	97.6	Yes	Ecuador	-7.9	No
12	Sri Lanka	90.8	No	Peru	-7.8	Yes

**Kaynak:** Dinar, “Financial Liberalization and Economic Growth: A Literature Survey”, 2009, s.10

### 1.1.3 Finansal Sistem ve Büyüme Nedenselliği

Neo-klasik iktisat politikaları çerçevesinde, finansal sistemlerin gelişiminin ve serbestleşmesinin içerdiği bütün tehlikelere rağmen ekonomik gelişme için gerekli bir koşul olduğu kabul edilir. Bu durumda bir sonraki adım finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün saptanmasıdır. Levine ve Zervos sermaye piyasasının gelişmesini ekonomik büyümenin nedeni olarak ele aldıkları analizde,

ekonomik büyümeyi bağımlı değişken sermaye piyasasının gelişmesini ise bağımsız değişken olarak almışlardır<sup>44</sup>.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin açıklanmasında iki farklı teori kullanılır. Bunlardan ilki nedenselliğin ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu söyleyen talep çekişli teoridir. Bu teori, finansal hizmetlere yönelik talebin reel çıktıda meydana gelen artışlar sonucunda yönlendirildiğini ifade eder. Reel ekonominin büyüme hızı ne kadar yüksekse, firmaların dış finansman ihtiyacı da o kadar artar. Bu durum Robinson'a göre ekonomik büyüme finansal hizmetler için talep yaratarak "girişim kılavuzluğunda" bir finansal gelişme sağlar<sup>45</sup>. Talep çekişli teoride, finansal sistem ekonomik büyümenin getirdiği fırsatlara otomatik olarak cevap vermektedir. Finansal sistemin girişimcilik düzeyinin tam esnek olduğu bir ortamda ekonomik büyüme ile ortaya çıkan fırsatlar ile finansal sistem gelişir ve bu fırsatları değerlendirir. Reel büyüme sonucunda finansal pazarların büyümesi, çeşitlenmesi, likiditesinin artması ve riskin farklılaştırılması imkanları çoğalır. Finansal gelişim süreci de bu arada reel ekonomiyi destekleyici bir unsur haline gelir. Finansal sistemin evrimsel olarak gelişmesi daha büyük bir ekonomik büyüme sürecinin sonucu olarak ortaya çıkar. Burada finansal sistem, büyüme sürecinde tamamen pasif bir unsur olarak yer alır<sup>46</sup>.

Nedenselliğin yönünü inceleyen bir diğer teoride arz itişli teoridir. Teori, finansal sistemin aktif bir rol üstlendiğini savunur. Finansal sistemin gelişmesi ekonomik büyüme sürecinden daha önce gerçekleşerek büyüme sürecine ön ayak olur. Böylece ekonomik büyüme için önemli finansal hizmetler sunar. Patrick'e göre arz itişli teori iki önemli işlev üstlenir: Kaynakların yavaş büyüme gösteren geleneksel sektörlerden, hızlı büyüme gösteren modern sektörlerle aktarılması ve bu sektörlerdeki girişimlere hızlı bir şekilde

---

<sup>44</sup> Aras G., Alövsat M., **Sermaye Piyasasının Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği**, 2005, s. 3.

<sup>45</sup> Küçükaksoy İ., Aslan Ö., a.g.e, 2006, s. 28.

<sup>46</sup> A.g.e, s. 28.

cevap verilmesini sağlayarak teşvik etmek<sup>47</sup>. Bu açıdan bakıldığında, finansal gelişme ile bir yandan tasarrufların teşviki diğer yandan etkin kaynak dağılımının sağlanması ile ekonomik büyümeyi hızlandırıcı etki yapar.

1966 yılında Patrick tarafından geliştirilen karşılıklı Etkileşim Hipotezi ise her iki hipotezinde tek başına etkin olmadığını, reel hayatta iç içe geçmiş durumda olduğunu belirtir<sup>48</sup>. Modern gelişme sürecinde finansal sistemin ekonominin büyümesini tetikleyerek öncülük ettiğini söyler. Ekonominin erken safhalarında, finansal gelişme reel sermaye birikimine yol açar. Yeni finansal hizmetler ve araçlar ile yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine yeni olanaklar sağlanarak bir geri besleme süreci oluşturulur. Böylece ortaya kendi kendini geliştiren bir ekonomik büyüme süreci çıkar. Finansal ve ekonomik gelişmenin ilerleyen safhalarında arz itişli teori etkisini kaybederek talep çekişli teori ön plana çıkar.

Müslümov ve Aras sermaye piyasalarının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü 1982-2000 yılları arasında 22 OECD ülkesinin verilerini kullanarak belirlemeye çalışmışlardır<sup>49</sup>. Sermaye piyasasının gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin arz itişli teoriyi desteklediği yönünde kanıtlar elde etmişlerdir. Buna göre nedensellik ilişkisi esas olarak sermaye piyasalarının gelişmişlik göstergelerinden biri olarak kullandıkları sermaye piyasasının kapitalleşmesi üzerinden gerçekleşmektedir.

Rousseau ve Wachtel 5 sanayileşmiş ülke olan ABD, İngiltere, Kanada, İsveç ve Norveç verilerini kullanarak oluşturdukları zaman serisi analizlerinde çıktıdan aracılığa

---

<sup>47</sup> A.g.e, s. 28.

<sup>48</sup> A.g.e, s.11.

<sup>49</sup> Aras G., Alövsat M., a.g.e, 2002, s. 4-10.



doğru çok küçük bir geri besleme mekanizmasının varlığını belirterek finansal gelişmenin yönünü vurgulamışlardır<sup>50</sup>. Demirgüç, Kunt ve Maksimoviç ise 30 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları ülkeler arası analizde, aktif hisse senedi piyasası ile iyi gelişmiş bir yasal sistemin reel sektörün gelişimini kolaylaştıracağını belirtmişlerdir<sup>51</sup>. Aslan ve Küçükaksoy'un 1970- 2004 yıllarını veri alarak Türkiye için yaptıkları araştırmada ise Türkiye'deki finansal gelişmenin ekonomik büyümenin nedeni ya da öncülü olduğunu saptamışlardır<sup>52</sup>. Kindleberger ise İngiltere, Almanya ve Hollanda örneğini alarak, finansal gelişmenin çift taraflı etkilendiğini söylemiştir<sup>53</sup>.

Yapılan çalışmaların çoğu ülkelerin gelişmişliklerine, özel konumlarına, ekonomik altyapılarına göre farklı sonuçlar vermiştir. Fakat yapılan araştırmaların çoğu nedenselliğın pek çok ekonomide arz itişli hipotezi desteklediğini göstermektedir.

Kısa, orta ve uzun vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomilerini özellikle de gelişmekte olan ülkeleri etkileyebilmesi ancak küreselleşme ve finansal liberalizasyon sonucu ortaya çıkabilmiştir.

---

<sup>50</sup> Küçükaksoy İ., Aslan Ö., a.g.e., 2006, s. 31.

<sup>51</sup> A.g.e., s. 31.

<sup>52</sup> A.g.e., s. 32- 36.

<sup>53</sup> Aras G., Alövsat M., a.g.e, 2002, s. 12.

## 1.2 Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Piyasalara Dair Teoriler

Bu bölümde ekonomistler tarafından Ulusal ve Uluslararası piyasaların nasıl işlediğine dair ortaya atılmış teoriler ele alınacaktır. Uluslararası piyasalar özellikle son dönem Dünya ekonomisinde oldukça büyük bir boyut kazanmıştır. Kapalı ekonomi modellerinin son çeyrek yüzyılda iyice terk edilmiş olması, ülke ulusal paralarının konvertibilite kazanması, uluslararası ticaretin yanı sıra finansal akımların da özgürce hareket edebilir hale gelmesi uluslararası parasal akımları ve piyasaları öne çıkarmıştır. Açıkça görülecek olan nokta ise küreselleşme kavramı ile teorilerin de giderek küreselleşme ile ortaya çıkan kavramları da içeriklerine katmaları ve teorisyenlerin modellerinde bu kavramları da birer değişken olarak ele almalarıdır.

### 1.2.1 Etkin Piyasa Hipotezi

Etkin piyasa hipotezi, finans piyasalarında piyasaya dair asimetrik bilgi probleminin olmadığı koşullar altında beklentilerin oluşturulduğu ve fiyatların da bu beklentiler doğrultusunda meydana geldiğini varsayar. Asimetrik bilgi probleminin olmadığı bir ortamda oluşturulan beklentiler, parasalcı iktisatçılar tarafından ortaya atılan Rasyonel Bekleyişler Teorisi'nin finans piyasalarına uygulanmasıyla ortaya çıkmıştır<sup>54</sup>. Bu doğrultuda oluşturulan fiyatlar ise Klasik İktisatın temel varsayımı olan tam rekabet piyasalarında oluşan fiyat mekanizması ile oluşur.

---

<sup>54</sup> Mishkin F., *The Economics of Money, Banking And Financial Markets seventh edition*, 2004, s. 150.

Rasyonel Bekleyişler Teorisi, piyasada belirlenen fiyatların piyasa aktörlerinin beklentileri dışında gerçekleşmeyeceğini, aktörlerin ise bu beklentileri piyasada oluşmuş ve olması muhtemel bütün fiyatları bilgi asimetrisi yaşamadan bileceğini varsayar. Bu teori parasalcı iktisatçılar tarafından iktisat literatürüne sokulduğundan beri, finans alanında çalışmalar yapan iktisatçılar da finansal piyasalardaki fiyatların oluşumuna ve fiyat beklentilerine dair çeşitli teoriler ortaya atmışlardır. Finans piyasalarında meydana gelen beklentilerde rasyonel bekleyişler ile bağlantılı olarak piyasada varolan her türlü bilginin kullanılması sonucunda ortaya çıkan öngörülerdir. Varolan beklentiler, yeni bilgilerin hızlı bir şekilde elde edilmesi ile yeniden şekillenir. Bu bilgiler her ne kadar Etkin Piyasa Hipotezinin önemli bir ögesi ise de piyasayı asıl şekillendiren bütün bu bilgilerin toplamıdır. Başka bir deyişle, finansal piyasalara ait beklentilere dair varsayımlar, rasyonel bekleyişler teorisinin finans piyasalarına aktarılmış şeklidir.

Fiyat mekanizmasının çalışması ise kısaca şöyledir: Klasik iktisada göre piyasada fiyat dengesi toplam arz ile toplam talebin birbirini karşıladığı noktada oluşur. Piyasada herşey belli bir fiyata sahiptir. Herkes sattığı karşılığında belli bir miktar para elde eder ve her ne almak istiyorsa elindekini bunun için harcar. Eğer bir maldan biraz daha fazla talep edilirse, bu durum o malın fiyatını arttırır. Üreticiler bu talep artışı doğrultusunda daha fazla üretime yönelirler. Aynı şekilde, bir maldan çok fazla üretim yapılmışsa bu durumda o malın fiyatı düşer. Daha düşük fiyat düzeyinde bireyler daha fazla maldan tüketmek isterken üreticiler daha fazla üretmek istemezler. Böylece arz ve talep arasındaki mekanizma işleyecek ve fiyat dengesi tekrar tekrar oluşturulacaktır. Aynı mekanizma Etkin Piyasa Hipotezinde de işletilerek finans piyasalarına dair denge fiyatlar oluşturulur.

İktisatçılara göre Etkin Piyasa Hipotezi'nin asıl önemi bu denge - fiyat mekanizmasından çok, kaynak dağılımının etkin bir şekilde yeniden oluşturulmasıdır<sup>55</sup>. Finansal ekonomide ise bu vurgu daha çok finansal ürünlerin fiyatların oluşumu ve kaynakların aktarımının etkinliği üzerindedir ve kısaca piyasanın belli varsayımlar altında etkin bir şekilde çalışacağını ifade eder.

Etkin piyasa Hipotezi'nin ilk varsayımı, finans piyasalarında oluşan cari fiyatların rassal bir yürüyüş izlediğidir. Diğer bir deyişle, cari dönem fiyatları bir önceki döneme ait fiyatlarla ilinti göstermez. Böylece, bir sonraki dönemin fiyatları cari dönem fiyatları baz alınarak tahmin edilemez. Çünkü cari dönemde bilgi değişimlerinden kaynaklanan fiyat ya da faiz değişimleri sadece cari dönemi etkiler, bir sonraki dönem fiyat ve faizleri de yalnızca kendi dönemine ait değişimlerden etkilenebilir.

Finansal iktisatçılar hipotezin bu varsayımının geçerliliğini ampirik olarak test etmek için iki yol kullanırlar<sup>56</sup>. Bunlardan ilki, tahvil fiyatlarının dönemlik verilerini kullanarak geçmiş fiyatlarla aralarında korelasyon olup olmadığına bakıp varsa korelasyonun ölçülmesi yöntemidir. Bu şekilde tahvil fiyatlarının gelecek dönemler için tahmini yapılmaya çalışılır. Diğer bir yöntem ise para arzındaki artış, faiz oranları gibi makroekonomik göstergeler kullanılarak tahvil fiyatlarında meydana gelebilecek değişim oranlarının tahmin edilmesidir. Her iki yöntemin kullanılması ile ortaya çıkan sonuçlar birbirine yakın çıkmaktadır. Yapılan araştırmalarda, küçük portföyler üzerinden yapılan tahminler yüksek oranda tutarken, daha büyük portföy seçimlerinde bu olasılık giderek

---

<sup>55</sup> Beechey M., Gruen D., Vickery J., **The Efficient Market Hypothesis: A Survey**, *Economic Research Department of Reserve Bank of Australia*, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2000-01.pdf>, 2000, s. 3.

<sup>56</sup> Mishkin F., a.g.e, 2004, s. 154.

azalır<sup>57</sup>. Bu verilere market bazında bakılırsa, fiyatların rassal yürüyüşe yakın bir seyir izlediği görülebilir<sup>58</sup>.

Hipotezin bir diğer varsayımı, piyasaya dair her türlü bilginin piyasa aktörleri tarafından bilinmesi ve bu doğrultuda oluşan beklentilerin fiyatlara yansımalarıdır. Kısaca etkin bir piyasada bilgi asimetrisine yer yoktur. Çünkü piyasa aktörleri, bilgiye ulaşırlarken, bu durum kendilerine herhangi bir maliyet yüklememektedir. Denge fiyatı ve denge faiz oranı da bu koşullar altında belirlenir. Piyasaya dair yeni bir bilginin ortaya çıkışı, piyasa fiyatlarında herhangi bir değişime yol açmaz. Çünkü piyasa aktörleri hemen bu bilgi doğrultusunda beklentilerini yeniden oluşturarak piyasanın bu bilgiye uyumlu hale gelmesini sağlarlar. Gerçekte ise beklenmeyen bir bilginin ortaya çıkması durumunda, kısa dönemde fiyatlarda artış ya da azalışlar meydana gelir. Yani piyasa kısa vadede bilgi değişimlerine karşı tepkisiz değildir. Fakat uzun dönemde piyasa fiyatları yeniden eski seviyelerine dönme eğilimi gösterirler. Böylece uzun dönemde tahvil fiyatları aynı seviyede kalır.

Ortaya çıkan bu sonuçlara rağmen kısa dönemde ortaya çıkan *Momentum Etkisi* ve uzun dönemde ortaya çıkan *Değer Etkisi* finansal piyasa fiyatlarını etkiler. Momentum Etkisi, finansal piyasalarda beklenmedik bir haberin duyulmasının hemen sonrasında piyasanın ani olarak artış ya da azalış olarak tepki vermesi şeklinde ortaya çıkar. Piyasa aktörleri hakim olan havaya göre, ellerinde bulunan tahvili satmak ya da tahvil satın almak eğilimine girebilirler. Bu durumda ortaya anlık aşırı zararlar ya da aşırı karlar çıkar.

---

<sup>57</sup> Malkiel B. G. , *The Efficient Market Hypotesis and Its critics*” *CEPS Working Paper No. 91*, [www.princeton.edu/~ceps/workingpapers/91malkiel.pdf](http://www.princeton.edu/~ceps/workingpapers/91malkiel.pdf) , 2003, s. 9.

<sup>58</sup> Mishkin F., a.g.e, 2004, s. 157.

Örneğin, Schiller'in araştırmasına göre 1990'ların sonunda ABD'nin tahvil piyasasında ortaya çıkan finansal balonun temeli psikolojik olarak yayılan ve aşırı karlara neden olan kararlardır<sup>59</sup>. Her ne kadar Momentum etkisi nedeniyle kısa vadede normal üstü kazançlar ortaya çıksa da bu durumun zamanla eski haline geldiği de yapılan araştırmalarda belirtilmektedir<sup>60</sup>. Günlük, haftalık ya da aylık veriler kullanılarak yapılan ekonometrik araştırmaların bir kısmında, piyasanın rassal yürüyüş kuralına uymadığı gözlemlenmiştir. Yani cari dönem fiyatları ile geçmiş dönem fiyatları arasında kısa dönemde yüksek oranda korelasyon olduğu kanıtlanmaya çalışılmıştır. Yapılan bu anomali modellerine getirilen en önemli eleştiri, menkul kıymetlerin portföy içerisindeki ağırlıklarının neye göre yapıldığıdır<sup>61</sup>. Çünkü farklı ağırlıklandırmalar beraberinde farklı sonuçlar verebilirler. O halde bu durumda iki sonuçtan bahsedilebilir. İlk olarak, kısa vadede dönemler arası verilerde yüksek derecede korelasyona rastlanmıştır. Bu durum piyasadaki cari dönem fiyatları baz alınarak gelecek dönemlere dair tahmin yapılmasına olanak sağlar. İkinci sonuç ise, her ne kadar veriler arasında yüksek korelasyona rastlanmış olsa da, anlık değişiklikler finans piyasasındaki denge fiyatı ya anlık olarak etkiler ya da piyasa aktörleri buna zayıf tepki vererek, pozisyonlarını değiştirmemeyi tercih edebilirler.

Uzun dönemde ise piyasanın etkinliğini, piyasa aktörlerinin ellerinde bulundurdukları portföylerin çeşitliliği etkiler. "Değer Etkisi" denilen bu etki bir ila beş yıl gibi orta vadede ya da daha uzun vadelerde portföylerin toplam değerlerinde meydana gelen değişmelerle ortaya çıkar. De Bondt ve Thaler, firmaların borsaya kote edilme oranı, satış oranları, tahvillerin geçmiş dönemlerde aldıkları değerler gibi pek çok değişkeni dikkate alarak oluşturdukları portföylerin gelecek dönemlerde yüksek getiri oranlarına sahip olduklarını saptamışlardır<sup>62</sup>. Bu durum faiz oranları ile tahvil fiyatları arasındaki ilişki ile açıklanabilir. Tahvil fiyatları düştüğünde reel faiz oranları artar, bu ayrıca tahvilin

---

<sup>59</sup> Malkiel B.G., a.g.e, 2003, s.7.

<sup>60</sup> Beechey M., Gruen D., Vickery J., 2000, a.g.e , s. 5.

<sup>61</sup> Mishkin F., a.g.e, 2004, s.155 , Malkiel B.G., a.g.e, s. 9.

<sup>62</sup> Malkiel B.G., a.g.e, 2003, s. 10.

getirisinin de artması demektir. Bireyler bu durumda getirisi yüksek tahvillere yönelirler. Talebin artışı tahvilin fiyatını yükseltirken faiz getirisinin düşmesine neden olur. Bu durum yeniden tahvil talebinin ve beraberinde fiyatlarının düşmesine neden olur. Oluşan uzun dönem eğrisi dalgalı bir yapıya sahip olur. Fakat bu noktada piyasadaki firmaların risk durumlarının hesaplanan portföy modellerine katılmadığı belirtilmelidir. Oysa ki risk unsuru portföylerin yapısını tamamen değiştirebilmektedir<sup>63</sup>.

Hiçbir piyasa faktörünün fiyatları etkileyemediği, asimetric bilgi sorununun bulunmadığı ve gelecek tahvil fiyatlarının hiçbir şekilde belirlenemediği etkin bir piyasada, aktörlerin hiçbiri elinde varolan tahvillerin beklenen getirilerinden daha yüksek bir getiri elde edemez. Yani piyasayı yenmek mümkün değildir<sup>64</sup>. Bununla bağlantılı olarak geçmiş dönemlerdeki verilerle oluşturulan modeller, önceki dönemlerde yüksek gelir elde etmiş portföylerin gelecek dönemlerde aynı performansı gösteremediğini ortaya koymuştur<sup>65</sup>.

Varsayımları altında tutarlı sonuçlar veren Etkin Piyasa Hipotezi, finansal piyasaların reel koşulları altında ise geçerli olmaktan uzak kalmaktadır. Bunun nedeni varsayımlarının reel durumdan oldukça uzak olması hatta bazı noktaları kapsamaması olarak belirtilebilir. Örneğin, hipoteze konu olan tahvilleri çıkaran firmaların boyutları hakkında herhangi bir açıklığın olmayışı hipotezin önemli bir eksikliği olarak görülebilir. Genellikle büyük ölçekli ve borsaya kote olma oranı daha yüksek olan firmalar portföylerini de geniş tutarak daha yüksek getiri elde etme imkanı elde ederler. Fakat nadiren de olsa tersi durumlarda meydana gelebilir. Yüksek risk faktörüne sahip küçük ölçekli firmalarda bazen normalin üzerinde getiriler elde edebilirler. Buna “Küçük Firma Etkisi” denir. Fama ve French, 1963-1990 yılları arasında A.B.D finans piyasalarında

---

<sup>63</sup> Cooper G., **The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy**, 2008, s. 11.

<sup>64</sup> Mishkin F., a.g.e, 2000, s. 153.

<sup>65</sup> Malkiel B.G., a.g.e, 2003, s. 20.

bulunan toplam sermayeyi onluk yüzdelere bölerek analiz etmişlerdir. Analizin sonucunda en küçük yüzde on sermaye ile en büyük yüzde onluk sermaye dilimi karşılaştırıldığında, en küçük yüzde onluk kesimin sahip olduğu portfolyonun ortalama aylık getiri oranının çok daha yüksek olduğu görülmüştür<sup>66</sup>. Bugüne yaklaşıldığında ise artan finansal liberalizasyon ile kapital birikiminin büyük ölçekli firmalarda yoğunlaştığı görülebilir. Bu durum yüksek teknolojik donanımına sahip olma ile birleştirildiğinde, küçük firmaların yüksek risk alarak yüksek getiri elde etme olasılıklarının giderek azaldığı söylenebilir.

Hipotezde ortaya çıkan bir diğer sorun ise tahvil fiyatlarında ortaya çıkabilecek sapmalardır. Hipoteze göre bir tahvilin cari fiyatı, aslında olması gereken fiyata karşılık gelir. Fiyatlardaki anlık artış ve azalışlar, zamanla eski haline dönme eğilimi gösterir yani uzun dönemde fiyatlar dengededir. Gerçekte ise bir tahvilin eski fiyat seviyesine dönmesi hemen olmaz, uzun bir zaman gerektirir. Böylece tahvil kısa dönemde ortaya çıkan yeni bilgilere ve değişimlere karşı duyarsızlaşır. Böylece sapma uzun döneme yayılır.

Asıl üzerinde durulması gereken nokta ise hipotezin piyasaların büyüklükleri hakkında herhangi bir öngöründe bulunmamış oluşudur. Oysaki etkinlik piyasanın likidite oranı ve işlem hacmi ile yakından ilişkilidir. Eğer bir piyasada küçük şirketler yoğunlukta ise bu durumda piyasada yapılan işlemlerin hem miktarı hem de hacmi düşük kalır. Fon talebi ne kadar düşük ise, piyasaya arz edilen fon miktarı da o kadar düşük kalır. Bu açıdan küçük ekonomiler küçük yatırımcılar havuzuna benzetilebilir<sup>67</sup>. Öte yandan küçük bir finansal piyasa, döviz kurlarını ayarlayabilmek için çok daha az kaynağa sahip olmak demektir. Yasal altyapının ve teknolojik donanımında aynı şekilde düşük seviyede kalmasına, piyasa aktörlerinin portföylerini yönlendirebilecek analizlerin daha az insan tarafından yapılmasına neden olur. Küçük ekonomilerin finansal piyasaları düzenlemek için

---

<sup>66</sup> Malkiel B.G., a.g.e, 2003, s. 19.

<sup>67</sup> Shan A., Thomas S., **The Securities Market Efficiency**, *Globalization and National Financial Systems* ed., 2003, s. 147.



yetersiz yasal altyapıları, piyasaların manipülasyona ve spekülasyona açık bir hale gelmesine hatta önüne geçilemeyip çok yüksek oranlara ulaşmasına neden olur. Finansal analizin yetersiz kalması sonucunda da bir taraftan bilgi ve işlem maliyetleri artarken diğer taraftan yanlış ve eksik bilgi problemleri meydana gelir. Böylece ortaya hem likiditesi düşük hem de riski yüksek bir finansal piyasa çıkar. Sonuç olarak piyasanın etkinliği ortadan kalkar.

1970 yılında Fama tarafından ortaya atılan Etkin Piyasa Teorisi başta varsayımları olmak üzere pek çok açıdan reel finansal piyasalarda geçerlilik kazanamamaktadır. Bundan dolayı finansal piyasaların işleyişini ve aksaklıklarını tanımlamak üzere pek çok başka hipotez ortaya atılmıştır. Bu hipotezlerden en önemlisi Hyman Minsky tarafından ortaya atılan “finansal istikrarsızlık hipotezi”dir<sup>68</sup>. John Maynard Keynes tarafından tam rekabet piyasası modeline yöneltilen eleştiriler Minsky tarafından Etkin Piyasa Hipotezi’ne yöneltilmektedir. Minsky’nin yönelttiği eleştirilerden en önemlisi tahvil fiyatlarının belirlenmesi ve denge fiyattan sapmaların kaynağının dışsallığıdır. Oysaki reel Dünyada tahvil fiyatlarındaki sapmalar piyasanın kendi içerisindeki sorunlardan da kaynaklanabilir. Örneğin, piyasada selektif kredi seçimlerinin yapılması ya da tahvil enflasyonu finans piyasasında fiyatların uzun dönemli sapmalarına neden olabilmektedir<sup>69</sup>.

Bütün eleştirilere ve aksi ampirik bulgulara rağmen bugün etkin piyasa hipotezi finansal piyasaların aslında olması gereken bir piyasa modeli olarak sunulmaktadır. Bundan dolayı finansal piyasaların işleyişine dair ortaya atılan pekçok teoriye kaynaklık etmekte, finansal liberalizasyon politikalarının ayaklarından birini oluşturmaktadır.

---

<sup>68</sup> Cooper G., a.g.e, 2008, s.21.

<sup>69</sup> Minsky H.P., **The Financial Instability Hypothesis**, *The Working Paper No:74.*, [www.levy.org/pubs/wp74.pdf](http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf), 1992, s.15.

### 1.2.2 Satınalma Gücü Paritesi

Satın alma gücü paritesi, döviz kurlarını temel alan modellerin temeli olarak düşünülebilir. İlk defa Napolyon Savaşları sırasında ortaya atılmış ve Hume, Whitley gibi merkantilist dönem düşünürlerinden kaynağını alarak 1916 yılında oluşturulmuştur<sup>70</sup>. Birinci Dünya Savaşından sonra Gustov Cossel tarafından ekonometrik modellerde kullanılmasına rağmen, asıl önemini Bretton Wood sisteminin yıkılmasından sonra kazanmıştır<sup>71</sup>.

Finansal piyasaların Bretton Woods Sistemi'nin yıkılışının sonrasında hızla globalleşmeleri, ekonomiler arasında bağımlılık oranının giderek artmasına yol açmıştır. Bu durum beraberinde bir ölçüm ihtiyacını doğurmuştur. Ekonomilerin gelişmişliğini, büyüme oranlarını ölçmek kolay bir olgu değildir. Bu olguların ölçülebilmesi için kullanılan ölçütlerden biri döviz kurudur<sup>72</sup>. Fakat döviz kuru kullanıldığında, ortak bir bir para birimine dönüştürülen mal ve hizmet hacmini gösteren harcamaların yanında ülkeler arası mal ve hizmet farklılıklarını da işin içine katılmaktadır. Böylece reel mal ve hizmet hacminin boyutunu ölçmek zorlaşır. Döviz kurunun kullanımındaki bir diğer sakınca kurların spekülasyon, faiz oranlarındaki değişimler gibi çeşitli nedenler ile dalgalanmaya açık oluşudur. Bu şekilde yapılan bir hesaplamada Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'da da kur değişimine bağlı ani değişiklikler ortaya çıkabilir. Bir ülkenin mal ve hizmet hacminde herhangi bir değişiklik olmamasına rağmen, kur değişimlerinden dolayı ülke daha zengin ya da daha fakir görünebilir<sup>73</sup>. Sonuç olarak döviz kurundaki değişiklikler ekonomik faaliyetlerle ilişkili olmadığı için hatalı gözlemlere neden olabilir. Öte yandan döviz kuru

---

<sup>70</sup> Seyrek İ., **Purchasing Power Parity and the Turkish Exchange Rate**, *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, sayı.6, 2003, s. 152.

<sup>71</sup> A.g.e , s. 152.

<sup>72</sup> Türkiye İstatistik Kurumu, **Satınalma Gücü Paritesi: Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi-4**, Türkiye İstatistik Kurumu

Matbaası, Ankara, 2005, s.2.

<sup>73</sup> A.g.e, s. 3.

ülkelerin mal ve hizmet fiyatlarını yansıtan bir araç değildir. Kur, dış ticarete konu olan mal ve hizmetlerle beraber sermaye giriş çıkışları faiz oranları gibi faktörlerden de etkilenmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kurların idari etkilere açık olması resmi ve serbest piyasa kurları arasında farklılıklara neden olur. Bu da döviz kurunun uluslararası karşılaştırmalarda kullanımını sakıncalı hale getirmektedir.

Satın Alma Gücü Paritesi ise uluslararası piyasalarla, ülkelerin ekonomik durumları ve reel dinamikleri arasındaki ilişkiyi ortaya koyan önemli bir araç haline gelmiştir<sup>74</sup>. Döviz kuru paranın satın alabileceği döviz miktarını gösterirken, satın alma gücü paritesi ise paranın satın alabileceği mal ve hizmet miktarını gösterir. Ayrıntılı olarak belirlenmiş mal ve hizmet sepetlerinin farklı ülkelerdeki fiyatlarının birbiri ile karşılaştırılması ile elde edilmiş bir değişim oranıdır. Teori genel olarak iki ülkeye ait ortak bir mal sepeti fiyatlarının ortak bir para cinsinden birbirine eşit olması koşuluna dayanır. Burada öncelikle dikkate alınması gereken iki ülkeye dair fiyatların karşılaştırılabilmesi için ortak bir mal sepetinin ele alınması gerekiyor olması gerektirir. Böylece SAGP, GSMH ve içerdiği reel değişkenlerin ülkeler arasında karşılaştırılabilmesinin birincil adımını oluşturur. GSMH, bir ülkenin ekonomik büyüklüğü, gelişimi hakkında bilgi veren bir ekonomik göstergedir. SAGP'nin hesaplanmasında GSMH'nin kullanılması, ülke ekonomilerinin aynı noktadan bakılarak karşılaştırılmasına olanak sağlar. Uzun döneme bakıldığında ise teorik olarak Dünya üzerindeki mal fiyatlarının ekonomik entegrasyon ile giderek birbirine yakınsayacağı ve arbitraj olanağının ortadan kalkacağı söylenebilir<sup>75</sup>.

SAGP'nin çıkış noktası olarak "Tek Fiyat Yasası"na dayanır. Tek Fiyat Yasası, tam rekabet piyasası temel alınarak ortaya atılmış bir yasadır. Çok sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu, sermayenin mobilitesinin tam olduğu bir piyasada, ticarete konu olan bir malın ortak bir para birimi cinsinden fiyatının tüm Dünyada aynı olacağı görüşüne dayanır.

---

<sup>74</sup> 2008 World Bank Indicators, **Viewing the World at Purchasing Power Parity**, World View 2008 , [fairmodel.econ.yale.edu/ec116/worldb1.pdf](http://fairmodel.econ.yale.edu/ec116/worldb1.pdf), s. 1.

<sup>75</sup> Nguyen N.M., **Purchasing Power Parity**, *IFM Section:1, people.hbs.edu/mdesai/IFM05/PPP%20Nguyen.pdf*, 2005, s. 2.

Mekanizma kısaca şöyle açıklanabilir: Herhangi bir sınırlamanın olmadığı, tam rekabet koşullarının olduğu iki ülke olsun. Ortak bir para cinsi baz alınarak, X ülkesindeki bir kişi bir malı 1.5 birim alabilirken, Y ülkesindeki bir kişi 1 birim alabiliyor. Bu durumda Y ülkesindeki kişi parasını X ülkesinin para birimine çevirerek, malını Y yerine X'ten alır. Bu durum X ülkesinde talebin artmasına dolayısıyla da fiyatların artmasına neden olur. Öte yandan talebin Y ülkesinde azalması ile Y ülkesindeki fiyatlarda düşüş yaşanır. Bu durumda her iki ülkenin fiyatları ve döviz kurları yeniden belirlenir. Bu seviyenin belirlenmesinde genellikle içeriğinin her ülkede aynı olmasından dolayı hamburger kullanılır. Örneğin, Economist gazetesi, Dünya üzerinde ki Mc Donald's hamburgerinin fiyatlarını dolar cinsinden belirleyerek satın alma gücünü karşılaştırmıştır<sup>76</sup>. Bu araştırmaya göre, Çin'deki en ucuz hamburger 1.23\$ iken A.B.D.'de 2.80\$'dır. Bu durumda Çin'in parası Yuan %56 oranında değerinin altındadır. AB'de ise hamburgerin ortalama fiyatı 3.48\$ civarındadır. Yani Avro %24 oranında aşırı değerlenmiştir. Buna benzer bir diğer örnek olan Starbucks'tan alınan bir fincan kahve baz alınarak da karşılaştırma yapılabilir. Ortaya çıkabilecek fiyat farklılıkları ise malın piyasalar arasındaki ulaştırma maliyetinden daha büyük olamaz. Ortaya çıkan arbitraj fırsatları ise bu kanunun doğal bir sonucudur. "Ucuza al, pahalıya sat" ilkesine göre hareket eden kişiler, ülkeler arasında fiyatların dar bir sınır içerisinde büyük sapmaların olmasına engel olur<sup>77</sup>.

SAGP mutlak ve görelî olmak üzere ikiye ayrılır:

### 1.2.2.1 Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi

Bu yaklaşıma göre, bir ülkedeki fiyatlar, cari döviz kurlarından diğer ülke paralarına dönüştürüldüğünde tüm bu ülkelerdeki fiyatlarla eşitlik göstermelidir. Eğer bu dengede herhangi bir değişiklik olursa, görelî fiyatlar hızla buna ayak uydurarak gerekli

---

<sup>76</sup> Taylor A. M., Taylor M. P., **The Purchasing Power Parity Debate**, *Journal of Economic Perspectives*, sayı. 18, 2004, s.136.

<sup>77</sup> Seyidoğlu H., **Uluslararası İktisat, Teori, Ekonomi, Politika**, 2003, s. 381.

ayarlamaların yapılmasını sağlar ve yeniden denge kurulur. SAGP'nin bulunabilmesi için her iki ülke için de belirlenen mal sepetinin her iki ülke için doğal fiyatı kullanılır.

Ülke içi fiyatlar ne kadar düşük ise kur o kadar düşük, ülke içi fiyatlar ne kadar yüksek ise kur o kadar yüksek olur. Kısaca mutlak satın alma gücü paritesi ülkeler arasındaki döviz kuru değişmelerini açıklamaya çalışan bir gösterge olarak düşünülebilir. Fakat bu göstergenin kullanılmasında bir takım sakıncalar vardır. Tek fiyat yasası, tek bir mal için geçerli olsa da bütün mal ve hizmetler için geçerli olamayabilir. Bundan dolayı, fiyatları temel alan mutlak SAGP bu açıdan sakıncalı görülebilir. Ayrıca mal sepetindeki malların ağırlıklandırılmaları da ülkeden ülkeye göre değişebilir. Bu da genel fiyatlar seviyesinin farklı sonuçlar vermesine neden olur. Bu nedenlerden dolayı mutlak SAGP yerine “Görelî Satın Alma Gücü Paritesi” daha çok dikkate alınır.

#### **1.2.2.2 Görelî Satın Alma Gücü Paritesi**

Bu yaklaşımda SAGP'nin yıllık ya da belli bir ana ait düzeyi yerine fiyat oranlarında meydana gelen değişim göz önüne alınır. Bunun nedeni ise, göreceli SAGP yaklaşımına göre, ortaya çıkan ülke içi fiyat artışları, döviz kurlarındaki değişmelerle doğrudan ilişkilidir. Yani ülke içi enflasyon dışarıya göre ne kadar yüksekse, döviz kurunda da o oranda artış söz konusudur. Belli bir yıl baz alınarak bugünkü kur değişim oranı hesaplanır:

Enflasyon oranındaki farklar kurun ne kadar değişeceğini gösterir. Bu açıdan Görelî SAGP'inde geçmiş değerler kullanılarak cari döneme dair kur değişiklikleri hesaplanabilirken, cari dönemdeki enflasyon değişiklikleri ile de gelecek döneme ait kur değişimleri tahmin edilebilir.

Satın Alma Gücü Paritesi her ne kadar IMF, OECD gibi organizasyonlar tarafından önemli bir gösterge olarak kabul edilse de kullanımında bir takım sorunları da beraberinde getirmektedir<sup>78</sup>. Belirtilmesi gereken en önemli sorun, SAGP hesaplanmasında ulaşım maliyetleri, sermaye akımları, tarif ve vergiler gibi reel Dünyaya ait durumların göz önünde bulundurulmayıp, yok sayılmasıdır. Örneğin ulaşım maliyetleri fiyatlar üzerinde önemli bir arttırıcı etkiye sahiptir. Böylesine maliyetli bir malın mal sepetine konulup hesaplamalarda kullanılması yapılan fiyat karşılaştırmalarında önemli sapmalara neden olur. ABD'deki ulaşım maliyetlerinin mal fiyatlarına olan etkisini kapsayan bir araştırmada, ulaşım maliyetlerinin et fiyatlarına %7, sebze ihracatında sebze fiyatlarında %16 oranında bir artışa neden olduğu saptanmıştır<sup>79</sup>. 1996 yılında Engels ve Rogers tarafından yapılan bir başka araştırmada ise Kanada ve ABD arasındaki şehirlerin mal fiyatları karşılaştırılmıştır. Bu araştırmaya göre, şehirler arasındaki uzaklık arttıkça, fiyat düzeylerinin değişkenliği de giderek artmaktadır. Bu durum özellikle farklı ülkelerdeki şehirlerde daha da belirgin hale gelmektedir<sup>80</sup>.

SAGP'nin sorunlarından bir diğeri de, bir ülkede üretilen bütün malların ticarete konu olmamasıdır. Bu duruma ayrıca üretilen malların farklılaştırılması ve kalite farklılıkları da eklenebilir. Ülkeden ülkeye geçişebilen ücret farklılıklarına, malların buldukları yere ve zamana göre farklılıkları da eklenmelidir. Örneğin işlek bir caddede satılan bir mal yüksek fiyattan satılabilirken, daha kırsal bölgelerde daha ucuza satılabilir.

Öte yandan, SAGP'nin geçerli olabilmesi için ülkeler arasında kota, tarif gibi ticaret engellerinin bulunmaması ve vergilemenin olmaması gereklidir. Oysaki gerçekte ithalat kotaları, ihracat teşvikleri gibi uygulamalara sıkça rastlanabilir. Örneğin Birinci

---

<sup>78</sup> Türkiye İstatistik Kurumu, a.g.e, 2005, s.6.

<sup>79</sup> Naguyen N.M., a.g.e , 2005, s. 4.

<sup>80</sup> Naguyen N.M., a.g.e , 2005, s. 4

Dünya Savaşı esnasında Dünya üzerinde geniş çaplı bir ihracat yasağı uygulanmıştır<sup>81</sup>. Yüksek ihracat kotaları yüksek tariflerle beraber uygulandığında SAGP'nin olduğundan daha düşük değerler almasına neden olur. Aynı şekilde yüksek ithalat kotaları da SAGP'nin olduğundan daha yüksek değerlerde çıkmasına neden olur. Uygulanan vergi oranlarının da kotalarla aynı etkiye sahip olduğu söylenebilir.

Yapılan araştırmalar SAGP'nin etkinliğinin kısa dönemde düşük olduğunu göstermiştir<sup>82</sup>. Bunun en önemli nedeni kur değişimleri ile fiyat değişimlerine verilen tepki sürelerinin aynı olmamasıdır. Kısa dönemde döviz kurlarının değişkenliği, fiyatlara kıyasla çok daha yüksektir. Bu durum fiyat yapışkanlığının yüksek olmasının bir sonucudur. Her ne kadar SAGP pek çok değişkeni içerisinde barındırmıyor olsa da bugün ülkelerin karşılaştırılmasındaki en önemli gösterge konumundadır. Bu amaçla 1970'lerden itibaren Uluslararası Karşılaştırma Programı tarafından SAGP'ye dair çalışmalar yürütülmektedir. Başlarda sadece gelişmiş ülkelerin karşılaştırılmasını kapsayan bu program, uluslararası piyasaların gelişmesi ile bugün gelişmekte olan ülkeleri de kapsar hale gelmiştir<sup>83</sup>.

### 1.2.3 Faiz Paritesi Teorisi

Düzenli bir büyümenin önemli göstergelerinden biri de ülkeler arasındaki faiz oranı paritesinin derecesidir. Bu durum faizin uygulanacak para politikalarından, ödemeler dengesine kadar pek çok makro ekonomik alanda önemli bir rol üstlenmesini, finansal entegrasyon için de önemli bir basamak olarak görülmesini sağlar<sup>84</sup>. Faiz Paritesi Teorisi

---

<sup>81</sup> Kenneth Rogoff , a.g.e, 1996, s. 648.

<sup>82</sup> Nguyen N.M., a.g.e , 2005, s. 7.

<sup>83</sup> 2008 World Bank Indicators, **Viewing the World at Purchasing Power Parity**, World View 2008 , [fairmodel.econ.yale.edu/ec116/worldb1.pdf](http://fairmodel.econ.yale.edu/ec116/worldb1.pdf), s. 1-2.

<sup>84</sup> Obstfeld M, Rogoff K., **Foundations of International Macroeconomics**, 1996, s. 200 .

tıpkı Satın Alma Gücü paritesi gibi temelini tek fiyat yasasından alır. Böylece ülkelerin iç ve dış faiz oranları ile cari ve gelecek döviz kurları arasında önemli bir rol üstlenir.

Faiz paritesinin varsayımları kısaca şunlardır:

- Ülke içerisindeki ve dışındaki tahviller risk, vade ve zaman olarak aynıdır.
- Sermaye kontrolleri, kısıtlamalar ve ulaşım maliyetleri söz konusu değildir.
- Finans piyasaları etkindir, piyasadan sapmalar yoktur.
- Piyasa aktörlerinin ve spekülörlerin piyasada oluşan kur üzerinde etkinliği

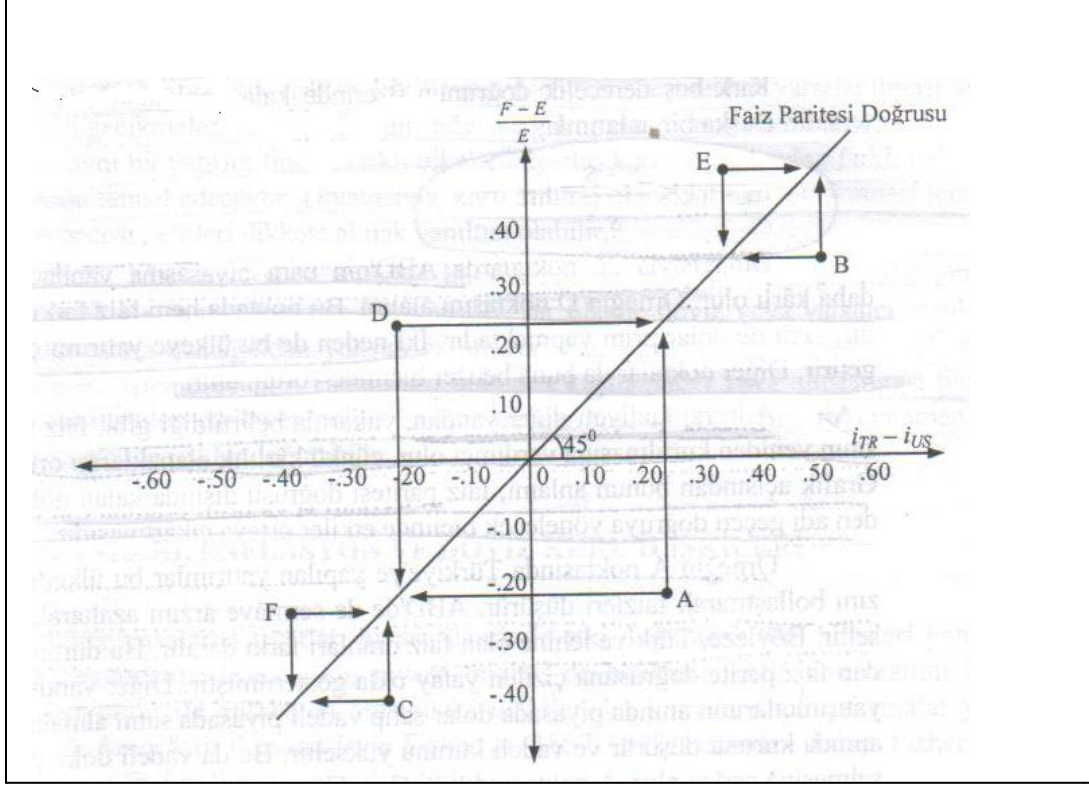
bulunmaz.

Bu durumda Faiz Paritesi Teorisine göre, döviz kurları, faiz arbitrajcılarının kısa vadeli esnek sermaye talepleri ile döviz giriş çıkış miktarları sonucunda oluşur. Piyasayı etkileyecek herhangi bir faktörün bulunmadığından faiz farkları sıfır olur. Ortaya çıkabilecek herhangi bir fırsatta faiz arbitrajından dolayı hemen ortadan kalkar ve ülkeler arası faiz oranları birbirine eşit olur.

Kısa vadeli sermayenin, bir ülkeden diğerine doğru akması, birinci ülkede sermaye arzını azaltıcı, ikinci ülkede arttırıcı etki yapar. Böylece birinci ülkede faiz oranları hızla yükselirken ikinci ülkede faiz oranları sermayenin yoğunlaşmasından dolayı düşmeye başlar. Bu süreç iki ülke arasındaki faiz farkı ortadan kalkana kadar devam eder. Bir taraftan faiz oranları arasındaki farkın daralması, diğer taraftan vadeli iskonto oranlarında meydana gelen artış net karlılığın azalmasına neden olur. Sonuç olarak faiz farklılığından doğan karlılık da tümüyle ortadan kalkar ve güvenceli faiz arbitrajı da bu noktada son



bulur. Yapılan çalışmalarda ise vadeli iskonto oranının faiz oranları farkına eşit olmadığını gösteren bulgular elde edilmiştir<sup>85</sup>.



**Grafik 1.** Faiz Paritesi Doğrusu

**Kaynak:** Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.351

Yatay eksen ikinci ÷lke ile birinci ÷lke arasındaki faiz farkını, dikey eksen vadeli piyasada birinci ÷lkenin yaptığı iskonto oranını göstermektedir. Dikey eksen yukarı çıkıldıkça birinci ÷lkenin parasının iskonto oranı artar. Yatay eksen sağa doğru bir kayma ise ikinci ÷lkedeki faiz oranlarında yaşanan bir artışı ifade eder. Faiz paritesi doğrusu ise bu doğruların arasından 45° açıyla gezer. Bu doğrunun üzerinde seçilen her noktada iskonto oranı ile faiz oranı birbirine eşittir.

<sup>85</sup>Seyidoğlu H., a.g.e, 2003, s. 351.

$i_1 - i_2 > F - S$  ise bu noktada ikinci ülkeye yatırım yapmak kârlıdır. Bu ülkede bulunan yatırımcı kendi ülkesinde yatırım yapar. Bilgi, ulaşım maliyeti ve kısıtlamalar olmadığı için başka ülkelerden de pek çok yatırımcı bu ülkeye yönelir. Bu noktada hem yabancı paranın o ülkedeki iskonto oranı hem de faiz oranı yatırım için elverişli durumdadır. Arbitraj ise bu noktada devreye girer. Faiz ve iskonto oranlarından dolayı artan talep arbitrajcıları da harekete geçirir. Fakat kısa bir süre sonrasında her iki ülkenin piyasasında oluşan faiz oranları birbirine eşit olur.

Faiz paritesi teorisinde arbitrajın önemli olabilmesi için işlem ve bilgi maliyetlerinin olmaması ya da göz ardı edilebilecek kadar düşük olması gerekir. Her iki maliyetin ortaya çıktığı durumda ise arbitraj imkanı zorlaşır, karlı bir faaliyet olmaktan çıkar.<sup>86</sup>

Faiz paritesinden sapmalara neden olan bir başka neden ise ülkeler tarafından uygulanan sermaye kısıtları ve vergileridir. Eğer vergi oranları yatırımcıların buldukları ülkelere göre değişkenlik gösteriyorsa aynı yatırım fırsatı farklı ülkelerde farklı sonuçlar yaratır.

---

<sup>86</sup> Tanzi V., **Taxation, Inflation and Interest Rates**, 1986, s.213.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞME KAVRAMI VE ULUSLARARASI PİYASALAR

#### 2. KÜRESELLEŞME VE ULUSLARARASI PİYASALAR

##### 2.1 Küreselleşme

1970’li yıllardan itibaren Bretton Woods sisteminin çökmesi ile önemli hale gelen küreselleşme kavramı çok boyutlu bir kavramdır ve toplumların ilgi alanına ekonomik, siyasal ve kültürel yönleriyle girer. Kavram 1980’li yıllara doğru Harvard, Stanford, Columbia gibi prestijli Amerikan işletme okullarında kullanılmaya başlanmıştır. Yine bu çevrelerden çıkmış bazı ekonomistler tarafından güncel hale getirilmiş ve aynı yıllarda uluslararası ekonomik kuruluşlarında yayın ve raporlarında yerini almıştır.

Her ne kadar globalleşme kavramı eski olsa da, ancak 1990’lı yıllarda ekonomik, sosyolojik, kültürel ve siyasal pek çok yönü araştırılmaya başlandı ve bu süreçlerin tanımlanması amacıyla akademik literatürde kullanılmıştır. Böylece bu kavram yaygın bir biçimde Dünya düzenine ilişkin değişiklikleri açıklamak amacıyla kullanılır hale gelmiştir.

Bu bölümde öncelikle Bretton Woods sisteminin genel özellikleri anlatılarak, dönemin ekonomik koşullarının anlaşılması sağlanacaktır. Daha sonraki bölüm ise küreselleşme kavramının irdelenmesine ayrılmış olup, finansal piyasalara olan etkileri incelenecektir. Son bölümde ise küreselleşme ile hızla gelişen uluslararası piyasalar kısaca tanımlanacaktır.

### 2.1.1 Bretton Woods Sistemi

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından uluslararası ticareti sağlam bir zemine oturtmak amacıyla 1944 yılında kabul edilen Bretton Woods sistemi doğrudan dolara, dolaylı olarak ise altına dayanıyordu. Sistem temel olarak ise ülkelerin birbirleri ile olan her türlü ticaretin kurallarını belirlemekteydi. Sistemi kabul eden ülkelerin yerel paraları dolara, doların değeri ise altına endeksledi ve ülkelerin devalüasyon veya revalüasyon kararları en fazla %10 olacak şekilde kısıtlandı. Böylelikle zaten kötü durumda olan Avrupa ekonomilerinin kurlarda meydana gelebilecek herhangi bir dalgalanma ile daha da kötüye gitmesi engellenecekti. 1944 yılında Bretton Woods kasabasında alınan kararlar John Maynard Keynes'in başkanlığında hazırlandı. Katılımcıların hepsinin üzerinde önemle durduğu temel konu, özellikle savaş dönemlerinde etkisi hissedilen aşırı yüksek faiz oranları ve düzenlenmesi oldu. 1930'lu yıllardan itibaren hızla artan faiz oranları bir taraftan ticaret ve yatırım oranlarında hızlı düşümlere ve diğer taraftan spekülasyon gibi piyasa olumsuzluklarını arttırıcı etki yaratmıştı. Hükümetlerin bu sürecin daha derinleşmesini engelleyebilmek için daha aktif politikalara yönelmeleri ve faiz oranlarını sabit tutmaları, on dokuzuncu yüzyılda kabul edilen altın standardı sisteminin bir benzeri olarak düşünülebilir<sup>87</sup>. Sabit faiz oranlarının kabul edilmesindeki amaç ise serbestçe dalgalanan faiz oranlarından dolayı meydana gelen zararların telafi edilmesiydi.

Devletlerin üzerinde anlaşmaya vardıkları bir diğer konu ise, sabit faiz oranı politikasının uygulanmasının yanısıra ulusal rezervlerin ekonomiye güvence verebilecek konuma gelmesi ve yeterli olmasıdır. Bunun sağlanması için uygulanacak yol ise altın standartı sisteminde de uygulanan, rezervlerin altın olarak tutulmasıdır. Çünkü bu dönemde devletler rezervlerinde birincil kaynak olarak altın yada altına çevrilebilir kağıtlar

---

<sup>87</sup> Dammasch S., *The Bretton Woods System: A Lesson from History*, 1995, s.4-5, [www.wv.uni-magdeburg.de/fwwdeka/student/arbeiten/006.pdf](http://www.wv.uni-magdeburg.de/fwwdeka/student/arbeiten/006.pdf).

tutmaktaydı. Örneğin ABD'nin ulusal bankasının rezervlerindeki altın miktarı Dünya üzerindeki ülkelerin tamamının  $\frac{3}{4}$  ü kadardı<sup>88</sup>. Ayrıca ulusal ekonomilerin dolayısıyla da uluslararası ekonominin istikrarı için bütçe açıklarıyla sıkıntısı olan ülkelerin sorunlarına da acil bir çözüm üretilmesi gerekiyordu. Bunun için ise Keynes'in önerileri doğrultusunda, borçlu ülkelere borç verecek, gerekirse yeni rezervler yaratabilecek bir Dünya bankasının kurulmasına karar verildi.

Kararlardaki üçüncü önemli konu ise, faiz oranlarındaki değişkenliğin sınırlandırılması ve limitlerin belirlenmesi için alınan aksiyonlardır. Bu kararların en önemli nedeni, ülke ekonomilerine büyük zararlar veren sıcak paranın ekonomiden uzak tutulmasıydı<sup>89</sup>. Bu doğrultuda hem ödemeler dengesinde hem de konvertibilitede önemli değişiklikler yapıldı. Ülkeler mal ve hizmet alım satımında önemli kontroller uygulamazken sermaye akımları üzerindeki denetim yüksek seviyede tutuldu. Uygulanan bir diğer yöntem ise döviz kurlarının hükümetlerce belirlenmesiydi. Böylece hem faiz oranlarının hem de döviz kurunun denetim altında tutulması hem ulusal hem de uluslararası piyasalara istikrarın gelmesi hedeflendi. Bütün bu alınan kararların uygulanabilirliğinin denetlenmesi ve sistemde meydana gelebilecek sorunların çözümü amacıyla uluslararası ve uluslararası bir kurumun kurulmasına karar verildi. Çünkü savaş döneminde ortaya çıkan pek çok sorunun hızla derinleşmesinin sebeplerinden biri de bu tarz bir kurumun kurulmamış olmasıydı. Bu amaçla ABD'nin gözetiminde olmak üzere Uluslararası Para Fonu (IMF) kuruldu.

1960 ve 70'li yıllarda Bretton Woods sisteminin öngördüğü denge ile Avrupa'nın endüstrileşmiş ülkeleri arasında tutarsızlıklar ortaya çıktı. Örneğin sistem ülkelerin sahip

---

<sup>88</sup> Mishkin F., *The Next Great Globalization*, 2006, s.2.

<sup>89</sup> Schmukler S., *Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries*, *Federal Reserve of Atlanta Economic Review*, 2004, s.40, [www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq204\\_schmukler.pdf](http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq204_schmukler.pdf).

oldukları para miktarı ile uluslararası piyasada işlem gören para miktarının birbiri ile eşit olmasını şart koşuyordu. Bu durum ABD'yi Maliye politikasının seçiminde özgür kılarken diğer ülkeleri ABD'ye bağımlı kılıyordu. Uluslararası piyasalardaki likiditenin ise istenen düzeyde kalabilmesi ABD'nin piyasalara likit sağlamasına bağlıydı. Aksi takdirde Dünya ekonomisinde enflasyonist bir süreç yaşanabilirdi. Buna rağmen ABD enflasyonist politikalarından yana olarak, diğer ulusal paraların ABD dolarına olan konvertibilitesini sınırlandırdı. Avrupa ülkeleri ABD'ye rağmen bu politikayı uygulamayı reddetti<sup>90</sup>. Finansal piyasalarda önce şiddetli bir dolar kıtlığı sonrasında ise dolar bolluğu yaşandı. Bu durum uluslararası piyasaları dengede tutması gereken ABD rezervlerinin hızla erimesine neden oldu ve ciddi bir güvensizlik ortamı doğdu. Sistemin çöküşünü hazırlayan bir diğer neden ise ülkelerin ekonomik durumlarına göre paritelerde yapılması gereken değişikliklerdeki gecikmelerdir. Paritelerde yapılan sürekli değişimler bir yandan hükümetler için siyasi risk teşkil ederken diğer taraftan sadece ilgili ülke için değil sistemin tamamı için büyük bir risk unsuru haline geliyordu. Sistemde ortaya çıkan bu açık uluslararası ekonomiye ve sisteme olan güvenin giderek azalmasına ve spekülasyonun artmasına neden oldu.

1973 yılında Bretton Woods sisteminin terkedilmesine karar verildi. Sisteme üye ülkeler ise ulusal paralarının değerini belirlemek üzere çeşitli yöntemler kullanmak üzere anlaşılabilir. IMF, ülkelerin bu dönemden itibaren paritelerini altına bağlı olarak belirlemeyeceklerini ve her ülkenin pariteler konusunda serbest olduğunu açıkladı. Paritelerin belirlenmesi için kullanılan yöntemlerden biri, bugünde pek çok ülke tarafından benimsenen, finansal engellerin azaltılması ile döviz kurlarının serbestçe dalgalanmasıdır. Böylece kurlar piyasada oluşan arz ve talebe bağlı olarak belirlenecektir. Sistemin yıkılışından sonra uygulanan bir diğer yöntem ise, sabit kur uygulamasına devam edilmesidir.

---

<sup>90</sup> Dammasch S., a.g.e, 1995, s. 10.

Asıl önemli olan nokta ise Bretton Woods sisteminin yıkılışı ile kurallarla oluşturulmuş ekonomik politikalar yerine bilgi ve üretimin giderek önem kazandığı ve döneme uygun politikaların uygulanması anlayışının daha çok yer almasıdır<sup>91</sup>.

### 2.1.2 Küreselleşme Kavramı

Küreselleşme günümüzde iktisat piyasasının ana gündemini oluşturmaktadır. Geniş bir ifade ile, küreselleşme olgusunu Dünya ekonomisini oluşturan sosyal ve iktisadi parçaların birbirleriyle ve giderek Dünya piyasalarıyla eklemelenmesi olarak düşünülebilir. Ekonomik küreselleşme, ülkeler arasında mal, emek ve sermaye mobilitesinin artması sonucunda ekonomik ilişkilerin yoğunlaşması ve ülkeler arası sınırların nispeten ortadan kalkması demektir<sup>92</sup>. Bir başka tanım ise, ülke ekonomilerinin Dünya ekonomisiyle entegrasyonu şeklinde yapılabilir. Ticaretin ve sermaye akımlarının serbestleştirilmesi küreselleşmenin en dar tanımıyla iktisadi olgularını sunmaktadır. Daha geniş bir bakış açısı ele alınırsa, bu sürecin “... piyasa mantığını engelleyen her türlü kollektif yapının yok edilmesini gerektirdiği” görülecektir<sup>93</sup>. Ekonomik verimlilik söylemi altında bu “cehennem makine” rasyonelliğin biricik kıstası olarak sunulan sermaye kârlılığının elde edilmesi önündeki her türlü toplumsal, idari ya da yasal kısıtlamayı “akıl dışı” olarak tanımlar ve kaldırılması gerektiğini savunur<sup>94</sup>. Bir kısım düşünürler bu sürecin yeni bir sömürü yöntemi olduğunu ileri sürerken kimileri de küresel refah artışı için bir fırsat olduğunu iddia etmektedir. Kimilerine göre küreselleşme iktisadi açıdan liberalizm, kimilerine göre demokratik kavramların ve kuralların evrenselliği, kimilerine göre evrensel

---

<sup>91</sup> Dammasch S., a.g.e, 1995, s.13.

<sup>92</sup> Gürok H, **Küreselleşme Nereye Götürüyor?**, <http://www.elelebizbize.com/prof.hasan.gurak/detay.php?id=98>, 2003, s.1.

<sup>93</sup> Yeldan E, Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirme, [www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf), 2002, s. 20.

<sup>94</sup> A.g.e, s. 20.

insan hakları, kimilerine göre ekolojik sorunlar, kimilerine göre ise yukarıdakilerin hepsini kapsayan bir süreç ile ilgili bir kavramdır.

İkinci Dünya Savaşı'nın sonrasında uygulanan katı dış ticaret kısıtlamaları başta Avrupa ülkeleri olmak üzere pek çok ekonomiyi dışa kapalı hale getirmişti<sup>95</sup>. Öte yandan savaş sonrası ön plana çıkan sosyal devlet anlayışı ile de toplumsal refah hızla artmıştı. Dışa kapalı ekonomik dönem ve sabit kur uygulamaları endüstride sermaye birikimini, sosyal yapıda yaşanan refah artışı ise bireylerin tasarruf miktarlarını arttırıcı etki yaratmıştı. Yaşanan birikim süreci ile ortaya çıkan kaynakların uygun yatırım alanlarına yönlendirilmesini gerektiriyordu fakat dönemin ekonomik düzeni bunu mümkün kılacak yapıda değildi. Bundan dolayı ekonomilerde hızla tıkanmalar baş gösterdi. Aynı dönemde yaşanan “Petrol Krizi” de petrole bağımlılığı olan ekonomilerin finansal sistemlerinin ve özellikle bankalarının önemli finansman sorunları ile karşı karşıya gelmesine neden oldu. Başta sanayileşmiş ülkeler olmak üzere pek çok ülke için ciddi kaynak ve yatırım arayışı hız kazandı.

1980'li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez Bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat münzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir.

Globalleşme süreci 1980'lerin sonunda, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan dengeleri sarsan, Doğu Bloğu ülkelerdeki çözümlerle hız kazandı<sup>96</sup>. İki Almanya'nın

---

<sup>95</sup> Yeldan E., a.g.e, 2002, s. 21-22.

<sup>96</sup> Özgen F.B., **Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları**, s.1, [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/finans.pdf](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/finans.pdf).



birleşmesinden sonra Doğu Bloğu ülkelerinde özellikle de SSCB' de ortaya çıkan çözülme süreci, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Dünyada hakim olan iki kutuplu dengeyi sarstı. Böylece ABD ve SSCB arasında özellikle "nükleer silahlanma" rekabetine dayalı olarak yürütülen İki Kutuplu Dünya düzeni, yerini Yeni Dünya Düzenine bıraktı. Dünya ekonomisinde 1970'li yıllardan itibaren başlayan finansal küreselleşme, gelişmiş ülkelerde ulusal finans piyasalarındaki kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması, buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerde istikrar amaçlı yapısal uyum programları ile hız kazanmıştır. 1990'lı yıllara gelindiğinde mal ve hizmet piyasalarının yanı sıra, ulusal sermaye piyasalarının da küreselleşme süreci başlamıştır. Bu süreç, önceki dönemlerde yaratılmış gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ayırımını; sanayileşmiş ülkeler, sanayileşmekte olan ülkeler ayırımını; merkez ülkeler, çevre ülkeler ayırımını anlamsızlaştırmıştır. Özetle küreselleşme süreci hem birleştirici(integrating) hem de parçalayıcı(disintegrating) ayrıştırıcı bir özellik gösterir<sup>97</sup>.

Tarihsel perspektiften bakıldığında ise finansal küreselleşmenin yeni bir olgu olmadığı anlaşılmaktadır. Literatüre göre birinci küreselleşme dalgası 1870- 1914 yılları arasında varolmuş, ikinci küreselleşme dalgası ise 1970'li yıllardan günümüze varlığını sürdürmektedir. Her iki dalganın özellikleri incelendiğinde pek çok alanda benzerlikler göstermekte, buna rağmen bazı önemli noktalarda birbirinden ayrılmaktadır.

---

<sup>97</sup>Gökal İ., **Globalleşme** [www.dtm.gov.tr](http://www.dtm.gov.tr), s.1.

**Tablo 3****Gelişmekte Olan Ülkelere Yapılan Sermaye Akımları ve Çeşitleri**

	1984- 1989	1990- 1996	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Toplam								
Net Özel Sermaye Akımları	3.5	44.2	55.7	95.3	14.9	23.5	6.7	29.2
Net Doğrudan Yatırımlar	3.0	4.8	5.3	9.6	20.4	47.2	27.5	18.6
Net Portföy Yatırımları	4.4	4.0	04.4	0.7	0.2	9.9	5.3	1.9
Diğer Net Yatırımlar	3.8	5.4	34.0	5.1	4.2	93.5	106.1	31.3
Net Resmi Yatırımlar	6.2	7.4	2.1	3.2	3.2	2.4	3.4	0.6
Rezervlerdeki Değişmeler	14.4	79.6	75.4	121.0	106.2	37.7	31.7	67.3

**Kaynak:** Akdiş, "Küreselleşme Kavramı: Finansal Krizler ve Türkiye", s.2, [www.dtm.gov.tr/dtadmin/upload/EAD/.../akdis.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtadmin/upload/EAD/.../akdis.doc).

Sermaye akımları 1970’li yıllardan çok daha önce ortaya çıkmıştır. Bu durum her iki dalganın birbiri ile karşılaştırılmasına imkan sağlar.<sup>98</sup> Globalizasyonun ilk dönemlerinde sadece bir kaç büyük ülke ve sektörden bahsedilirken, ikinci dalga da gelişmiş ekonomilerin ötesinde gelişmekte olan ekonomiler öne çıkar. Ayrıca birinci dalgada sermaye akımlarını seyri keşfedilen kıtalara yapılan göçleri takip ediyordu. Elde edilen sermaye ise daha çok tahvillerden sağlanmakta ve getirisi uzun döneme yayılıyordu. İlk globalizasyon dalgasının erken dönemlerinde uluslararası piyasalardaki entegrasyonun yüksek olduğu söylenebilir. Pek çok finansal kurumun merkezinin Londra’da bulunması altın standartı sisteminin de uygulanmasını kolaylaştırmıştı. Böylece sistem büyük sermaye akımlarının en yüksek getiriyi elde etmek amacı ile serbestçe hareket edebilmesine olanak sağladı. Öte yandan bu akımlar Amerika, Kanada, Arjantin gibi yeni gelişmeye başlayan ekonomilerinde hızlı ve sürekli gelişmesine imkan tanıdı. Buralara gelen sermaye doğrudan yatırımlara dönüşerek ticarete gelişmeyi arttırdı. Bu süreç, sabit döviz kuru ve herhangi bir engellemeyle karşılaşmayan kazanç fırsatları ile birleştiğinde, altın standartı döneminin finansal sistemin altın çağı olduğu söylenebilir<sup>99</sup>

---

<sup>98</sup> Baldwin R., Mort P., **Two Waves of Globalization: Superficial Similarities , Fundamental Differences**, *NBER Working Paper 6904*, [ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/6904.html](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/6904.html), s.1.

<sup>99</sup> A.g.e, s. 8.

**Tablo 4**

**1870-1889 arası bazı ülkelerin GSMH artış oranları**

	UK	USA	Argentina	Australia	Canada	France	German	Italy	Japan
1870-1889	4.6	0.7	18.7	8.2	7.0	2.4	1.7	1.2	0.6
1890-1913	4.6	1.0	6.2	4.1	7.0	1.3	1.5	1.8	2.4
1919-1926	2.7	1.7	4.9	4.2	2.5	2.8	2.4	4.2	2.1
1927-1931	1.9	0.7	3.7	5.9	2.7	1.4	2.0	1.5	0.6
1932-1939	1.1	0.4	1.6	1.7	2.6	1.0	0.6	0.7	1.0
1947-1959	1.2	0.6	2.3	3.4	2.3	1.5	2.0	1.4	1.3
1960-1973	0.8	0.5	1.0	2.3	1.2	0.6	1.0	2.1	1.0
1974-1989	1.5	1.4	1.9	3.6	1.7	0.8	2.1	1.3	1.8
1989-1996	2.6	1.2	2.0	4.5	4.0	0.7	2.7	1.6	2.1

Bu döneme bakıldığında yaşanan finansal globalleşme ile beraber beklenmedik bir ekonomik büyümenin öne çıktığı görülür.1820-70 yılları arasında Dünya üzerinde kişi başına düşen GSMH oranı % 0.53 artarken, 1870-1914 yılları arasındaki artış % 1.3 olmuştur. Sermaye akımları ise 1870- 1914 yılları arasında % 4.8 lik bir artış yaşamışken, GSMH' ya olan oranı 1870'li yıllarda % 7, 1914'te ise % 20' ye çıkmıştır.

İkinci globalleşme dalgasının başlangıcı her ne kadar Bretton Woods sisteminin çöküşü olarak görülüyor olsa da, asıl başlangıç tarihinin İkinci Dünya Savaşı sonrasında Bretton Woods sistemi içerisinde kurulan IMF, Dünya Bankası ve GATT gibi uluslararası kuruluşların kurulması olarak kabul edilebilir. Örneğin, IMF'nin kurulmasındaki temel

amaç uluslararası finans sisteminin gözetimini yapmak ve ülkeler arasındaki ticaretin devamlılığını sağlamaktır. Dünya Bankası ise İkinci Dünya Savaşı'ndan harap olarak çıkmış Avrupa ülkeleri ile savaştan ekonomik anlamda zarar görmüş ülkelerin ekonomik zararlarını telafi etmek ve desteklemek amacı ile kuruldu. Bu kurumların ortak amaçları ise globalleşmenin bu ülkelere önerilmesi ve bu yönde atılan adımların desteklenmesiydi ve bunda da başarılı oldukları söylenebilir. 1950'li yılların sonuna gelindiğinde Dünya ekonomisi büyük ölçüde eski seviyesine gelirken, globalleşme süreci de önemli ölçüde ilerlemişti.<sup>100</sup>

Bugün globalleşme sürecinde çok uzun yol katedildi, fakat hala bir kaç nokta itibarıyla tamamlanmaktan uzak olduğu söylenmelidir. Öncelikle finansal globalleşme sadece gelişmiş ülkelerle sınırlandırılmaktadır. Her yıl sermaye akımlarının miktarında düzenli bir artış olduğu hesaplanmaktadır. Akımların yönüne dikkat edildiğinde ise bu yönün kuzeyden kuzeye doğru olduğu görülür. Sermaye akımları kuzeyden güneye yani zengin ülkelere fakir ülkelere doğru yönelmemekte, zengin ülkelere yine zengin ülkelere doğru akmaktadır. Bu durum zengin ülkelerde bulunan yatırımcıların portfolyolarının daha geniş olmasını sağlayarak, getirilerini artırıcı etki yaratmaktadır. Buna rağmen uluslararası sermaye akımlarından faydalanamayan fakir ülkeler ekonomik gelişme fırsatlarını da kaçırmaktadır.<sup>101</sup>

### **2.1.3 Küreselleşmenin Fırsat ve Maliyetleri**

Finansal globalleşme ve beraberinde ortaya çıkan finansal serbestleşme beraberinde hem ulusal hem de uluslararası ekonomiye olumlu etkilerin yanında olumsuz

---

<sup>100</sup> Baldwin R., Mort P., a.g.e, s. 8.

<sup>101</sup> Yeldan E., 2002, a.g.e, s. 21.

etkileri de getirir. Ülkeler bir taraftan uluslararası ekonomiye entegre olabilmek için finansal libereleşme politikalarına önem verirler. Diğer taraftan ise bu politikaların olumsuz etkilerinden korunmaya çalışırlar.

Finansal globalleşme, ülkeleri yeni finansal araçlar ile tanıştırmak ulusal piyasadaki finansal çeşitliliği artırır. Böylelikle ulusal piyasada yer alan tasarruf sahipleri ile potansiyel yatırımcılar portföylerinin risk dağılımını optimum kılacak düzenleme imkanına kavuşurlar. Ayrıca uluslararası piyasalara açık bir finansal piyasada risk dağıtım olanaklarının artışı, bireylerin tüketim alışkanlıklarını da değiştirir. Bu durum ekonominin depresyon dönemlerinde kolaylıkla borç bulabilen, iyi dönemlerinde ise borç verebilecek bir konuma gelebilir. Ekonomik aktörlerin tüketim alışkanlıklarındaki değişimler ayrıca ekonomik refah olarak da geri dönebilir. Beakert ve diğerleri 2006 yılına ait çalışmalarında finansal globalleşme ile tüketim oranlarındaki değişkenlik arasında bir ters oranın var olduğunu kanıtlamışlardır<sup>102</sup>. Bu çalışma sonucunda uluslararası piyasalara daha iyi entegre olmuş piyasaların daha fazla sermaye çektiğini, böylece daha düşük volatilité ile karşılaştığı kanısına varılmıştır. Çalışmada ulaşılan bir diğer sonuç ise risk dağıtım mekanizmasının geliştiği bir piyasanın hem tüketim harcamalarındaki hem de GSMH' da yaşanan volatilitenin azalmış olduğudur.

Gelişmekte olan pek çok ülkenin temel sorunu, tasarruf oranlarının düşük gelire bağlı olarak artmaması hatta azalmasıdır. Bu durum yatırım projelerinin hayata geçirilememesine, var olan yatırımlardan elde edilen marjinal getiri oranının ise istenen düzeyin çok altında kalmasına neden olmaktadır. Finansal globalleşme ile artan finansal sermaye akımları ile gelişmekte olan ülkeler için doğrudan yabancı yatırım imkanı doğar. Doğrudan sermaye yatırımlarının ülke ekonomileri üzerinde önemli etkileri olduğu

---

<sup>102</sup> Montiel P.J., *Macroeconomics in Emerging Markets*, United Kingdom at the University Press, Cambridge, 2003, s. 211.

bilinmektedir. Bu tür yatırımların ülke içerisinde varolması ile ekonomide hem yönetim hem de teknolojik bilgi transferi sağlanır. Teknolojik gelişme beraberinde üretimde çeşitliliğin artmasını sağlar. Öte yandan teknolojik gelişme bu teknolojiyi kullanabilecek kalifiye eleman ihtiyacını da doğurur. Böylece ülkede bulunan işgücünün eğitim seviyesi artar ve daha kalifiye bir işgücü elde edilir. Ülke içerisinde hem işgücü piyasasında hem de mal piyasasında rekabeti arttırır. Bu durum bir taraftan piyasada varolan küçük şirketlerin elde ettikleri getirileri daraltır diğer taraftan daha büyük şirketlerin ölçek ekonomilerinden faydalanmalarını sağlar. Doğrudan yabancı yatırımların bir diğer avantajı, kısa vadeli sermaye akımlarına oranla çok daha düşük risk içermesidir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ise fazlalıkla çok uluslu şirketlerde yoğunlaşır ve emek ve sermayenin organize edilmesi, teknolojik avantajları ile diğer sermaye şekillerinden ayrılır<sup>103</sup>. Gelişmekte olan ülkeler sıcak para akımlarının yerine üretken ve istikrarlı olan doğrudan yabancı yatırımları tercih ederler.

Gelişmekte olan ülke piyasalarının global finansal piyasalara entegrasyon süreci hükümetlerin uyguladıkları makro ekonomik politikalarının yolladıkları sinyaller aracılığıyla hızlanır. Çünkü ülkeler varolan sermaye akımlarının kendi finansal piyasalarına yönelmesini sağlayabilmek için, bütçe açıklarının hızla azaltılacağını, enflasyona ve vergilere dair makro ekonomik politikaların uygulanma şekillerini açıklayarak güven ortamının sağlamaya çalışırlar. Serbest sermaye akımlarının varlığı, hükümetleri daha disiplinli makro ekonomik politikaları izlemelerini ve daha önce yapılan hataların azaltılmasını sağlar<sup>104</sup>. Ülkeye giren sermaye akımları ile artan rekabet ve daha düşük maliyetler ile etkinliği ve çeşitliliği artan finansal araçlarla finansal gelişme ve derinleşme

---

<sup>103</sup> Agenor P.R., Montiel P., **Development Macroeconomics**, 3. Baskı, 2008, s.485-487.

<sup>104</sup> A.g.e, s. 488.

hızla artar. Azalan sermaye maliyeti beraberinde yüksek yatırım oranlarını ve ekonomik büyümeyi getirir.

Ulusal piyasalarda yabancı bankaların varlığı finansal piyasalarda rekabeti arttıran en önemli etkenlerden biridir. Kısaca yabancı bankalar:

- Bankalar arası rekabetin derecesini arttırarak, finansal hizmetlerin kalitesini ve ulaşılabilirliğini arttırır.
- Gelişmiş bankacılık yöntemleri ve teknoloji kullanarak, fon talep edenlerin asimetrik bilgi sorunu gibi engellerle karşılaşmalarını önler.
- Ülke içi finansal aktiflerin dolaylı veya dolaysız yollar ile farklı ülkelerdeki bankalara yönlendirerek, uluslararası piyasalara aktarılmasını sağlarlar.
- Ülke içerisinde ortaya çıkan finansal istikrarsızlık dönemlerinde, tasarruf sahipleri yatırımlarını yerel bankalardan çekerek, yabancı bankalara yatırmayı tercih edebilirler. Böylece yabancı bankalar, ülke içerisinde sermaye kaçışını engelleyerek finansal istikrarın hızla yeniden oluşturulmasına katkı da bulunurlar.
- Ülke içerisinde ödünç verilebilir fon miktarını arttırarak yatırım imkanlarını arttırır<sup>105</sup>.

Gelişmekte olan ülkelerin bu durumda temel amacı, devlet müdahalesinin azaltıldığı, ticaret engellerinin en az düzeyde olduğu, finansal piyasaların ve ekonominin global yatırımlara daha açık olmasını sağlayacak politikalar uygulayarak daha yüksek büyüme oranlarına ulaşmaktır. Fakat globalleşme ile uygulanan liberalizasyon ve deregülasyon politikaları bu kazançların yanında ülkelere reformlardan kaynaklanan maliyetleri de yaşatmaktadır.

---

<sup>105</sup> Agenor P.R., Montiel P., a.g.e, 2008, s. 488.



Artan mobilitesi ile uluslararası sermaye hareketleri, yeni küreselleşme evresinin belirleyici özelliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Küreselleşme, sermaye hareketleri açısından 19.yy. ve 20.yy. arasında farklılık göstermektedir. Sermaye hareketleri; 19.yy.'da altın standardı gibi reel unsurlara dayanırken, 20.yy.'a gelindiğinde kâğıt paraların nominal değişim hareketlerine dayanmaktadır. 20.yy.'da ulusal paraların değişim oranlarında görülen belirsizlik, finansal sistemin işleyişi açısından büyük riskler taşımakta, spekülasyon nitelikli kazançları özendirilmekte ve reel üretimden kopan finansal sermayenin hareketliliğini arttırmaktadır.

Finansal piyasalarının uluslararasılaşmasının ekonomik mantığı, zengin gelişmiş ülkelerden daha fakir ülkelere üretken sermayenin hareketine yardım edebilmesidir. Tamamı Gelişmekte olan ülke konumunda olan bu ülkeler finansal piyasalarını hızla geliştirerek, Dünya yatırım fonlarının daha büyük bir oranını ülkelere çekmeyi ve uluslararası piyasa hareketlerinden daha fazla pay almayı amaçlamaktadırlar. Ama bütün bu yapılanların ardındaki temel amaç ise, ekonomik yapılarını güçlendirmek, üretim ve ihracatın önündeki engelleri aşmaktır. Bugün ise az gelişmişlik kavramı iktisat literatüründen çıkartılmış, yerine “yükselen piyasalar” (emerging markets) kavramı konulmuştur. Dolayısıyla, az gelişmişlik bir sorun olmaktan çıkmış, gelişmekte olan ülkeler de artık yükselen piyasaya dönüşmüştür<sup>106</sup>.

Yükselen ekonomiler (Emerging Economies) kavramının 1980'li ve 90'lı yıllarda ortaya çıkışı bir tesadüften çok, dönemin finansal ve makro ekonomik çerçevesine uygun olarak hedeflenen bir amaçtır. Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler (Yükselen ekonomi)in makro ekonomik performansları birbirlerinden farklı olarak gelişmektedir<sup>107</sup>. Bu döneme ait gelişmekte olan ülkelerin bütçe açıklarında, 1983-89 yılları arasında

---

<sup>106</sup> Yeldan E., a.g.e., 2002, s. 20.

<sup>107</sup> Schmukler S.,a.g.e, 2004, s 45.

GSMH' nin %6'sı oranında azalırken, 1990-96 yılları arasında %3 oranında bir azalış yaşanmıştır. Aynı şekilde bu ülkelerde görülen enflasyon oranları başlarda yavaşça sonrasında ise hızla düşmüştür.

1979- 89 yılları arasında %2.2 oranında azalan reel GSMH oranları 1990-96 döneminde artma eğilimi göstermiştir. Bu ülkelerin piyasalarında yaşanan önemli gelişmeler daha sonraki dönemlerde uluslararası piyasalardan buralara yönelen sermayenin arkasındaki en önemli nedenlerden biri olarak görülebilir.

Gelişen ülkeler sermaye girişlerinden artan ölçüde yararlanmalarına rağmen büyümelerini sağlayan yatırımlar esas itibariyle kendi tasarruflarından kaynaklanmaktadır<sup>108</sup>. Merkezden çevreye doğru hareket eden ve 1990'larda yılda 150 milyar dolar civarında olan sermaye akımları gelişen ülkelerin ulusal yatırımlarının % 15'inden ve gelişmiş kapitalist ekonomilerin tasarruflarının %5'inden daha az olmuştur. Bu paylar her iki rakamın 1914'de %50'ye yakın olduğu göz önünde bulundurulduğunda oldukça küçüktür. Aksine Dünya çapındaki brüt döviz işlemlerinin miktarı ürkütücüdür; brüt işlemler günde 1,5 trilyon dolar civarındadır ve giderek büyümektedir. Bu işlemlerin %90'ı bir hafta, %40'ı ise bir ay içinde ters yönde hareket ettirilmektedir. Açıkçası döviz işlemlerinin çoğu spekülattir. Bu rakamlar brüt yabancı sermaye girişlerinin miktarının net sermaye transferlerini gölgede bıraktığını göstermektedir. Uluslararası sermaye akımlarından olabildiğince yararlanan bu ekonomiler, nedeni ne olursa olsun, krizler ve depresif etmenlerle karşılaşır. Bu sermaye akımlarının asıl etkilendiği grup ise orta gelirli ülke ekonomileri olmaktadır.

---

<sup>108</sup> Tobin J, **Financial Globalization**, *World Development*, sayı 28, 2000, s. 1002.

Küresel sermaye akımlarının yükselen ekonomilerin nasıl etkilendiği konusunda iki karşıt görüşten bahsedilebilir<sup>109</sup>. Piyasanın etkinliğine dayanan görüşe göre, sermaye akımları üzerindeki engellerin kaldırılması ile uluslararası sermaye hareketliliği başlar. Çünkü sermaye, marjinal getirinin düşük ve sermayenin bol olduğu ekonomilerden sermayenin kıt olduğu ve marjinal getiri beklentisinin daha yüksek olduğu ekonomilere doğru yönelme eğilimindedir. Bu görüşün tam tersini savunan ve daha yeni olan görüş ise varsayılan bu senaryonun gerçek dışı olduğunu savunur. Uluslararası finansal sermaye akımlarının reel ekonomi üzerinde etkisi sanıldığı kadar aksine çok daha düşüktür. Beraberinde ekonomide istikrar sağlanamaz aksine istikrarsızlık ortaya çıkar. Bundan dolayı sermaye akımları üzerine konan kısıtlamaların temel mantığı 1990'larda ve 2000'lerin başında ortaya çıkan finansal patlamaların ve kargaşaların önüne geçilebilmesidir. Sonuç olarak finansal serbestleşme ve reformların daha uzun döneme yayılması bu görüşe olan desteği azaltmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan krizlerde, finansal piyasaların genel davranışının ani yükseliş ve düşüşler gösterdiği görülür. Piyasalarda yaşanan bu davranışın finansal serbestleşme politikalarının neden olduğu öne sürülebilir. Fakat ampirik çalışmalar finansal serbestleşme politikalarının finansal piyasaları doğrudan etkilemediğini, ani yükseliş ve düşüşlerin tek kaynağının bu politikalara bağlanamayacağını göstermektedir<sup>110</sup>. Serbestleşme politikalarının uygulanmaya başladığı dönemlerde ekonomilerde bu tür değişkenliklerin normal olduğu, birkaç yıl sonrasında ise değişkenlikten artık bahsedilmediği söylenir. Çünkü finansal piyasaların uluslararası piyasalara entegrasyonunun zamanla bu etkiyi azalttığı belirtilmektedir.

---

<sup>109</sup> Agenor P.R., Montiel P., a.g.e., 2008, s. 490.

<sup>110</sup> Agenor P.R., Montiel P., a.g.e., 2008, s. 492.

Küreselleşme süreci finansal piyasalarla ilgili bir takım zorlukları da beraberinde getirmektedir. Öncelikle küresel finansal sistemdeki gelişmeler ikili bir yapı ortaya çıkarmıştır; bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise para tüccarları ile spekülörlerin yer aldığı bir Dünya yer almaktadır<sup>111</sup>. Çünkü küreselleşme ile birlikte bütün Dünyada finansal sektör, sanayinin; rantiyeler de yatırımcıların önüne geçmiştir. Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kar payları yükselmiştir. Bu durum uluslararası adalet ve eşitlik duygularını zedeler hale gelmiştir.

#### **2.1.4 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri**

Kısa vadeli sermaye akımları, Faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkanını değerlendirme ilkesi ile hareket eden ve geriye dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir. Kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketleri arasındaki tanımsal fark, ilkinin spekülatif amaçlı ve geriye dönüş kabiliyetinin yüksek (kalıcılığı olmayan) olan sıcak para, ikincisinin ise istikrarlı ve ekonomik temellere göre hareket eden soğuk para olduğu görülür. Ancak uzun vadeli sermaye hareketleri de zaman zaman kısa vadeli sermaye hareketleri kadar değişken olabilir ve beklenmedik şoklar karşısında benzer tepkiler verebilirler.

Kısa vadeli sermaye hareketlerini Merkez Bankası'nın dövizle çevrilebilir mevduat, banka kredileri, muhabir açıkları ile ticari bankaların kabul kredileri, finansman kredileri, döviz tevdiat hesapları, kurye kredisi ve ticari banka varlıkları kalemleri oluşturur. Aynı şekilde kısa vadeli sermaye hareketleri ödemeler dengesinde varlıklar ve yükümlülükler olarak sınıflandırıldığında varlıklar grubunda Merkez Bankası'nın resmi rezervler dışındaki ve ticari bankalar ile bunların dışında kalan sektörlerin döviz

---

<sup>111</sup> Akdiş M., *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, Betaş Yayınları, 2000, s. 35.

varlıklarındaki artış ve azalışlar altında kaydedilirken yükümlülükler bölümünde Merkez Bankası'nın da dahil olduğu kamu sektörü, ticari bankalar ve bu iki sektörün dışında kalan diğer sektörlerin işlemlerinde doğan borçlanmalar yer alır.

Kısa vadeli sermaye akımları genellikle sıcak para olarak adlandırılır. Sıcak parayı mali piyasalarda oluşabilecek kur ve faiz başta olmak üzere bir çok mali getiri araçlarındaki farklılıklardan kazanç sağlamak üzere en fazla bir yıl süreli olmak üzere piyasalar arasında hareket eden sermaye akımları olarak tanımlanabilir. Ancak sıcak para kavramı üzerinde bir çok tartışma doğmuştur ve bu kavramın içeriğinin nasıl olacağı, ölçümünün nasıl yapılacağı uzun süre tartışılmıştır. Çünkü iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmeler sermaye akımlarının dakikalar hatta saniyeler içerisinde bir piyasadan başka bir piyasaya girip çıkmasına olanak tanıyan hale gelmiştir. Bu durumda sermaye hareketlerinin izlenmesi ve denetimi için nasıl bir yasal prosedür izlenmesi gerektiği gündeme gelmiştir. Bundan dolayı bu tür sermaye hareketlerinin ani ve anlık hareketleriyle Dünya ekonomilerinde finansal krizler oluşabilir.

Sıcak para hareketleri içerisinde resmi olarak direkt gözlenebilen kalemleri, ödemeler dengesindeki sermaye hareketleri kalemindeki kısa vadeli sermaye akımları, portföy yatırımları kalemi içerisinde görülebilir. Bu kalemler içinde portföy yatırımları genellikle uzun sermaye yatırımlarını içerse de son dönemlerde vade yapısı kısalmaktadır. Bunun asıl nedeni ise gelişmekte olan ülkelerdeki siyasi ve ekonomik istikrarsızlık faktörlerinin bu sermaye akımlarının uzun dönemli yatırım yapmasını engellemesidir. Mali sermaye akımlarının bu resmi boyutuna ek olarak bir diğer önemli boyutu ise ödemeler dengesi içerisinde yer alan Net Hata ve Noksan Kaleminin de kısa vadeli sermaye akımlarına konu olmasıdır. Finansal sermaye hareketlerinin tümünün denetlenememesi nedeniyle büyük bir tutarın bu kalemin içerisinde hareket ettiği kabul edilir. Dünya Bankası ülkelerin sıcak para akımlarını ölçerken bu kalemi göz önüne alır. Bu kalemin büyüklüğü

gelişmekte olan ülkelerde çok büyük meblağlara ulaşır. Özellikle Türkiye’de örneği yaşanan kayıtdışı ihracat gibi unsurlar da bu kaleme eklenir. Ancak net hata ve noksan kalemini sıcak para tanımında kullanmak bu kalemin tümüyle sermaye hareketlerinden oluştuğu gibi yanlış yorumlara da yol açabilir.

## 2.2 Uluslararası Sermaye Ve Para Piyasaları

Uluslararası işlemler ve faaliyetler değişik piyasalarda yapılabilir. Ulusal piyasa, yabancı ülke piyasaları ve uluslar üstü piyasalar bunun en önemlileridir. Ulusal piyasalar ile yabancı ülke piyasaları arasında belirgin farklılıkların olmadığı kabul edilerek, ele alınacak piyasa sayısı ikiye indirebilir.. Günümüzde, fon talep edenler, aradıkları fonları daha uygun koşullarda kendi ulusal piyasalarının dışındaki piyasalardan elde edebilme imkanına da sahiptir. Aynı şekilde, fon arz edenler de yurtdışı piyasalara yönelerek daha yüksek gelirler elde edebilmekte, daha etkin şekilde risk yönetimi yapabilmekte ve farklı yatırım alternatiflerine sahip olabilmektedir. Bu çerçevede, uluslararası para ve sermaye piyasaları, sınır ötesi fon akımlarının yapılmasına olanak sağlamaktadır.

Ancak, son yirmi yılda, finans piyasalarının küreselleşmesi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda, uluslararası piyasalarda rahatlıkla hareket edebilir nitelik kazanan sermaye, daha yüksek getiri sağlama amacıyla spekülatif ve hatta manipülatif işlemlere yönelmektedir.<sup>112</sup>

---

<sup>112</sup> Çelik F., **Uluslararası Piyasalarda Spekülatif Para ve Sermaye Hareketliliği ve Tobin Vergisi Carry Trade,Hedge Fonlar ve Diğer Spekülatif Hareketler**, *Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi*, Ankara, 2008, s.30.

## 2.2.1 Piyasanın İşleyişi ve Çeşitleri

Piyasalara makro açıdan bakıldığında, bazılarının farklı yapılarda olduğu görülür. Piyasaların bir kısmı mevduat toplama, bir kısmı verme, bir kısmı ise aracılık işlemlerinin daha yoğun piyasalar şeklinde işlem yaparlar. Uluslararası finansal piyasalar, aynı ulusal piyasalarda olduğu gibi iki alt piyasalardan oluşur: Fonları doğrudan değerlendiren ve aracılık yoluyla değerlendiren piyasalar<sup>113</sup>. Bu tür piyasalar fonların en avantajlı yerlere transfer edilmesini sağlayan, düzenlemelerden uzak piyasaları tanımlarlar. Son derece geniş coğrafi alana sahip bu tür piyasalar, uluslararası kredi, mevduat, arbitraj ve spekülasyon gibi konularda ulusal para ve sermaye piyasaları, döviz piyasaları hatta altın piyasaları ile rekabet etme gücüne sahiptir. Eurodolar piyasası bankalar arası bir piyasadır. Bu bankalar yanında finansman şirketleri, döviz ticareti ile uğraşan, uzmanlaşmış diğer kurum ve kuruluşlar faaliyet gösterir. Fonları kredi olarak sunanlar; ticari bankalar, merkez bankaları, uluslararası finansal kurumlar, finansal olmayan kurumlar ve bireysel yatırımcılardır. Bu fonları kullananlar ise; ticari bankalar, kıymetli evrak komisyoncuları veya satıcıları, resmi kurumlar, ulusal ve uluslararası firmalar, ithalatçılar ve ihracatçılar olarak sayılabilir.

Eurocurrency piyasaları birinci tipteki piyasaların, eurobond piyasaları ise ikinci tipteki piyasaların özelliklerini gösterir<sup>114</sup>. Uluslararası bankalar ise genel olarak iki piyasanın iki sektöründe de faaliyet gösterebilir. Gerek eurocurrency piyasalar gerekse eurobond piyasalar uluslararası veya dış işlemler yoluyla ulusal piyasalar ile çok yakın ilişkiler içerisindedir. Bu tip bir ilişki finansal piyasaları uluslararası özellik kazanmış, gelişmiş ülke ekonomileri için de geçerlidir.

---

<sup>113</sup> Seyidoğlu H. , a.g.e, 2003, s.680.

<sup>114</sup> Hanson J.A., Honohan P., Majnoni G., **Globalization and National Financial Systems**, The World Bank, 2003, s. 4.

Eurocurrency piyasaları, eurocurrency mevduat veya kredileri ile işlem yapan, finansal aracılık rolünü üstlenen eurobankalar tarafında oluşturulmuş piyasalardır. Eurocurrency (euro para) kendi ülkesi dışında kullanılan paraları tanımlamak için kullanılan bir terimdir. Eurocurrency piyasalar kısa dönemli fon akımları ile ilgili olduğundan uluslararası para piyasası görünümündedir. Fakat bu piyasalar uluslararası para piyasasının sadece bir yönüdür. Çünkü uluslararası para piyasasının iki kat alt sektörü vardır: onshore ve offshore(eurocurrency) sektör. İki sektör arasındaki farklar şu şekilde açıklanabilir. Bir ABD hazine bonosu, New York'ta alım satıma konu olmakta ise bir onshore piyasa sözkonusudur. Londra, Zürih veya Singapur'daki bir bankada bulunan dolar mevduatlarıyla yapılan işlemler durumunda ise bir offshore piyasa söz konusudur.

Eurocurrency piyasalarının en belirgin özelliği son derece geniş alanda ele alınabilecek etkinliğidir. Bu hem istenilen alanda istenilen miktarda fon sağlanabilmesinden hemde LIBOR(Londra Bankalar arası faiz oranı) kullanılarak marjinal fiyatlama tekniğinden doğmaktadır. Ürün farklılaştırılması ve haberleşme imkanı sağlanması piyasaların etkinliğini arttırmaktadır.

Eurocurrency piyasalar, bankalara işlemlerini farklılaştırma ve daha esnek bir şekilde faaliyette bulunma imkanı sağlar. Bankalar, bankalar arası piyasayı kullanarak mevduat tabanını genişletebilir. Böyle bir fırsat, bankaların müşterilerine uygun şartlarda kredi sunmasını kolaylaştırır. Bu nedenle, bankaların bu piyasalarda yabancı para cinsinden belirlenmiş mevduat ve kredilerle ilgilenmelerinin iki nedeni olduğu kabul edilebilir: Arbitraj imkanı sağlayan para piyasasının işlemlerinden faydalanmak ve müşterileri olan firmalara hizmet vermek<sup>115</sup>.

---

<sup>115</sup> Hanson J.A., Honohan P., Majnoni G., 2003, s. 7.



Bankaların eurocurrency piyasalarındaki rolünü anlayabilmek, bu piyasalardaki faiz oranlarının yapısını anlamaya bağlıdır. Ulusal piyasalarda merkez bankalarının ve diğer düzenlemelerin etkisi dolayısıyla, her iki piyasadaki faiz oranları arasında önemli bir farklılık ortaya çıkar. Serbest piyasalarda geçerli olan arz ve talebin fiyat üzerindeki etkileri bu piyasada da söz konusudur. İki faiz oranı arasındaki farklılık, dışsal baskıların türüne ve boyutuna bağlıdır. Öte yandan döviz piyasaları ve eurocurrency piyasaları arasında yakın bir ilişki vardır. Diğer bir ifade, euro piyasadaki faiz oranı farklılığı, döviz piyasalarındaki “Swap” oranına eşittir<sup>116</sup>. Mevduat ve kredilerin vadeleri genellikle bir hafta ile üç ay arasında değişir. Bu piyasalarda, değişik para birimlerine göre belirlenmiş mevduat sertifikaları çıkarılabilir.

Euro currency piyasalarının para yaratma mekanizmasında, uluslararası faaliyet gösteren bankalar önemli bir rol oynar. Eurocurrency iki şekilde yaratılabilir: bir ülkenin parası bir başka ülkedeki paraya mevduat olarak yatırılabilir ya da mevduatlar farklı ülkelerdeki euro bankalara transfer edilebilir. Dolayısıyla bir banka mevduatının, eurocurrency olabilmesi için iki şart gereklidir. İlki, eurocurrency’yi kabul edecek tarafın banka olması gerekir. Bu nedenle eurocurrency bir bankacılık olayıdır. İkincisi, mevduatı kabul eden bankanın ilgili paranın kullanıldığı ülke dışında bulunması gerekir.

Eurodolar mevduatı yaratmanın klasik yolu ise ABD’deki bir bankadan örneğin Londra’daki bir bankaya fon transfer etmektir. Bu durumda mevduat sahipliği Londra’ya transfer edilmiş olur. Bankaların uluslararası düzeydeki ilişkileri dikkate alındığında ABD’deki toplam mevduat miktarında değişme olur fakat paranın işlemlerdeki dolaşım hızı artar. Eurodolar yaratma süreci, özde ulusal bankaların mevduat yaratma sürecine benzer. Bununla beraber eurodolar yaratmanın başka yolları da vardır. Örneğin, yabancı banka şubeleri bizzat aktif rol oynayarak eurodolar elde edilebilir. Bu aşamadan sonra, İngiliz

---

<sup>116</sup> The World Bank, *Global Economic Prospects*, 1998, s.3.

bankası kredilerini arttırabilmek için ihtiyaç duyduğu parasal tabana kavuşmuş olur. Sağlanan krediler bir başka bankaya mevduat olarak yatırılırsa benzer kredi yaratma sürecini ikinci banka gerçekleştirir. Bankacılık sisteminde rezervler karşılık oranı düzeyine düşene kadar kredilendirme süreci devam eder. Bu sürecin ne kadar kredi yaratacağı veya eurodolar mevduat çarpanının değeri büyük ölçüde karşılık oranına ve sistemden sızıntılara bağlıdır<sup>117</sup>.

### 2.2.2 Bankalar Arası Piyasa

Bankalararası piyasa eurocurrencylerin bankalar arası transferinde kanal vazifesi gören en önemli mekanizmadır. Diğer bir ifade ile uluslararası düzeydeki bankalararası piyasa, aralarında hızlı ve etkin ödünç verme ve alma yolu ile bankalar arasında bağlantı sağlar. Banka içi işlemler bankalar arası işlemlerden önemli ölçüde farklıdır. İlk işlem türü, bir bankanın değişik birimlerinden oluşan örgütsel ağı içindeki ilişkiler ile ilgiliyken, bankalararası işlemler de devreye mutlaka yabancı bir banka girer. Bankalar arası işlemler ya döviz alım-satımı ya da mevduat kabul etme, kredi verme şeklinde olur.

Bankalararası piyasada yapılan plasmanlar genellikle en az bir milyon dolar yada bu miktara eşdeğer yabancı bir para birimi cinsinden yapılır<sup>118</sup>. Vadeler on iki saat ile altı ay arasında değiştiğinden, piyasadaki işlemler genellikle kısa vadeliidir. Başlangıçta sadece büyük uluslararası bankalar arasındaki işlemlerden oluşan piyasa kısa sürede genişlemiştir<sup>119</sup>. Ölçeğin son derece büyük olmasından dolayı, mevduat ve kredi faiz oranı son derece düşük düzeyde oluşmaktadır. Buna bağlı olarak fonlarla ilgili vade, miktar ve

---

<sup>117</sup>Aksoy T., *Çağdaş Bankacılıkta Son Eğilimler ve Türkiye'de Uluslararası Bankacılık*, Sistematik ve Analitik Bir Yaklaşım, Dış Ticaret Dergisi, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, 1998, s. 14- 16.

<sup>118</sup>Akdiş M., a.g.e, 2000, s. 18.

<sup>119</sup>A.g.e, s. 22.

riskin optimum düzeyi daha kolay bir şekilde belirlenmektedir. Bundan dolayı, bankalar arası piyasa uluslararası para piyasasının fon dağılımını etkin ve esnek bir şekilde gerçekleştirilmesinde önemli bir rol oynar.

Bankalararası piyasanın en hassas yönü içerisinde barındırdığı risklerdir. Bankaların özelliklerine ve piyasadaki faaliyetlerine bağlı olarak ortaya çıkan banka riskine ilaveten, sistemden kaynaklanan riskler de söz konusudur. Bankanın riski ise kredi ve fon bulma riskinden oluşur. Bankalararası piyasada ortaya çıkan zincirleme bir reaksiyon etkisi bankalar arası bağlantılardan dolayı tüm sistemi krize sokabilir. Bundan dolayı bu piyasada bankaların kredibilitesine göre sınıflandırılmasını ifade eden sıralama olgusu geliştirilmiştir<sup>120</sup>. Bu sınıflandırma, bankaların mevduatlara verdikleri faiz oranları dikkate alınarak belirlenir. Buna rağmen bu sınıflandırma nisbi bir nitelik taşır ve sık sık değişime uğrar.

### **2.2.3 Euromerkezler**

Bir dizi euromerkez bulunmasına rağmen en çok kullanılan bankalararası piyasa Londra ve New York piyasalarıdır<sup>121</sup>. Bankalar arası piyasadaki borçlanırken ya da bu piyasalara fon aktarırken kullanılan faiz oranının, Londra ve New York bankalararası piyasalarda geçerli oranlara (LIBOR veya NIBOR) bağlı olması bu piyasaların önemini göstermektedir. Son yıllarda ABD’de uygulamaya konulan “Uluslararası Bankacılık

---

<sup>120</sup> A.g.e, s. 22.

<sup>121</sup> Seyidoğlu H., a.g.e, 2003, s. 686.

Kolaylıkları (IBFs)” eurodolar işlemlerinin Londra’dan ve diğer merkezlerden New York’a yönelmesini teşvik etmiştir<sup>122</sup>.

Fonlar belli merkezlerdeki bankalar arası piyasalarda olduğu kadar değişik merkezler ve piyasalar arasında da işlem gördüğünden bu merkezleri ana hatlarıyla da olsa ele almak zorunludur. Bankalar açısından son derece önemli olan euromerkezlerinin tanımı ve unsurları, literatürde tam açıklığa kavuşmuş değildir. Bununla beraber bir euro merkezin temel özellikleri kısaca şöyledir<sup>123</sup>:

- Bu merkezlerde eurocurrencyler ile işlem yapılabilir.
- Ulusal finansal merkezlerindeki benzeyen vergiler, döviz kontrolleri, karşılık oranları ve bankacılık işlemlerine veya faaliyetlerine ilişkin herhangi bir düzenleme söz konusu değildir.
- Tamamen olmasa bile bu merkezler özellikle yabancı müşteriler ile bağlantıların kurulduğu yerlerdir. Bu özellikler dikkate alındığında euromerkezler ile offshore bankacılık piyasalarının farklı olguları tanımlamadığı kabul edilebilir.
- Coğrafi yerleşim yanında haberleşme ağı da bir piyasa oluşturabildiğinden bu merkezler farklı piyasaların ortaya çıkmasını sağlar. Çünkü bu merkezler aracılığıyla ulusal ve/veya yabancı fon arz eden ve/veya talep eden kişiler karşı karşıya gelebilir.
- Her iki tarafında ulusal özellikte olması durumunda ulusal piyasa, her iki tarafında yabancı olması durumunda offshore piyasa söz konusu olur. Tarafların biri yabancı diğeri ulusal özellik taşıyor ise ortaya çıkan piyasa uluslararası piyasa olur.
- Offshore merkezlerin en önemli özelliği, buradaki işlemlerin Dünya ticareti ve finansmanı ile ilgili olması ve ilgili merkezin ait olduğu ülke ile ilgisinin olmamasıdır. Bundan dolayı bu merkezler finansal antrepo hizmeti görürler.

---

<sup>122</sup> Yiğit S., **Bankalararası Para Piyasası**, TCMB, Ankara, 28/06/2002, s.6-7, <http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp1.pdf>.

<sup>123</sup> TSPAKB, **Ulusal ve Uluslararası Piyasalar, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzeyde Lisans Eğitimi Programı**, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), 2008.

- Finansal aracılığın çok uygun şartlarda yapıldığı bu piyasalar, ya gelişmiş, sanayileşmiş ekonomilere ya da geliri yüksek ve gelir fazlası olan ülkelere yakındır.
- Euromerkezler son derece gelişmiş altyapı hizmetlerine sahip olduğundan bankaların uluslararası işlemlerde ölçek ekonomilerinden faydalanmalarını sağlar. Bundan başka yerleşimle ilgili ekonomiler ve uluslararası işlemler açısından son derece önemlidir. Bu tip ekonomiler, dinamik piyasalara sahip hızlı şekilde sanayileşen dolayısıyla yoğun dışsal fona ihtiyaç duyan ülkelerdeki ya da bunlara yakın euromerkezler yoluyla ortaya çıkar.

Euromerkezler değişik açılardan sınıflandırılabilir<sup>124</sup>: Coğrafi dağılım dikkate alınır ise beş euromerkez ile karşılaşılır. Londra, Zürih, Frankfurt, Lüksemburg, Paris, Amsterdam, Brüksel, Milan gibi merkezlerden oluşan Avrupa merkezleri; New York, Toronto, Chicago, Los Angeles gibi eyaletlerden oluşan ABD ve Kuzey Amerika merkezleri; Singapur, Honk kong ve Tokyo'dan oluşan Uzak Doğu ve Asya merkezleri; Beyrut, Bahreyn ve Birleşik Arap emirliklerinden oluşan OrtaDoğu merkezleri ve Nassa, Bahama, Cayman Adaları ve Panama'dan oluşan Karayip merkezleri.

Fon sağlama merkezlerinde ise bu bölgelerde yerel ve özel sektöre (tarım, endüstri, inşaat gibi) kısa ve uzun vadeli fon sağlanır. Temel fon kaynağı Londra'dır. Toplama merkezleri, fazla tasarrufların ( fon fazlalığının) bulunduğu yerlere kurulur ve bu fonlara uluslararası düzeyde yüksek karlı ve düşük riskli plasman teklifleri sunulur.

---

<sup>124</sup> Fecht F., Grüner H., Hartman, La Duca, **Financial Globalization and Stability**, *Globalization and Systemic Risk*; 2009, s.87.

Offshore merkezlerinin sınıflandırılmasında göz önünde bulundurulması gereken bir kriterde, kağıt üzerinde merkezleri ve fonksiyonel merkezleri belirleyen hususlardır<sup>125</sup>. Uluslararası parasal işlemlerin büyük çoğunluğu başka merkezlerde yapılmasına rağmen kayıtları ilk merkezde tutulur. Çünkü bu sayede eurobankalar vergi ve benzeri uygulamalardan kaçınabilirler. Fonksiyonel merkezlerde ise yerel uzmanlık ve hizmetler ile coğrafi yerleşim ön plandadır. Bu merkezlerin çok daha geniş bir alana yayıldığı söylenebilir.

#### **2.2.4 Eurobond Piyasalar**

Eurobond piyasalar, kendi ülkeleri dışında bulunan tahvillerin alınıp satıldığı piyasalardır. Bu yönüyle eurobond piyasası uzun vadeli fonların sağlandığı uluslararası sermaye piyasası görünümündedir. Bu piyasada iki sektörden oluşur. Örneğin Volkswagen firması tarafından çıkarılmış EU ile belirlenmiş bir tahvil Frankfurt'ta alınıp satılıyor ise bu piyasa onshore'dur. Aynı tahvil Londra, Panama veya Bahama'da işlem görüyor ise bu durumda offshore piyasa

söz konusudur. Son yıllarda uluslararası mali piyasalardan fon temin etme ve bu piyasalarda fon ödünç verme işlemlerinde kullanılan araçlar klasik banka sendikasyon kredilerinden tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere ve menkul kıymetleştirilmiş kıymetlere doğru kaymıştır<sup>126</sup>.

Global tahvil piyasasının sınıflandırılmasında tek bir sistem kullanılmaz. Herhangi bir ülke açısından ele alındığında bu piyasa iç ve dış piyasa olmak üzere ikiye ayrılır. Diğer

---

<sup>125</sup> A.g.e, s. 88-89.

<sup>126</sup> Uslu S., Eurobond, 2005,

yandan bu konuda çok çeşitli kriter kullanılarak söz konusu ayrıma gidilebilir. Bu kriterlerin başlıcaları aşağıya çıkarılmıştır<sup>127</sup>:

- Tahvilin hangi para biriminden çıkarıldığı,
- Hangi ülkeden ihraç edildiği,
- Hangi ülkelerin borsalarında kote edildiği,
- İhracının hangi ülkeden olduğu,
- Yatırımcıların hangi ülkeden olduğu,
- İhraca lider olarak aracılık eden kuruluşun hangi ülkeden olduğu,
- Belgelemenin ne şekilde olduğu ( euro mu yoksa ulusal para cinsinden mi olduğu)
- İhracın hangi ülkenin kanunlarına tabi olarak yapıldığı,
- Faiz gelirlerinin ödenmesinde hangi ülkenin kanunlarının uygulanacağı ( stopaj vergisi)

Tahvilin bir borsaya kote edilmesinin en önemli nedeni, bazı güçlü ihraççıların tahsisli satış yapmayı tercih ettikleri kurumsal yatırımcıları kendi iç mevzuatı ve ülke mevzuatı gereği herhangi bir borsada kote olmayan bir menkul kıymeti portföyüne alamamalarıdır. Yerli tahvil ihraçları , ilgili ülkede ikamet eden bir ihracçı tarafında ve o ülke para birimi üzerinden yapılan ihraçlardır. İhraca aracılık eden kuruluşlar da yerli kuruluşlar olarak hedef yatırımcılarda o ülkede oturmakta olan kişi ve kuruluşlardır. Yabancı tahvil ihraçları , yabancı bir ihracçı tarafından başka bir ülkede o ülkenin para birimi cinsinden ihraca aracılık eden konsorsiyumun da o ülke kuruluşlarından olduğu ve o ülke piyasası ile sınırlı tahvil ihraçlarıdır. Örneğin, bir Finlandiya şirketinin İngiltere’de İngiliz bankaları aracılığı ile İngiliz sterlini cinsinden yaptığı tahvil ihracına “Yurtdışı Tahvil İhracı” denir.

---

<sup>127</sup> Seyidoğlu H., **Uluslararası Finans**, 4. Baskı, İstanbul, 2003, s. 437.

Eurotahvil, uluslararası bir konsorsiyum ile birden fazla ülkede eşanlı olarak banka ve/veya yatırım bankaları tarafından gerçekleştirilen bir tahvil ihracıdır. İhraca konu tahvil her zaman “Hamiline” yazılı olduğu için nihai yatırımcının tesbiti mümkün olmaz. Euro tahviller stopaj vergisinden muaftır. Söz konusu tahviller ya Londra borsasında ya da Lüksemburg borsasına kote edilirler. Ancak işlemlerin büyük çoğunluğu OTC (tezgah üstü) piyasalarında gerçekleştirilir.

Euro tahvillerin orijini, Amerikan bankaları tarafından Londra’da ABD doları üzerinden tahvil ihracına dayanır. Londra, euro tahvil ihraçlarının merkezi konumundadır. ABD doları ihraçlar içinde en çok tercih edilen para birimidir.<sup>128</sup>.

### **2.2.5 Uluslararası Tahvillerin Birinci ve İkinci El Piyasaları**

Uluslararası piyasalarda yeni bir tahvilin ihracı uluslararası piyasalarda tanınmış kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Söz konusu kuruluşların seçiminde başlangıçta hukuki ve mali müşavirlik hizmetlerinde başarı ve yeterlilik ön planda iken, zamanla gücü yüksek kuruluşlar tercih edilir olmuştur<sup>129</sup>. İlk ihraçlar ayrıntılı bir prosedür içermekte olup, yapılması gereken başlıca işlemler;

- Bir prospektüs oluşturulması,
- Borçlanan kuruluşun derecelendirilmesi,
- Kuponun belirlenmesi,
- İhraç fiyatlarının belirlenmesi,

---

<sup>128</sup>Seyidoğlu H., **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, 15. Baskı, İstanbul, 2003, s. 700.

<sup>129</sup>Parasız İ., **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, 8. Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, s. 641.



- Yükleniciler ve /veya diğer aracılık yapacak kuruluşlar arasında iletişim ağının kurulması.

Ancak uluslararası birincil piyasa işlemleri yerli piyasalarda yapılan ihraçlara göre daha az bürokratik işlemlere sahiptir. Uluslararası piyasada faaliyet gösteren aracı kuruluşlar profesyonel yatırımcılardan oluşan bir piyasaya hizmet verdiklerini varsayarak, kuralları daha esnek tutarlar. Örneğin, satışlar devam ederken diğer yandan da prospektüsün tamamlanması işlemlerine devam edilebilir. Konsorsiyum lideri kuruluş, yüklenici konsorsiyum üyeleri ile ihraç edilecek tahvili belli tutarlarda nihai yatırımcıya satmak üzere anlaşmaya varacağı satışa aracılık edecek diğer satış grubunu belirler. Satış aracılık faaliyetlerinde üstlenilen her bir fonksiyon için farklı bir komisyon alınır.

Öte yandan konsorsiyum lideri, konsorsiyum işlemlerini daha kısa sürede tamamlamak amacıyla tüm ihracı yüklenerek (bought deal) tranşları satışa aracılık ederek kuruluşlar arasında dağıtmak yoluna gidebilir. Bu sayede borçlanmakta olan kuruluş satış takvimi daha iyi ayarlayarak kuruluşlar arasındaki konsorsiyum rekabetinden faydalanıp daha iyi şartlarda ihracı gerçekleştirirler.

Euro tahvil piyasasında, sendikasyon işlemlerindeki gibi belli bir disiplin ve belirli bir fiyatlama süresi yoktur. Fiyat stabilizasyonu konsorsiyum lideri tarafından sağlanır. İşlem hacmi sığ olan bir piyasada liderin verdiği alış fiyatı ile bir fiyat destekleme mekanizması oluşur. Yüklenici aracı kuruluşlar satış gerçekleştiremedikleri takdirde muhtemel zararlarını önceden hesaplayabilir ve üçüncü bir tarafa satabilirler<sup>130</sup>.

---

<sup>130</sup> Aydın N, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, *Anadolu Üniversitesi Yayınları*, 3. Baskı, No:957, 2002, s. 87-88.

Euro tahvil piyasalarında işlemler birincil piyasalarda belli bir işlem saatine bağlı olmadan gerçekleşir. Ancak işlemler gerçekleştikten sonra teyit raporlarının kontrol edilmesi ve hata, eksik gibi anlaşmazlıkların anında karşı tarafa bildirilmesi ve hatalı tarafın söz konusu sorunu çözmesi gerekir. Bunun için Euro piyasalarındaki işlemlerin kurallarının oluşturulması ve standartlaştırılması için kurulan “International Securities Market Association (ISMA)” ile Clearstream ve Euroclear gibi uluslararası takas kuruluşları çeşitli eşleşme, karşılaşma ve teyit mekanizmaları geliştirmişlerdir<sup>131</sup>. Piyasa katılımcıları bu sistemleri kullanarak işlemlerini sonuçlandırır.

İkincil piyasaların varlığı, tahvil sahibi için likiditeyi sağlayan bir araç olması ve birincil piyasaların etkin olarak çalışabilmesi açısından önem taşır. Aktif bir ikincil piyasada mevcut tahvillerin fiyatları, yeni yapılacak tahvil araçlarının fiyatlamasına da referans teşkil eder. Piyasada işlem yapan kuruluşların, halihazırdaki yapıdan bir borsa çatısı altına ya da daha şeffaf bir işlem sistemine geçilmemesinin nedenleri olarak öne sürdükleri hususlar şunlardır<sup>132</sup>:

- Piyasada işlemlere aracılık eden kurumlar bazı müşterilerine uyguladıkları özel şartların bilinmesini istenmemesi.
- Fiyatların, değişen koşullarına göre bir hisse senedi gibi anında güncelleştirilememesi.

Bilindiği üzere hisse senedi piyasasında bir şirkete ilişkin haberler o şirketin hisse senetlerinin fiyatına anında yansır. Ancak tahvil piyasasında tahvilin fiyatına bu tip bir haberin yansıtılması oldukça güç olur. Tahvilin fiyatı daha çok faiz oranlarındaki bir değişim, para arzındaki büyüme, enflasyon oranları gibi faktörler karşısında değişim

---

<sup>131</sup> Seyidoğlu H., a.g.e., 2003, s.713.

<sup>132</sup> A.g.e., s 714.

gösterir. Ancak şeffaf bir piyasanın varlığı ikincil piyasaya olan güveni artırıcı bir unsur olup işlem hacminin artması da likit bir piyasanın oluşmasını sağlar.

### **2.2.6 Euroequity Piyasaları**

Euroequity (euro hisse senedi) terimi, genellikle Avrupa yatırımcıları tarafından alınan ve ABD firmalarına ait hisse senetlerini belirtmek amacıyla kullanılır. Fakat bu olay daha basit bir ifade ile ulusal hisse senetlerinin yabancılar tarafından satın alınmasını ifade eder. Bundan dolayı bu senetlerin ulusal yatırımcılar tarafından elde tutulan ve alınıp satılan benzer senetlerden farkı yoktur. Bu yüzden bu tanım beraberinde yanlış anlaşılmalara getirir. ABD dışında yayınlanmış olduğundan ABD firmalarının diğer hisse senetlerinden farklı olsa da ABD borsalarında da alım satıma konu olur. Dolayısıyla euroequity piyasasının bulunmadığı ve buna herhangi bir ihtiyacın olmadığı da ileri sürülebilir.

İhtiyaca bağlı olarak çıkan bu tip finansal araçları ve/ veya piyasaların gelişimi bazı faktörlere bağlıdır. Örneğin bu tip bir piyasa ile uluslararası yatırım ilişkileri, dalgalı döviz, kurların yapısı ve serbest mal ve sermaye akımlarının özelliği gibi son derece teknik konulara bağlıdır.

## 2.2.7 Offshore Bankacılık

1970'li yıllardan itibaren uluslararası banka etkinliklerinde büyük değişiklikler gerçekleştirildi. OPEC ülkelerinin 1973 yılında petrol fiyatlarını arttırmaları ile ulus ötesi bankalar daha önceki yıllarda görülmemiş oranda büyük bir sermaye akışına sahne oldular. Petrol fiyatlarının artması ile petrol ihraç eden ülkelerde fazlalar ortaya çıktı, petrol ithal eden ülkeler ise banka fonlarına daha da bağlı hale geldiler. Bunun sonucunda 1976- 1980 yılları arasında uluslararası bankaların varlıklarında %95'e varan artışlar gözlemlendi<sup>133</sup>. Bu süreçte Offshore bankacılık sistemi ile euro dolar piyasaları uluslararası mali sistemin önemli unsurları haline geldi. Bu dönemden itibaren finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, para hareketlerine ilgili ülkelerin kısıtlama ve düzenlemelerine uğramadan kullanabilecekleri büyük bir alan sundu. Bu durum uluslararası bankaların büyüyen gücü ile Bretton Woods sisteminin çözülüşünü getirdi<sup>134</sup>.

Kıyı bankacılığı denen olgu 1960'lı yıllardan itibaren, genellikle vergi cennetleri denen ülkelerde ortaya çıkmaya başladı. Bu ülkeler sağladıkları vergi avantajları ve denetimsizlik ile fon yatırımları ve finansal hizmetler bakımından bir cazibe merkezi haline geldi. Vergi cennetlerinde gelir ve sermayeden vergi alınmamasının yanında banka ve ticari sırların korunması, aktif bir banka sektörü alt yapısının bulundurulması, iyi bir iletişim ağı ve teknolojisine sahip olunması, istikrarlı politik ve ekonomik görünüm sergilenmesi, yabancı sermayeye de lütfekar davranılması beklenmektedir<sup>135</sup>.

---

<sup>133</sup> Seyidoğlu H., a.g.e., 2003, s.81.

<sup>134</sup> Sassen S, *The Global City*, New York, 1991, s. 66.

<sup>135</sup> Kızılot O., **Vergi Cenneti ve Avantajları**, *Yaklaşım Dergisi*, 1999, sayı 75, s. 173.

1997 yılında yaşanan küresel krizin etkisi ile 1997 ve 1998 yılları arasında sermaye hareketleri azalma eğilimine girse de, 1999'dan itibaren tekrar hızlanmaya başladığı görülür<sup>136</sup>. Uluslararası finans piyasalarında bir günde el değiştiren büyüklük, dünya mal ve hizmet ticaretinin yaklaşık elli katı tutarındadır. Küresel sermaye hareketleri, yasal birikimler olduğu kadar yasadışı yollarla elde edilen gelirleri de bünyesinde barındırır.

Geçmişte “vergi cennetleri” olarak isimlendirilen veya kıyı bankacılığının oluşumuna ve gelişimine destek veren, şu anda da “Uluslararası Kıyı Ötesi Mali Merkezler” olarak adlandırılan ülkeler veya adacıklar bulunarak bu merkezler sundukları çeşitli avantajlarla önemli miktarlarda fonun kendilerinde toplanmasını sağlarlar. Bu sisteme off shore denmesinin nedeni ise bu ülkelerin çoğunun İngiliz Milletler Topluluğuna bağlı küçük ada devletleri olmalarıdır.

Aralık 1981 tarihinde Amerikan Federal Rezerv Bankası da Amerikan düzenlemelerinden kaçınmak amacıyla off shore’larda şube açan ABD bankalarını tanıdı ve International Banking Facilities kapsamında legalize etmeye karar vererek bu sistemi resmen onaylamıştır<sup>137</sup>.

Offshore bankalar denildiği zaman akla hemen Andorra, Arubas, Bahama Adaları, Barbados, Bermuda, British Virgin Adaları, Cayman adaları, Costa Rica, Gibraltar, Guernsey, Isle of Men, Jamaika, Liberya, Lienctenstein, Madeira, Hollanda Antilleri, Malta, Kıbrıs, Jersey, Panama, Manile, İsviçre, Lüksemburg, Bahreyn ve İrlanda gibi

---

<sup>136</sup> Yıldırım Z., **Türkiye Dünyanın Neresinde?**, *İktisat Dergisi*, sayı 380, s. 136.

<sup>137</sup> Odabaşı H., “**Para Sihirbazları**”, *Aksiyon*, sayı. 33, 10-16 Nisan 1999, s. 37.

lkeler akla gelmektedir. Ayrıca son yıllarda Turks and Caicos, Cook adaları ile bazı büyük devletler de vergi cennetleri arasında yer alır<sup>138</sup>.

Offshore'larda yerleşmiş bankalardan birkaçının aktif toplamının 400 milyar doları bulunduğu bilinmektedir<sup>139</sup>. Orta büyüklükte bir bankanın dahi aktifi 80 milyar doların üzerindedir. Kısaca Offshore bankalarda büyük miktarlarda fon bulundurularak, Dünya'da yapılan para transferinin yaklaşık yarısının bu merkezlerden yapıldığı söylenebilir.

Son yıllarda giderek sıklaşan finansal kriz kavramı da küreselleşme ile birlikte anılan unsur haline gelmiştir. Aşağıdaki ki bölümde finansal krizin tanımı yapılarak finansal kriz göstergeleri sayılan unsurlardan kısaca bahsedilecektir. 1997 Asya krizi sonrasında daha da önemli hale gelen finansal kriz teorileri de bu bölümde ele alınacaktır.

---

<sup>138</sup> Pilbeam K., *International Finance*, 2. Baskı, Macmillan Press, Londra, 1998, s. 315

<sup>139</sup> Odabaşı H., a.g.m, 1999, s. 37.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ VE DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER

#### 3. FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ VE DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER

Finansal serbestleşme ile birlikte bir ülkede çıkan dalgalanma eğilimleri diğer bir deyişle kriz eğilimleri çok kısa sürede bölgesel hatta küresel ölçekte bir problem yaratmaktadır. Bir ülkenin finansal sisteminde başlayıp diğer ülkelere de yayılan ve finansal sistemleri sarsan gelişmeler finansal kriz kavramı ile ifade edilmektedir. Finansal krizin nedenleri ve etkileri konusunda iktisat literatüründe geliştirilen çok sayıda model vardır.<sup>140</sup>

Bu bölümde finansal krizin tanımı, belirtileri ve nedenleri üzerinde durulacak, yaşanan finansal krizlerin kısa bir tarihçesine değinilecek, uluslararası finansal kurumlar hakkında bu krizler bağlamında bilgiler verilecektir.

#### 3.1 Finansal Kriz Tanımları, Belirtiler Ve Öncü Göstergeleri

Uluslararası piyasalarda gerçekleşen krizlerin bir çoğunun kendine has özellikleri olması ve daha önceki krizlerin belirtilerinin farklılık göstermesi krizlerin öngörülememesine yol açmıştır. Ancak krizlerin nedenleri ne olursa olsun sonuçları her

---

<sup>140</sup> Çinko L., *Uluslar arası Finans Sempozyumu*, İstanbul, 19 Aralık 2008, s.326.

ülke için aynı olur. Zira milli gelirin düşmesi sonucunda halk fakirleşir, mali piyasalardaki dalgalanmaların artması sonucunda yatırımcılar zarar ederler<sup>141</sup>.

Kriz, çeşitli bilim dallarında ve aynı zamanda günlük konuşma dilinde çok yaygın olarak kullanılan kavramlardan biridir. Etimolojik kökeni Yunanca “Krisis” kelimesine dayalı olan kriz kelimesi, ekonomi ve sosyal bilimler alanlarında genel olarak “buhran” ve “bunalım” kelimeleri ile eşanlamlı olarak kullanılır. Herhangi bir durumu kriz olarak adlandırabilmek için, krizin bir takım temel unsurlara ya da özelliklere sahip olması gerekir. Bu özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir<sup>142</sup>:

- Krizin temel özelliği, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin makro düzeyde devleti, mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Aniden ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeleri kriz olarak adlandırmak doğrudur. Normal süreç içerisinde ortaya çıkan her kriz sorun demek değildir.
- Krizin en önemli özelliği, önceden tahmin edilemeyen ya da bilinmeyen bir anda ortaya çıkmasıdır.
- Kriz kişiler ve organizasyonlar için bir tehlike ve tehdit oluştururken; aynı zamanda yeni fırsatlar da yaratır. Tamamen negatif özellikte bir kavram değildir.
- Kriz kısa ya da uzun süreli olabilir. Krizin kısa ya da uzun sürmesi, krize karşı koyabilecek tedbirlerin zamanında alınmasına ve uygulanmasına bağlıdır.
- Krizin bir diğer özelliği de yayılma özelliği göstermesidir. Herhangi bir sektörde ortaya çıkan kriz, diğer sektörleri de etki altına alabilmektedir.

---

<sup>141</sup> Tülay B., Erdönmez P., **Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar**, *Türkiye Banklar Birliği Bankacılar Dergisi*, Aralık 1999, s. 42.

<sup>142</sup> Kindleberger C., **Manias, Panics and Crashes**, New York Basic Books, 1978, s. 10- 11.



Finansal krizler, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları ya da bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak kabul edilir. Bu bakımdan krizler bankacılık krizleri, para krizleri ve borsa krizleri gibi alt başlıklara ayrılabilir. Yine para krizleri de kendi içerisinde ödemeler dengesi krizi ve döviz krizi olarak da alt başlıklara ayrılabilir. Finansal kriz, bir ülkede finansal piyasaların, kaynakların üretken yatırım alanlarına yönlendirilmesi işlevini etkin bir şekilde getirmesini önleyecek şekilde, finansal sistemin bozulması sürecini ifade edebilir. Bu süreçte finansal piyasaların eksik bilgi ve rekabet koşullarında çalışması, hatalı seçim ve ahlaki risk gibi başlıca unsurlar bulunur. Faiz oranlarının aşırı yükselmesi, hisse senedi fiyatlarının hızla gerilemesi, finansal piyasalarda belirsizliğin artması, bankalarda yaşanan panik ortamının yayılması ve dışarıya sermaye kaçışının hızlanması finansal krizlerin en önemli göstergeleridir<sup>143</sup>.

Para krizi, bir ülkenin ulusal parasına güvenin kaybolması sonucu, spekülasyon fonların hızlı ve yoğun bir biçimde ülkeyi terk etmeye başlaması ve bu durum karşısında da mevcut kur düzeninin sürdürülememesi ve sonuçta ulusal paranın devalüe edilmesi şeklinde kendini gösterebilir. Bankacılık krizi ise, bir veya daha fazla bankaya güvenin sarsılması, halkın birden bire ve yaygın bir şekilde mevduatlarını geri çekmek için hücum etmesi olayı olarak tanımlanabilir. Yine bankacılık krizlerine nedenlerine, krizlerin nedenlerinin bankaların öznel koşullarından ( sermaye yetersizliği, likidite yetersizliği, kötü yönetim) kaynaklanabildiği gibi döviz kurları ya da faiz oranlarındaki değişimler gibi makro ekonomik değişkenlikler de sebep olabilir.

---

<sup>143</sup> Eser K., **1994 Finans Krizi ve Finansal Reform Arayışları**, *İktisat - İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:10, Sayı:114, Eylül 1995, s. 49

Ekonomist Kindleberger finansal kriz oluşumunu aşamalar halinde incelemektedir. Kindleberger'e göre mania , panik ve çökme aynı sürecin üç aşamasıdır. Mania sırasında yatırımcılar paradan reel veya finansal varlıklara geçmeye çalışırlar. Çöküş ise, mania sırasında büyük bir istekle alınan ne varsa ( mallar, evler, araziler, hisse senedi, tahvil gibi) bunların fiyatlarının baş aşağı gitmesi ile birlikte sürecin sonuçlanmasıdır. Kindleberger finansal krizleri konjonktürün tepe noktasındaki düşüşlerin bir temel unsuru ve önceki genişlemenin kaçınılmaz bir sonucu olarak görülür<sup>144</sup>.

Schwartz ; mania, panik ve çökmenin serveti azaltacağını ancak paraya kayma, bankalara yönelik bir hücum şekline dönüşmedikçe bunların finansal kriz olmadığını söyler. Ekonomik ortamdaki değişme korkusunun beklentileri de büyük oranda değiştirmesi, bazı finansal kurumların likidite sorunu ile karşı karşıya kalmaları, kârlarda meydana gelen düşüşler ve bunları iflasların izlemesi, reel ve likit olmayan varlıkların nakde dönüştürülmesi çabasının sonucu olarak faiz oranlarının yükselmesi, ekonomik faaliyetlerin daralması, zorunlu varlık satışlarının sonucu olarak sağlam bankaların ve diğer finansal kurumların portföylerinin değerlerinin düşmesi nedeni ile bunların ödeyebilirliklerinin tehdit altında kalması, finansal krizlere sebebiyet vermektedir<sup>145</sup>.

Finansal sistemde çoğu kez borç alanlar ile borç verenler arasında asimetric bilgi problemi ortaya çıkmaktadır. Asimetric bilgi problemi; borç alanlarla borç verenler arasındaki bilginin eşit olmadığı bir tarafın diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olması durumudur. Asimetric bilgi problemi piyasalarda yanlış biçimlere ve piyasaların çökmesine neden olur. Asimetric bilgi dağılımında finansal sistemde ters seçim ( adverse selection) ve ahlaki çöküntü (moral hazard) problemleri ortaya çıkar. Ters seçim finansal işlemlerin

---

<sup>144</sup> Kindleberger C., a.g.e, 1978, s.11.

<sup>145</sup> Kaufman G., **Bank Failures, Systemic Risk and Bank Regulation**, *The Cato Journal* ,16/1/2000, s. 83- 98.

gerçekleştirilmesinden önce ortaya çıkarak yanlış tercihlerin oluşmasına sebep olurken, ahlaki çöküş de finansal işlemlerin gerçekleşmesinden sonra ortaya çıkar.

Finansal kriz etiketine sahip olsalar bile bütün krizlerin öncelikle reel sektördeki sorunlardan kaynaklandığından bahsedilmektedir. Reel sektördeki sorunlar sonuçta finans sektöründe patlak vermektedir. İhracat ile yurt dışı piyasalarla olan bağların denetimsiz artışı da mali yapıda önemli etkiler yapmaktadır. Her türlü krizde, finansal bir şok oluşturan finansal serbestleşme veya uluslararası sermaye piyasalarına girişteki bir artış kriz bombasını ateşleyebilir. 1960'lı yıllardan beri yaşanan finansal krizlerin hemen hepsinin temelinde<sup>146</sup>;

- Yüksek enflasyon,
- Fiyat değişimleri ile ilgili beklentilerin paniğe yol açması,
- Geleceğe dönük belirsizlik,
- Yüksek enflasyonun mali sektöründeki dengeleri bozması,
- Borçlanmaya bağlı hızlı büyüme,
- Denetimsiz rekabet,
- Kredi talebindeki ani ve hızlı artışlar,
- Ulusal paranın değerindeki hızlı değişiklikler,
- Döviz piyasasındaki istikrarsızlıklar,
- Bankacılık kesimindeki sorunlar, olduğu görülür.

Bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına neden olan faktörler ise aşağıdaki gibi sıralanabilir;

---

<sup>146</sup> Akdiş M., a.g.e., 2000, s. 57-58.

- Bankacılık sektörünün yapısı,
- Bankaların yurt dışı kaynaklara bağımlılığı,
- Makro ekonomik faktörler,
- Banka pasiflerinin büyümesi,
- Finansal liberalizasyon,
- Yoğun hükümet müdahalesi.

Bankacılık sisteminin göstermiş olduğu gelişmeye bağlı olarak bankacılık kesiminde yaşanan bir krizin kısa zamanda finansal bir krize dönüşebileceği söylenebilir.

Krize maruz kalan ülkelerin toparlanma süreleri belirlenirken krizden sonraki GSMH değerlerinin krizden önceki değerine ulaşmasına kadar geçen süre göz önüne alınır. Buna göre gelişmiş ülkelerin toparlanma süresi daha uzundur. Çünkü finansal yapıları geliştirmekte olan ülkelere göre daha güçlüdür ve onların krize maruz kalmasına neden olan faktörler geliştirmekte olan ülkelerin karşılaştığı tehlikelerden daha büyüktür.

Etkileri tüm Dünya'da hissedilen Asya Krizi'nden sonra krizle ilgili çalışmalara öncelik verilmiştir. Ayrıca 1990'lardan sonra sanayileşmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin sıklığının ve yoğunluğunun artması da, krizlerin sebepleri, yayılmalarına yol açan faktörler, krizi önlemek için yapılması gerekenler konusunda çeşitli görüşlerin ön plana çıkmasına neden olmuştur.

Krizler genellikle finansal sistemde ortaya çıkan aksaklıklardan kaynaklanır. Hem bankacılık hem de para krizlerinin aynı döneme rastlamaları ikiz krizler (twin crisis) olarak

adlandırılır. İkiz krizler özellikle finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmaya başlamasından hemen sonra meydana çıkar<sup>147</sup>.

Finansal kriz, piyasanın işlerliğini azaltır ve buna bağlı olarak ekonomik faaliyetleri zayıflatır. Finansal krizin şiddetini arttıran faktörlerin başında faiz oranlarının yükselmesi, belirsizliğin artışı ve banka panikleri yer alır. Finansal krizlerin başlıca öncü göstergeleri olarak, makro ekonomik göstergelerdeki değişimler, uluslararası sermaye hareketleri, yanlış ekonomi politikaları ve bunun sonucu olarak yapısal bozulmalar, bankacılık sisteminin sorunlu olması sayılabilir.

Finansal krizler önceden tahmin edilebilirse, alınacak önlemler ile ekonomiye olan tahribatları en aza indirme imkanı olabilir. Sinyal yaklaşımları ile çeşitli göstergelerin zaman içerisindeki değişimleri izlenir. Kantitatif teknikler ile de regresyon ve diğer analiz teknikleri kullanılarak krizler önceden belli oranlarda tahmin edilebilir. Sermaye hesapları, iç ve dış borç yapısı, cari işlemler, büyüme rakamları ve faiz oranları, döviz kurları, ihracat-ithalat rakamları, politik değişkenler regresyona dahil edilebilecek göstergeler arasında sayılabilir.

---

<sup>147</sup> Glick R., Hutchinson M., **Banking and Currency Crisis: How Common are Twins**, *Pacific Basin Working Papers*, NO. PB99-07,7 Eylül 1999, s. 3.

Tablo 5

Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri

MİKRO BAZDA EKONOMİK KONSOLİDE GÖSTERGELER	MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER
CAMELS ANALYSIS	FİNANSAL SİSTEMİ
SERMAYE YETERLİLİĞİ GÖSTERGELERİ  Konsolide sermaye yeterliliği rasyosu  Sermayeli rasyoların frekans dağılımı	EKONOMİK BÜYÜME  Toplam büyüme oranları  (reel GSMH büyümesinin azalması)  Sektörel krizler
AKTİF KALİTESİ GÖSTERGELERİ  Kredi veren kurumlar  Sektörel kredi konsantrasyonu Döviz kredisi kullandırımları Batık krediler ve karşılıkları  Zarar eden kamu işletmelerine kullandırılan krediler  Aktiflerin risk yapısı	ÖDEMELER DENGESİ  Cari işlemler açığı  Döviz rezervlerinin yeterliliği  (1): (Rezervler/KV borç) ve (2): (Rezervler/KV borç+C I D)  Dış borçlanma (vade yapısı dahil) (dış borçlanmanın önemli ölçüde artması) Dış ticaret hadleri (negatif yönde)
YÖNETİMİN KALİTESİ GÖSTERGELERİ  Gider rasyoları	ENFLASYON  Enflasyonun
GELİR VE KARLILIK GÖSTERGELERİ  Aktif karlılığı  Özkaynak karlılığı  Gelir ve gider rasyoları  Yapısal karlılık göstergeleri	FAİZ ORANLARI VE DÖVİZ KURLARI  Faiz oranlarının ve döviz kurlarının değişkenliği  Yurtiçi reel faiz oranlarının seviyesi (yükselen reel faiz oranları)

LİKİTİDE GÖSTERGELERİ	KREDİ VE AKTİF FİYATLARINDAKİ
Merkez Bankasından kullandırılan krediler	HIZLI BÜYÜME
Bankalararası para piyasası faiz oranları	Kredilerde aşırı yükseliş(kredi/GSMH)
Mevduatların parasal büyüklüklere oranı (M1,M2,M3) Kredi/mevduat oranı	Aktif fiyatlarındaki aşırı yükseliş
PİYASA RİSKİ DUYARLILIĞI GÖSTERGELERİ	YAYILMA ETKİLERİ
Döviz kuru riski	Ticari etkiler
Faiz oranı riski	Finansal piyasa ilişkisi

**Kaynak:** Evans O, Leone M, Gill H, Hill P, “ Macropprudential indicators of Financial System Soundness”, IMF Working Papers, 2000, s. 4.

### 3.1.1 Makroekonomik Göstergelerdeki Değişim

Krizlerin önceden tahmin edilebilirliğinde en önemli göstergeler arasında makroekonomik göstergeler yer alır. Temel makro ekonomik göstergeler birbirleri ile sıkı etkileşim içerisindedir. Bu göstergelerden herhangi birinde meydana gelen ani değişimler diğer göstergeleri de etkiler.

Bir ulusal ekonomi kendi iç dinamikleri ile, yani yanlış para ve maliye politikası, kamu kesimi genel dengesinin yanlış yönetimi, kamu harcamalarının kontrol edilmemesi, kamu gelirlerinin arttırılamaması, parasal büyüklüklerdeki kontrolsüz genişlemeler ve iç ve dış borçlanmada izlenen yanlış politikalar ile krize girebileceği gibi, bu hatalar mevcut iken yanlış kur politikasına bağlı ve/ veya bağlı olmadan aynı zamanda döviz gelirleri ile döviz harcamaları arasında kurulması gereken dengede de hatalar yaparak ekonomiyi krize sürükleyebilir veya krizin derinleşmesine neden olabilir.

Ülkelerin en temel ekonomik kriz göstergesi büyüme hızı değeridir. GSMH ile ülkenin bir dönem içerisindeki tüm üretimleri ifade edilir. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) ulusal sınırlar içerisinde yaratılan katma değeri gösterir. GSMH ve GSYİH değerlerinde meydana gelen değişimler izlenerek ekonominin genel seyri hakkında yorum yapılabilir.

Sanayi üretim endeksindeki ve kapasite kullanım oranlarında meydana gelen azalışlar da dikkatle izlenmelidir. Aylık bazda bir önceki ay ve geçmiş dönemin aynı ayı ile karşılaştırmalı değerlerin değişimlerinin nedenleri araştırılmalıdır. Talebin düşmesi sonucu ortaya çıkan düşüşler krizlerin öncü göstergeleri arasındadır.

Dış ticaret açığında hızlı büyüme; dış ticaret açığını finanse edemeyen bir görünmeyen kalem net geliri krizin habercisi, tetikçisi ve/ veya besleyicisi olabilir. Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası ekonomik kuruluşlar tarafından tespit edilen krize yol açabilecek en önemli döviz açığı oranı % 4 civarına ulaştığında öncü gösterge niteliği taşır, %6 oranına ulaştığında ise ekonomi için bir risk unsuru haline gelir<sup>148</sup>.

Ödemeler Dengesi Tablosu'nda bir diğer önemli kalemi oluşturan sermaye hareketleri de öncü göstergesi olabilir. Sermaye hareketleri ana kalemi eğer pozitif ise bu veri ilgili ülkeye net bir sermaye girişi yaşandığını, sermaye hareketleri kalemi negatif ise o ülkeden net bir sermaye çıkışı yaşandığını gösterir. Ödemeler Dengesi Tablosu'nda sermaye hareketleri ile ilgili ana kalem dikkatle izlendiğinde, bu kalemde sermaye girişinde

---

<sup>148</sup> TSPAKB, **Genel Ekonomi ve Mali Sistem**, *Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisans Eğitimi*, 2004, s. 40.



bir yavaşlama, bir gerileme, hatta sermaye çıkışı gözlemleniyor ise bu bir krizin öncü göstergesi olarak sayılabilir<sup>149</sup>.

Krizin temel göstergelerinden birisi de sermayenin reel üretimde değerlendirilen kısmının azalmasıdır. Firmalar finansal sıkıntı içerisine girdiğinde öncelikle yatırımdan kaçınırlar. Çünkü bu dönemde daha likitte kalmak isterler. Ancak söz konusu sorun nedeniyle de bankalar da kredi vermektan kaçınırlar. İşletmeler de özsermayelerini riske atmamak için yatırımdan kaçınırlar. Bu süre içinde faiz oranları da yükselir ve firmalar yüksek faizi göze alıp kredi almazlar. Ancak yüksek riskli projeler, getirisinin yüksek olacağını düşünerek yüksek faizi göze alırlar. Dolayısıyla düşük riskli, daha sağlam projeler piyasadan çekilir. Bu durum bankalar için çok risklidir. Bu yüzden bankalar bu dönemde kredi tayinlemesine giderler.

Gelişmiş ülkelerde reel üretim sürecinde değerlendirilemeyen sermayenin Dünya ölçeğindeki rant arayışı, uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin gelişiminin temel belirleyicisi olarak görünür. Reel üretimde giderek daha az karlılıkla yatırılabilen sermayenin artan bölümü, reel üretim alanından uzaklaşmıştır. Banka ve kredi sistemine ödünç verilen sermaye hızla artarken, reel üretime yönelen sermayenin azalmış ve GSYİH' da reel yatırımların payı düşüş göstermiştir<sup>150</sup>. Böylece kalan sermayenin artışı ile finans sektörü genişler, finansal yenilikler artar. Ödünçlerdeki artışla birlikte kamu ve özel kesim borçları da hızla yükselir.

Para politikaları ve fiyatlar endeksindeki değişimler de önemli kriz göstergeleridir. TEFE ile TÜFE arasındaki dengede değişimler dikkatle incelenmelidir. İki fiyat endeksi

---

<sup>149</sup> A.g.e, s. 40.

<sup>150</sup> Axford B., **The Global System**, New York St. Martin Press, 1997, s. 17-18.

arasındaki fark kapanır ve TÜFE'nin yıllık artış oranı yerinde sayarken TEFE'de bir hızlanma söz konusu olur ve fark kapanarak TEFE yükselişe geçerse krizlerin öncü göstergesi olarak algılanabilir.

Faiz oranlarındaki artış piyasanın likidite sıkışıklığı esnasında ortaya çıkabilir. Faiz oranlarındaki sıçramalar da dikkatle incelenmelidir. Faizler bir çok ekonomik krizin habercisi olmuştur. İç ve dış borçlanma faizlerinde artış ve ödeme vadelerinde kısaltmalar da makro ekonomik gösterge olarak algılanabilir. Gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde şeffaflaşan merkez bankası ve istikrarlı ekonomi politikaları ve yönetimi ile birlikte krizler çoğu zaman öncü göstergeler ile kolaylıkla tahmin edilebilir. Gelişmekte olan ülkelerde ise kayıt dışı ekonominin çokluğu ve şeffaf olmayan ekonomik sistem ile makro ekonomik göstergelerden yararlanılarak krizleri tahmin etmek daha zordur.

Makro ekonomik verilerin geç açıklanması da göstergelerden yararlanılarak krizlerin tahmin edilebilirliğini zorlaştırır. GSMH ve GSYİH yaklaşık üç ay sonra açıklanır, diğer göstergeler de çoğu zaman geç açıklanır.

### **3.1.2 Uluslararası Sermaye Hareketleri**

Son yıllarda özellikle son otuz yıl içerisinde bir çok ülke finansal sistemlerini liberalleştirme yoluna gittiler. Bu yönde faiz tavanları kaldırıldı, zorunlu karşılık oranları düşürüldü, kredi dağılımına yönelik devlet müdahaleleri azaltıldı ve bankaların

özelleştirilmesi hız kazandı. Böylece sermayenin sınırları kaldırılarak, sermaye ulusal piyasadan çok kolaylıkla çıkabilir hale geldi<sup>151</sup>.

Sermaye birikimi oluşmamış ve bu nedenle sermaye yetersizliği çeken ülkelerin yabancı sermaye sağlamak dışında başka alternatifleri kalmamaktadır. Yabancı sermayenin ise, ekonominin genel dengesi, kamu kesimi dengesi, parasal büyüklükler, faiz oranları ve finansal aktif fiyatları, enflasyon, döviz kuru, kamu kesiminin politika yürütme etkinliği gibi bir dizi değişkeni olumlu ya da olumsuz etkilemesi söz konusu olmaktadır<sup>152</sup>.

**Tablo 6**

**Bankacılık Krizi Yaşamış Ülkelerin Kısa Vadeli Borç Rezerv Miktarları**

	KISA VADELİ BORÇLAR	REZERVLER
ARJANTİN	23.891	19.740
KORE	44.223	44.223
MEKSİKA	28.226	23.775
TÜRKİYE	13.067	16.055
BREZİLYA	44.223	55.849
TAYLAND	45.567	31.361

**Kaynak:** Bris A, Koskinen Y, Pons V, “Corporate Financial Policies and Performance around Currency Crises”, <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0467.pdf>, 2002, s.4

<sup>151</sup> Demirgüç A., Detragiache K., **Financial Liberalization and Financial Fragiality**, *IMF Working Pappers*, No.9883, Nisan 1998, s. 4.

<sup>152</sup> İMKB, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Yayınları ,No.6, İstanbul, 1995, s. 63-74.

Olumsuz etkileri bir tarafa bırakıldığında yabancı sermayenin bir ülkeye sağlayacağı yararları kısaca üç madde halinde özetlemek mümkündür<sup>153</sup>. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yerli birikimin ülkeye ihtiyaç ve hedefleri için hemen hemen her zaman yetersiz kalması nedeniyle, yabancı sermaye bir ülkenin finansman kullanabilme kapasitesini artırır. Yabancı sermayenin bir diğer faydası, finansman kaynaklarının artışı ile ilgilidir. Finansman kaynakları, hacimlerinin bu şekilde artmasının da ötesinde çeşitlenirler ve bu sayede projelerin geleceğinin güven altına alınması sağlanmış olur. Finansman imkanlarının birbirlerini tamamlamaları ve birbiriyle rekabet içine girmeleri bu kaynakların daha iyi dağılımını sağlar. Başka bir deyişle, ekonomideki likiditenin yükselmesi ile daha verimli yatırımlara bir yönelim oluşur.

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkelerden para giriş ve çıkışları da çok daha kolay hale gelmiştir. Özellikle portföy yatırımları şeklinde ülkeye gelen sermaye risk teşkil eder. Portföy yatırımları, ülkede meydana gelen herhangi bir olumsuz hava ile birlikte çok kolaylıkla kaçabilir. Bu durum piyasayı tedirgin ederek paniğe yol açar. Bundan dolayı piyasaya yabancı sermaye giriş çıkışları da öncü gösterge niteliğini taşır. Yabancı sermayenin ülkeden kaçmaması ve giderek artması için öncelikle ülkede ekonomik ve siyasi istikrar olmalıdır. Eğer ülke parası aşırı değer kazanmadıysa ya da çok değer kaybetmediyse sermaye ülkeden çıkış eğilimi göstermez.

### **3.1.3 Ekonomi Politikaları**

Belirlenen makro ekonomik politikaların sağlıklı olabilmesi için öncelikle büyüme hedeflenmelidir. Ancak büyüme hedeflenirken enflasyonun da kontrol altında tutulması

---

<sup>153</sup> AB Danışmanlık, *Birinci Yıldönümünde Güneydoğu Asya Krizi*, *Dış Ticarete Durum Dergisi*, sayı. 40, Aralık 1998, s. 94.

gerekir. Bu değerleri kontrol altında tutabilmek için de cari işlemler açığını asgari düzeyde tutmaya çaba sarfetmek gerekir. Cari işlemler açığının kısa vadeli borçlanma ile ve yabancı sermaye girişleri ile finanse edilmeye çalışılması bir kriz göstergesidir. Öngörülen bu krizi önlemek için bir ülkenin tutarlı makro ekonomik politikalara ve güçlü finansal sisteme sahip olması gerekir<sup>154</sup>.

Kriz yaşayan ülkelerin hemen hemen hepsinde yanlış ekonomik programlar dikkat çekerek ülkeler için risk oluşturur hale gelir. 2001 yılında Türkiye’de yaşanan ekonomik krizin temel nedenlerinden olan dövizî çapa yapan benzer programlar bir çok ülkede başarısız olmuştur. Sabit kur rejimi, beklenen kara ilişkin bilgi sağladığı için kur riskini azaltıcı etki yaratır. Böylece yabancı yatırımlar ve yabancı sermaye hareketleri artar ve borçlanma olgusu şiddetlenir. Azalan belirsizlik ile yerel ekonomik piyasalar da uluslararası piyasalara girebilir. Faiz ve dış borçlanma da risk primini düşürür. Sabit kurun taşınabileceğine ilişkin güven ortamı kaybolduğunda ekonomi, krizlere açık bir hal alır. Bağımlı olunan yabancı paranın ülkesinde meydana gelebilecek politikalardan rejim etkilenir, dış şoklara ve reel kesimlerden kaynaklanan iç şoklara karşı kırılgandır. Yerel paranın değeri reel bazda artacağı için ihracatta azalma, ithalatta artma beklenir. Bu durum cari işlemlerin açık vermesine neden olur<sup>155</sup>.

Sabit kur rejimini tercih eden ülkelerin risklerinden birisi de bu tür programların sadece bankacılık kesimini değil, tüm toplum kesimini dövizle borçlanmaya itmesidir. Yerel para birimi, yabancı para birimleri karşısında aşırı değerelebilir. Bu durum tasarrufların hızla tüketime dönüşmesine ve ithalatın da aynı doğrultuda artmasına neden

---

<sup>154</sup> Delhaise P., *Asia In Crisis: The Implosion of The Banking and Finance Systems*, John Wiley and Sons, New York, 1998, s.6.

<sup>155</sup> İnan E., *Kur Rejimi Tercihî ve Türkiye*, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, Şubat 2002, s. 4-5.

olur. Cari açık büyüyerek büyük riskler oluşturabilir. Böylece ülkeler spekülâtif hareketler karşısında da oldukça kırılgan hale gelir<sup>156</sup>.

### 3.1.4 Bankacılık Sistemindeki Regülasyon ve Banka Krizleri

Bankacılık sisteminde meydana gelen krizlerin, genel ekonomiye olan etkileri, diğer sektörlerde meydana gelen krizlerin ekonomiye olan etkilerinden oldukça fazladır. Batan bankaların kurtarılması amacıyla aktarılan fonlar mali dengeyi olumsuz etkileyerek bütçe açıklarına neden olur<sup>157</sup>. Banka krizleri genellikle politik baskı, kötü yönetim ya da yolsuzluk sonucu oluşan kötü kredi politikalarıyla ilgilidir. Krizin başlamasında öncelikli nedenlerden biri kredi ve risk kontrolü zayıf olan bankaların sisteme olumsuz etkileridir. Ancak krizin göstergelerini farkedenden mudiler topluca mevduatlarını çekmeye karar verirler. Bu durumda devlet duruma müdahale etmek ister. Çünkü bankaların bu kötü durumu, ekonomik yapıyı da olumsuz etkiler. Durumu diğerlerine nazaran daha iyi durumda olan bankaların kurtulması için sermaye aktarımı yapılır. Bütün bunlar yaşandıktan sonra banka denetim ve gözetiminin daha sağlıklı yapılabilmesi için mevzuatta değişiklikler söz konusu olur. Krizden sorumlu oldukları düşünülen yöneticiler görevden alınarak haklarında gerekli işlemler yapılır<sup>158</sup>.

Bankacılık kesiminde yaşanan sorun diğer sektörlerde karşılaşılabilecek sorunlara nazaran kriz üzerinde çok daha fazla etkilidir. Neticede bankacılık sektöründeki zayıflık çok daha bulaşıcı bir yapıya sahiptir. Bu bulaşma etkisini, firmalar ve diğer kurumlar

---

<sup>156</sup> Kaminsky G., Reinhart C., **The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems**, *American Economic Review*, No.89, 1999, s.3.

<sup>157</sup> Turan İ., **Bankacılık Krizleri**, *Active Dergisi*, Aralık 98- Ocak 99, s. 87.

<sup>158</sup> Kane E., Demirgüç Kunt A., **Bank Crises, Understanding and Preventing**, *Türkiye Bankalar Birliği Yayını*, 1997, s.1-4.

üzerinde olduğu gibi diğer bankalar üzerinde de gösterebilir. Dolayısıyla bütün finansal sistemin onarılması güçleşir. Bundan dolayı özellikle bankacılık kesimine yönelik çok daha etkili ve tutarlı düzenlemeler yapılmalıdır.

Bankalar, bilanço yapıları gereği aşağıda belirtilen sebeplerden dolayı ticari kurumlara göre çok daha hassastır<sup>159</sup>:

- Sermayelerinin aktiflerine oranı düşüktür. Yüksek borçluluk vardır.
- Nakit veya nakte dönebilen değerlerin aktiflere oranı düşüktür.
- Vadesiz ve kısa vadeli mevduatların toplam mevduata oranı yüksektir.

Bir bankanın ödeme zorluğuna girmesi, ilişkide olduğu bankalara da yansır ve zincirleme olarak tüm sisteme zarar verir. Finansal krizin, dengesiz makro ekonomik çevreden ve kurumsal bankacılığın yeterli derecede kontrol edilmemesinden kaynaklandığı da söylenebilir. Aynı zamanda, kurumsal zayıflıklar pek çok ülkede kredi pazarını ve borçlanma oranlarını da etkiler. Krizi önlemek için zor durumdaki bankalara, likiditelerini koruyabilmek için geçici kaynak sağlanabildiği gibi birleşme veya sermaye sağlayarak da krizi aşabilmeleri için destek verilebilir. Borçlulara karşı alınacak tedbirler arasında vadeleri uzatmak, maddi destek, teknik yardım ve teminatları kullanmak bulunmaktadır<sup>160</sup>.

Bankacılık sisteminde başlayan krizler dalgalanarak bütün ekonomiye yayılır. Bankacılık kesiminde öncelikle olumsuz etkilenen kesim, mevduat sahipleridir. Özellikle mevduat güvencesi yoksa tüm mevduatlarını kaybetme ihtimalleri vardır. Bu durum, mevduat sahiplerini paniğe iter. Mudiler mevduatlarını çektikçe yatırımcılar ucuz kredi bulamaz. Çünkü talep artışına rağmen bankanın sahip olduğu mevduatlar giderek düştüğü

---

<sup>159</sup> Sivaslıgil H., *Finansal Kriz ve 1994 Krizinin Türkiye’de Finans Sektörü Üzerine Etkileri*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, s. 17.

<sup>160</sup> A.g.e, s.18.

için kredi faizleri artar. Bu nedenle yatırım ve üretimde de düşüşler meydana gelir. Bankacılık sistemini krize uğratmamak için bankaların alabileceği önlemler vardır. Öncelikle bir banka kriz sinyalleri verdiğinde sarsılan mali yapısını toparlamak için vadesi dolmamış kredilerini geri çağırmaya başlayabilir.

Bankacılık krizleri, genellikle bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda; mevduatlarının kendilerine dönmeyeceği kuşkusu ve korkusu sebebiyle mevduat sahiplerinin bir veya daha fazla bankadan kaçışları durumunda; yada hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarma veya büyük ölçüde geri dönmeyen/ batık kredilerin varlığı halinde ortaya çıkabilir<sup>161</sup>. Bir bankacılık krizi ekonomiyi kredi ile çevrilen makro ekonomik düzenin en uç formu olan bir çöküntü/ depresyonun içine itme potansiyeline sahiptir<sup>162</sup>.

Bankacılık krizleri ve başarısızlıkları, gelişmiş ülkeler kadar gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerinde de bir o kadar yaygındır. 1970'lerden beri 93 ülkede 113 sistematik bankacılık krizi ortaya çıkmış ve 44 ülkede ise 50 civarında tipi belli olmayan krizlere rastlanmıştır<sup>163</sup>.

Bankacılık, doğası gereği krizlere elverişli sektördür. Bankaların ticari işletme olarak kar elde etme güdüsü ile tasarruf sahiplerinin mevduatlarını güvence altında tutma talepleri “kar-risk-güvenlik” paradoksunu oluşturur. Ayrıca, sosyal fayda ilkesi gereği ekonomiye mümkün olan en fazla kaynağı en ucuz maliyetle aktarma fonksiyonu kar marjlarının ve aktif

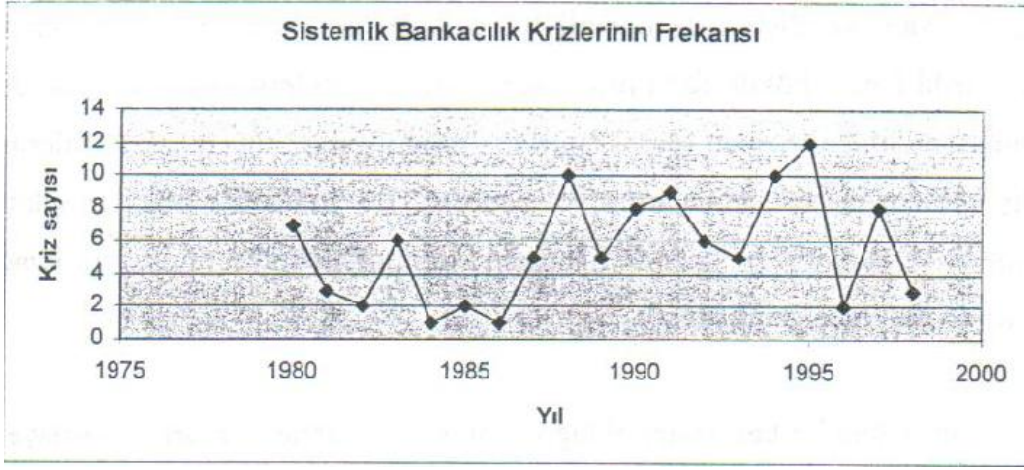
---

<sup>161</sup> Caprio, **Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises**, *World bank Working Paper*, 1998, s.4.

<sup>162</sup> Caprio G., Honohan P., **Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements**, *Journal of Economic Perspectives*, Vol:13, 2002, s. 2.

<sup>163</sup> Honohan P., Klingelbiel D., **Controlling financial Costs of Banking Crises**, *World bank Working Paper*, 2002, s. 2.





**Grafik 2.** Sistemik Bankacılık Krizleri ve kriz sayıları

**Kaynak:** Flood, Garber, Kroner, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example", *Journal of International Economics*.

kârlılığının artmasına yol açar. Bu durumun telafisi ise ancak yüksek finansal kaldıraç ve işlem hacmi ile mümkün olur. Bu ise kredi ve sermaye risklerini yükselterek sosyal bir maliyet oluşturur. Bankacılıkta işlemlerin yapısı sistemdeki bütün kuruluşların birbirleri ile sürekli ve hızlı ilişki içinde olmasını gerektirir. Bu durum ise kuruluşların birinde baş gösteren sorunun çok kısa zamanda sistemin bütününe etkiler hale gelmesine yol açar.

Ayrıca bankacılık krizlerini ampirik olarak tanımlamak, verilerdeki eksiklikler ve problemin doğası nedeniyle çok zordur. Pek çok ülkenin banka mevduat verilerine ulaşmak ve krizi mevduat kaçıışı olarak tanımlamak mümkün olsa da, son yıllardaki pek çok

bankacılık problemi banka bilançolarının yükümlülüklerinden değil, aktif tarafından kaynaklanmaktadır<sup>164</sup>.

Bu sınırlamalar nedeniyle pek çok ekonomist bankacılık krizlerini açıklamakta zorluklar yaşamaktadır. Bundan dolayı çalışmalarda bankacılık krizlerini tahmin ederken iki noktaya dikkat edilmiştir.:

- Kapatılmalarına, birleştirilmelerine ya da kamu kesimi tarafından bir ya da daha çok finansal kurumun el konulmasına yol açan banka kaçışları,
- Eğer kaçış yoksa önemli bir ya da grup kurumların diğer kurumlara zincir etkisi yapmasını engellemeye yönelik yoğun kamu müdahalesi.

Örneğin ne 1980'lerde ki İspanya krizinde, ne 1980'lerin sonlarında ve 90'ların başlarındaki İskandinav krizlerinde, ne de yakın zamandaki Japonya'da yaşanan krizlerde büyük miktarlarda mevduat çekilmesine ve bankaların ödeme güçlüğüne düşmesine rastlanmıştır. Buna karşılık Filipinler, Tayland, Uruguay, Venezüella ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde mevduat çekilmesi ve ödeme güçlükleri bankacılık krizlerinin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Ayrıca gelişmiş ülkelerde döviz krizleri ile bankacılık krizleri birbirinden ayrılabilir. Örneğin, 1992 Eylül'de Pound ve Liretin Avrupa Para Sisteminin dışına çıkmasıyla sonuçlanan ERM ( Exchange Rate Mechanism) krizi sistematik bir bankacılık krizine dönüşmemiştir.

Oysa gelişmekte olan ya da gelişmiş ülkelerde her zaman bankacılık krizleri ile diğer türden krizler aynı anda oluşur. 1982'de Kolombiya, Peru ve Uruguay'da, 1994'te Türkiye'de yaşandığı üzere döviz krizlerine ve borsa krizlerine yol açtığı gibi, 1980'lerde

---

<sup>164</sup> Yay G., **Türkiye'nin Krizi ve Sonrası-Seminer**, *İktisat Dergisi*, Şubat- Mart 2001, s. 21.

Arjantin ve Şili’de, 1990’larda Meksika ve Venezüella’da görüldüğü gibi bankacılık krizleri de döviz ve kamu finansmanı krizlerine yol açabilir. Bazende bu neden sonuç ilişkisi çift yönlü olabilir. Son zamanlarda ise Doğu Asya ülkelerinde para krizi olarak başlayan krizler bankacılık ve borç krizlerine dönüşmüştür.

Çoğunlukla, bir bankacılık sorununun bilinmesi, gelecek bir ödemeler dengesi krizinin tahminini kolaylaştırır. Yine de nedensellik tek yönlü değildir. Para krizleri de bankacılık krizlerini derinleştirdiği için bir kısır döngü mevcuttur. Genellikle bankacılık krizlerinin zirvesi, çoğunlukla paranın çöküşünden sonra gelir.<sup>165</sup>

Genelde bankacılık ve finansal krizler değişik iktisatgörüşleri tarafından ele alınmış ve şu sıralarda da popüler olması nedeniyle daha fazla şekilde ele alınmaktadır. Bu görüşlerden yola çıkılarak bankacılık krizlerinin sebepleri açıklanabilir. Tabii, değişik görüşler itibariyle de değişik sebepler ileri sürülmekte ya da sebepler aynı olmakla birlikte önem ya da öncelik bakımından farklılıklar arz eder. Fakat her kesimin ortak olduğu bankacılık krizlerine yol açan faktörler şöyle sıralanabilir<sup>166</sup>:

- Zayıf/ Güçsüz Makroekonomi Politikaları ve Makro Şoklar: Geniş kamu açıkları, GSMH’da düşüşler, ticaret hacminin düşmesi/ daralması, reel faiz oranlarının ve enflasyonun yükselmesi ve döviz kurunda beklenmedik düşüşler ya da çıkışlar.
- Finansal Bozukluklar: Hızlı sermaye çıkışları, döviz rezervlerinin düşmesi ve döviz rezervlerine göre kısa vadeli borçlanma, yüksek kredi genişlemesi gibi kırılganlıklar zayıflıklar tarafından tehdit edilen güven.

---

<sup>165</sup> Kaminsky G., Reinhart C., a.g.e, 1999, s. 476.

<sup>166</sup> Claessens S., **Experineces of Resolution of Banking Crises**, In *Streinging the Banking System in China*, Beijing, Şubat- Mart 1990, s. 277.

### **3.2 Finansal Kriz Modelleri**

Her finansal krizin oluşumunda kur değerleri, Merkez Bankasının rolleri, makro ekonomik büyüklükler, spekülörlerin tavırları gibi temel bazı değişkenler rol almaktadır. Aynı şekilde politik tercihler kamu otoritesinin makro büyüklükleri değerlendirilme yetisi de önemli bir kavramdır.

Kriz modelleri kur çapasının değişimleri ve Merkez Bankalarıyla spekülörlerin buna verdikleri tepki üzerinden krizleri açıklamaya çalışırlar. Finansal krizlerin aşağıda açıklanacak modellemelerden salt biriyle açıklanması mümkün olmayabilir. Her ulusal ekonominin içinde bulunduğu durum teorik yapıdan şaşmalar gösterebilir. Bununla beraber genel geçer nitelikteki bu modelleri inceleyerek ardından yaşanan krizleri değerlendirmekte fayda vardır.

#### **3.2.1 Birinci Nesil Kriz Modelleri**

Birincil nesil kriz modelleri, para krizlerine esas olarak hatalı iktisat politikalarının neden olduğunu ileri sürer. Buna göre, para krizleri hatalı politikaları sabit döviz kurunun sürdürülmesini olanaksız hale getirmesi sonucu ortaya çıkar. Para krizlerinin kaçınılmaz son olarak görüldüğü politikalara verilebilecek örnek bütçe açıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları ile sabit ya da yarı sabit döviz kuru politikalarının birleşimidir. Merkez bankaları yeterli rezerv bulundurdukları sürece bu tutarsız politikalar göz ardı edilebilmektedir. Yüksek ve artan bütçe açıkları, yüksek parasal artış oranları, yüksek enflasyon, aşırı değerli döviz kuru, geniş cari açıklar, uluslararası rezervlerde

düşüşler ve yükselen ülke içi faiz oranları olarak adlandırılabilir makroekonomik temellerdeki bozukluklar, bu modellere göre bir kriz göstergesi olur<sup>167</sup>.

Birinci nesil modeller, krizlerin aşırı genişleyici para ve maliye politikalarından kaynaklandığını savunur. Bu modellere göre, sabit döviz kuru sistemlerinde para talebindeki büyümeyi aşan bir iç kredi büyümesi yavaş yavaş fakat sürekli olarak uluslararası rezervlerin azalmasına neden olur. Sonuç olarak bu süreç parayı spekülasyon saldırılara açık hale getirir. Bu saldırılar, rezervlerin ani olarak düşmesine neden olur dolayısıyla hükümetler döviz kuru paritesini değiştirmek zorunda kalırlar. Çünkü ekonomik birimler döviz kuru paritesinin nihai olarak değişeceğini düşünürler. Bu çalışmalar, krizleri 1970 ve 1980'lerde Latin Amerika'da ortaya çıkan finansal krizler çerçevesinde açıklamaya çalışmışlardır<sup>168</sup>.

Birinci nesil kriz teorileri (kanonik kriz modelleri) ABD Federal Rezerv'in uluslararası finans bölümünde bulunan Stephan Salant tarafından 1970'li yılların ortalarında geliştirilmiştir. Salant'ın ilgi alanı özellikle o yıllarda gündemde olan altın fiyatları ve resmi altın stoklarının esas alınması ile para krizlerinden çok, reel piyasalarda uygulanan istikrar programlarına odaklanmıştır. Zaten uluslararası aktörler tarafından yürütülecek olan bu tür istikrar programları uluslararası yeni ekonomik düzen isteyenlerin de talepleri arasındadır. Ancak bu istikrar programlarının spekülasyon saldırılardan sarsılabileceğinden endişe edilir. Çünkü spekülasyoncular bir malı diğer mallara göre yüksek bir getiri sağlayacağı beklentisi ile ellerinde tutarlar. Böyle bir malın fiyatı ise en azından faiz oranları ile doğru orantılı olarak artmalıdır. Fiyatların yükselebileceği değer, talebin daha fazla artmayacağı bir noktaya vardığında durur. Ancak resmi bir kurulun sözü edilen

---

<sup>167</sup> Ardiç H., **1994 ve 2001 yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi**, *Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü*, Ankara, Aralık 2004, s. 40-41.

<sup>168</sup> Kaplan C., **Bankacılık Sektörünün Yabancı para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği**, *ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi*, Ankara, Haziran 2002, s. 95.

malı sabit bir fiyattan alıp satacağını ilan etmesi halinde farklı gelişmeler yaşanır. Fiyatın yükselebileceği en yüksek düzeyden ellerindeki malı satan spekülörler hem bunu alma konumundaki kurumun elinde büyük bir stok birikmesine neden olurlar hem de piyasa da hedeflenen fiyatın üzerinde bir fiyat oluştururlar. Böyle bir gelişme yine spekülörlerin işine gelerek, ilgili malın alınıp satılmasının karlı hale gelmesi bu malın spekülörlerce toplanmasına yol açar. İstikrarı sağlamak isteyen organ bu aşamada da hala fiyatları kontrol ederek bedelin düşük düzeyde olmasını sağlamaya çalışırsa stoklarını tüketme durumu ile karşı karşıya kalır<sup>169</sup>.

Daha sonraki araştırmacılar reel piyasalarda fiyatlarda istikrar kazandırmaya çalışan istikrar kuralları mantığının ve buna piyasalarda oluşan tepkinin para piyasalarına istikrar sağlamaya çalışan merkez bankalarının da uygulayabileceğini düşünmüşlerdir. Bunun öncülüğünü yapan Paul Krugman ( 1979 ) olmuştur. Daha sonrasında ise Flood ve Garber ( 1984 ) tarafından yeniden ele alınan Kanonik Para Krizi Modeli mal kurulunun davranışlarına benzer şekilde hareket eder. Döviz kurulunun “ gölge fiyatındaki” yukarı yöndeki bir eğilim ( spekülatif atağı takiben oluşan fiyat ) incelenen hükümetin bütçe açıklarını devamlı ve kontrolsüz bir biçimde para basarak finanse ettiği varsayımına dayanır. Bu eğilime rağmen merkez bankası döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutabilmek amacıyla döviz rezervlerini kullanarak sürekli alım satım yaptığı varsayılmaktadır<sup>170</sup>.

Krugman tarafından geliştirilen “ kanonikal” kriz modellerinde, hatalı iktisat politikası olarak, para basılarak finanse edilen genişletici mali politikalar ön plana çıkarılmıştır. Krugman’a göre bu türden politikalar enflasyonist etkiler yaratarak, cari işlemler açığına ve artan güven kaybı da sermaye açıklarına neden olur. Merkez Bankası döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutmak için ödemeler bilançosu açıklarını döviz

---

<sup>169</sup> Akdiş M., a.g.e, 2000, s. 95.

<sup>170</sup> **Para Krizleri**, <http://www.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?>, 2003, s. 2.

rezervleriyle finanse eder. Ancak iktisat politikalarının değiştirilmemesi ve uygulanmaya devam edilmesi, varolan beklentiler paradan kaçışı getirir. Döviz rezervleri kritik bir düzeye getirildiğinde spekülasyon dalgası bu rezervleri çok kısa sürede tüketir ve sabit kurun sürdürülmesini olanaksız hale gelir.

Kanonik kriz modelleri, pek çok para krizinin yurt içi ekonomi politikaları ile döviz kuru arasındaki tutarsızlıklardan kaynaklandığını açıklar. Model, bazen bir günde milyarlarca dolarlık kayıp doğuran finansal krizlerin sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin isabetsiz kararlarına bağlı olamayacağını ortaya koymaktadır. Bu teoriye göre finansal krizler, fiyatların istikrarsız hale gelmesi ile artık o parayı elde tutmanın cazibesini kaybetmesi, bu gelişmenin de istikrar programlarını sona erdirici spekülatif atakların oluşmasına yol açmasından kaynaklanır<sup>171</sup>.

Para krizlerindeki mantık, herhangi bir mala yönelik spekülatif ataklara benzetilebilir. Spekülatörün rezervlerin doğal yolla tükenmesine kadar beklediklerini varsayırsa; bu noktada spekülatörler, o zamana kadar fiyatı sabit kalan döviz kurunun yükselmeye başlayacağını bilirler. Bu da yerli para birimini elde tutmak yerine, fiyatın yükselecek olan dövizde elde tutmayı daha cazip hale getirir. Fakat böyle bir durumda ileriye görebilen spekülatörler döviz rezervleri tamamen tükenmeden hemen önce yerli para birimini satıp dövize geçerler. Bu hareket ise rezervlerin daha hızlı tükenmesine neden olacak bir etkinin ortaya çıkmasına neden olur. Rezervler kritik bir düzeye gerilediği zaman – bu düzey belki bir kaç yılın ödemeler dengesini kapatmaya yetecek bir miktar olarak kabul edilebilir- bu miktardaki rezervi çok daha kısa sürede tüketecek ve sabit kurun kaldırılmasına yol açabilecek bir sürkülatif atak ihtimali daha da belirgin hale gelir. Kanonik Kriz modelleri daha sonrasında ise bu tür krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler ( para basılarak finanse edilen bütçe açıkları ) ve döviz kurunu sabit

---

<sup>171</sup> Akdiş M., a.g.e, 2000, s. 96.

tutma arasındaki tutarsızlıklardan kaynaklandığını iddia etmektedir. Bu tutarsızlık geçici olarak eğer Merkez Bankası yeterli rezerve sahip ise kolaylıkla giderilebilir. Fakat bu rezerv miktarı yetersiz olmaya başladıkça spekülâtorler atağa geçip Merkez Bankası'nı zor duruma sokabilirler<sup>172</sup>.

Modele göre Merkez Bankası yeterli uluslararası rezerve sahip olursa, sabit döviz kuru uygulamasını sürdürebilir. Ancak rezervlerde yetersizlikler ortaya çıkmaya başladıkça spekülâtorler devreye girer, Merkez Bankası zor durumda bırakılabilir. Sonuç olarak devalüasyondan kaçınılamayacağı beklentisi, hem paradan kaçıışı hem de para krizini beraberinde getirir.

Para krizlerine paranın reel değeri de neden olabilir. Sabit kur sisteminde yurtiçi enflasyon oranının görece olarak dış Dünyadan yüksek olması durumunda yerli paranın reel değeri düşer. Hatalı istikrar politikalarının yanı sıra dışsal şoklar ( örneğin hammadde fiyatlarında düşmeler ) ya da Dünya ekonomisinde önemli rol oynayan ülkelerin ekonomilerindeki gelişmeler ( örneğin Japonya'da resesyon, ABD'de faizlerin yükselişleri) de para krizlerinin ateşleyicisi olabilir. Cari işlemler bilançosu açıkları, ödemeler bilançosu açıklarına neden olarak döviz kurunun yeniden ayarlanmasını gerektirebilir. Kurun yeniden ayarlanacağı yönündeki beklentiler paradan kaçıışı başlatarak, sonuçta devalüasyona neden olabilir.

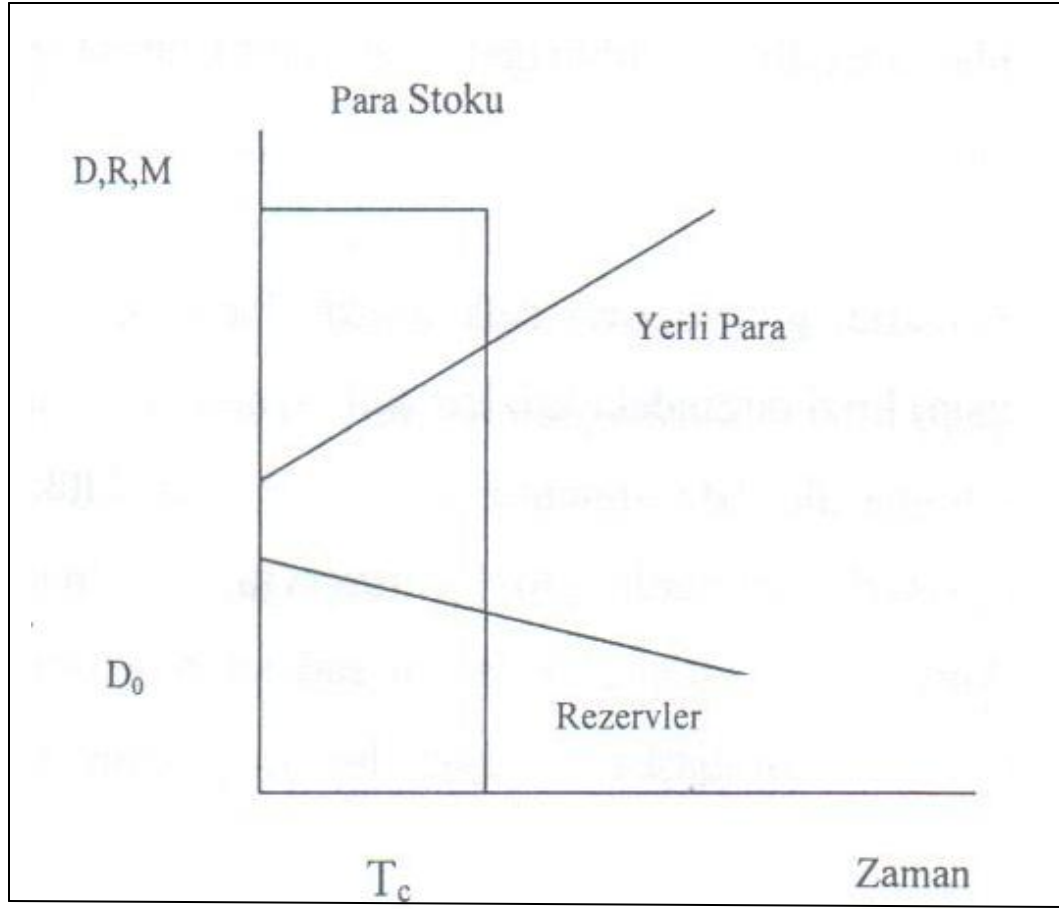
Krugman'ın oluşturduğu modelin bir diğer özelliği ise bir bütçe açığının da var olmasıdır. Bu açığın para basılarak kapatılması da önemli bir diğer varsayımdır. Bu varsayımın doğuracağı en önemli sonuç para piyasası dengesinin bozulmasıdır.

---

<sup>172</sup> **Para Krizleri**, <http://www.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?>, s. 2.



Modelde, para arzının para talebinin üzerine çıkması ile spekülörlerin döviz talebi artar. Kurun esnek olduğu bir ekonomide bu durum, döviz kurunun yükseltilmesi ile sonuçlanır. Fakat kurun sabitlendiği bir ülkede, Merkez Bankası'nın talebi karşılamak için döviz satması gerekir. Grafik 3.2'ye bakıldığında para stoku ile rezervler arasındaki ilişki görülmektedir. Sabit kur rejimi altında para arzı arttıkça döviz rezervleri de erir. Spekülörler, sürekli artan para arzının kur üzerinde baskı yapacağını ve kur politikasının uzun süre sürdürebilir olmadığını da bilirler. Bu modelde, döviz krizleri ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiler kopuktur. Modelde, bütçe açıklarının monetizasyonu, sabit kur politikasının sürdürülememesinin temel nedeni olarak ön plana çıkmaktadır.



**Grafik 3.** Para- Rezerv ilişkisi

**Kaynak:** Flood, Garber, Kroner, “Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example”, *Journal of International Economics*, Sayı.4, 1996, s.227

Krugman’a göre, spekülörler mükemmel öngörüye sahiptir. Dolayısıyla spekülörler, kur politikasının sürdürülebilir olmadığını da bilirler. Krugman, spekülörlerin, Merkez Bankası’nın kuru korumaya yeterli rezervinin kalmadığına

inanması ile ( Tc) spekülâtif atakların başlayacağını ve kur çapası politikasının sona ereceğini öne sürer.<sup>173</sup>

Bu modelin önemli yanları bulunmaktadır. İlk önce, pek çok para krizi yurt içi ekonomi politikaları ve döviz kuru arasındaki tutarsızlıklardan kaynaklanır. İkinci olarak, model bir günde milyarlarca dolarlık kayıpları doğuran ani para krizlerinin sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin mantıksızlığına bağlı olamayacağını ortaya koyar. Kriz sadece fiyat istikrarsız hale geldiğinde artık o parayı elde tutmanın cazip olmayacağı şeklindeki mantıktan kaynaklanır ve fiyat istikrar programının sona ermesi sermayenin spekülâtif kaçıışı ile kendiliğinden gerçekleşir.<sup>174</sup>

### 3.2.2 İkinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci nesil modeller, 1994 yılında başlayan Meksika Krizi gibi finansal krizleri açıklamakta başarılı olurken, 1992 ERM ( Exchange Rate Mechanism ) krizi şeklindeki krizleri açıklayamamaktadır. İkinci nesil modeller, kuru sabit tutma ile bazı önemli ekonomik büyüklüklerin çelişmesi sonucu, politikacıların yeterli miktarda döviz rezervinin bulunduğu durumlarda dahi, spekülâtif atağa karşı koyulmaması ve kurun serbest bırakılmasını tercih edebileceklerini vurgular. Başka bir ifadeyle, bu modellerde krizin politik bir tercih olduğu üzerinde durulur. Model birinci nesil kriz modellerinden şu noktalarda farklılık gösterir:<sup>175</sup>

---

<sup>173</sup> Bilgin H., Karabulut G., Ongan H., **Finansal krizlerin işletmelerin finansman yapıları üzerindeki etkileri**, 2002, s.14.

<sup>174</sup> **Para Krizleri**, <http://www.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?>, 2003, s. 2.

<sup>175</sup> Akçağlayan A., **Para krizleri**, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 2005, s.115.

- İkinci nesil modeller krizin ne zaman ortaya çıkacağını bilinmediğini vurgular.
- İkinci nesil modellerin sabit döviz kuru uygulamasını sürdürmek gibi bir amaçları yoktur.
- Eğer ülke sabit döviz kuru uygulamasını kaldırırorsa bunun emek ve istihdam üzerinde olumsuz bir etkisi olmaz. Çünkü böyle bir durumda para politikasının üzerindeki engeller kalkmış olur ve kısa vadede gerekli önlemler alınabilir.

İngiltere ve Brezilya örneklerinde böyle olmuştur.

Sabit kur politikasının en önemli etkenlerinden biri, reel faiz oranlarının yükselmesidir. Reel faiz oranlarının uzun süre yüksek kalması ile iktisadi büyüme oranları hızla düşer ve işsizlik artar. Bu, politikacıların sürdürmeyi arzu etmedikleri bir durumdur. Bir taraftan kur istikrarı sağlanırken, diğer taraftan ise bir çok önemli ekonomik değişken giderek daha kötü hale gelir. ERM krizinde de, bu tarz bir politik tercihin sonucunda, kurun serbest bırakılması söz konusu olmuştur. F. Özkan ve A. Sutherland, ERM krizinde Almanya'daki yüksek faiz oranlarının, diğer ERM üyesi ülkelerin resesyona girmesinde önemli bir rol oynadığını belirtmişlerdir.

İkinci nesil kriz modellerinde çoklu denge (multi equilibrium) söz konusudur. Merkez bankasının çok sağlam bir rezerv yapısına sahip olduğu durumda bile, döviz kurunu sabitlemenin, ekonomideki bir çok değişken üzerinde olumsuz etkisinin söz konusu olacağı savunulmaktadır.

Birinci nesil modellerden sonra geliştirilen ikinci nesil modeller, makro ekonomik değişkenlerde önemli bir değişim olmasa da bir krizin ortaya çıkabileceğini savunur. Bu

modeller, ekonomik politikaların değişken doğası gereği çoklu dengenin var olduğunu ve koşullar oluştuğunda ya da değişiklik gösterdiğinde kendi kendini besleyen krizlerin ortaya çıkabileceğini belirtir. Bu modellerdeki temel varsayım; ülkelerde uygulanan ekonomik politikaların önceden belirlenmediğidir. Ekonomideki değişiklikler göz önünde tutulur. Ekonomik aktörler piyasa sinyalleri doğrultusunda kendi beklentilerini oluştururken ekonomik koşullarda bu beklentileri dikkate alır. Aynı zamanda, piyasa aktörlerinin bekleyişleri ve tepkileri de yine piyasa aktörlerinin davranışlarını etkileyen bir takım değişkenleri etkiler. Ortaya çıkan bu etkileşim çoklu denge olasılığını yaratarak makro ekonomik değişkenlerde herhangi bir değişkenlik olmaksızın, fakat değişim beklentisi oluşmuşken, bir dengeden başka bir dengeye geçilebilmesine olanak tanır. Böylelikle, ekonomi başlangıçta sabit döviz kuru ile uyumlu bir dengede iken beklentilerdeki ani bir kötüleşme, politikalarda döviz kurunun çökmesine yol açabilecek bir değişim meydana getirebilir.

İkinci nesil modellerde, işsizlik ve küçülmenin, hükümetler üzerinde büyük bir baskı unsuru haline geldiği ve döviz rezervleri, kuru korumaya yeterli olduğu halde, spekülatif bir atakla serbest kur rejimine geçildiği savunulur. Bu durum, hükümetlerin tercihlerini işsizliği ve cari işlemler açığını azaltmak ve büyümeyi arttırmaktan yana kullanmasından kaynaklanır.

İkinci nesil kriz modellerinin üç bileşeni bulunur. Birincisi, hükümetlerin sabit döviz kurunu iptal etmek istemelerinin bir sebebi olmalıdır. İkincisi, hükümetlerin sabit döviz kurunu korumak istemelerinin altında yatan gerekçelerdir. Üçüncüsü ise krize yol açan kısır döngünün meydana gelebilmesinin, sabit döviz kurunu koruma maliyetinin, bundan elde edilecek faydaları aşığına olan inancın yaygınlaşmasına bağlı olmasıdır.

1990'lı yıllarda yaşanan krizler *İkinci Nesil Krizler* olarak adlandırılır. Bu krizler ekonomide önemli bir dengesizlik olmasa bile, spekülörlerin dövizle doğru spekülatif atakları karşısında, yetkili organların dövizle ilgili gerekli önlemleri almamaları sonucunda doğmuştur. Şöyle ki; zayıf döviz kuru piyasalarında, ülke parası kısa pozisyonda olan ve sayıları oldukça fazla olan satıcıların portföylerini yeniden tahsis etme çabaları yerli paraya karşı bir hareket başlatır. Bu hareket ekonomide önemli bir dengesizlik olmasa bile spekülörlerin dövizle doğru ataklarına rağmen, yetkili organların dövizle ilgili gerekli önlemleri almamaları ya da zamanında almamaları sonucunda ortaya çıkar. Spekülatif bir atak başladığı zaman, faizlerin yükselmesi ekonomiye durgunluk getirip işsizliği arttıracığından, bu maliyeti göze alamayan kamu otoriteleri, genellikle sermayenin ülke dışına çıkmasına seyirci kalarak, döviz kurunu dalgalanmaya bırakmakta gecikmektedirler<sup>176</sup>.

İkinci nesil finansal krizlerin ortaya çıkışı iki şekilde olur. Bunlar; *bankacılık krizi* ve *döviz krizidir*. Bankacılık krizleri genelde banka bilançolarının kötüleşmesinden; bilanço aktif yapılarının bozulmasından kaynaklanır. Yani bankaya geri dönmeyen kredi miktarının artması, menkul değerleri piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmalar, reel sektörün küçülmesi gibi nedenler sonucunda banka aktif yapılarının bozulması bankacılık krizlerinin temel nedenlerini oluşturur. Bankacılık sektörünün krize girmesi sonucunda mevduat sahipleri mevduatlarını bankalardan çekmeye başladıkları zaman bankaların likidite sıkıntısı had safhaya varır. Finans sektöründe artan sorunlar krizi tetikleyen en önemli nedenler haline gelir. Geri dönmeyen krediler ne kadar artarsa bilançodaki vade uyumsuzluğu da o kadar çoğalır. Likidite riski yüksek dövizde aşırı pozisyon açığı ile çalışan, özkaynakları yetersiz olan bankacılık sisteminin varlığı, kuşkusuz ekonomik kriz için uygun ortam yaratır.

---

<sup>176</sup> Özatay F., *Currency Crises in Turkey*, *Yapı Kredi Economic Review*, 1996, s. 25.

Hükümetlerin ulusal para biriminin değer kaybetmesine izin vermeleri ancak yurtiçi piyasalarda bazı düzeltmelere ihtiyaç duymaları ile mümkündür. Bu düzeltmelerin en önemlisi, büyük miktarlara varan ve sabit kur uygulandığı için bir türlü sona erdirilemeyen iç borçlanmaların tasfiye edilmesi zorunluluğudur. Bir başka sebep ise ülkenin aşağıya doğru rijit bir ücret sistemi nedeniyle yaşadığı işsizlik sorununu çözmeye kararlılığıdır. Hükümet bu sorunları çözebilmek için genişletici para politikaları uygulamak ister ancak sabit kur rejimi bu uygulamalara engel teşkil eder. Kamuoyunun beklentileri de sabit kuru korumayı ve sürdürmeyi de zorlaştırır. Şayet halk gelecekte paranın devalüe edileceğine inanmış ise sabit kuru korumak maliyetli hale gelir. Örneğin devalüasyon inancı ile hareket eden tasarruf sahipleri, paralarının değer kaybedeceğini düşünerek yüksek faiz oranı talep ederler. Bu da mevcut borç yükünü arttırarak devalüasyonu zorunlu hale getirebilir. Ya da işçi sendikaları muhtemel devalüasyonu hedefleyerek ücret düzeylerini öyle yüksek tespit ederler ki, buna bağlı olarak maliyet artışları ülke sanayisinin uluslararası rekabet gücünü kaybetmesine neden olarak, bu gücün yeniden kazanılabilmesi için devalüasyon yapmak tek çözüm haline gelebilir. Ayrıca yüksek belirlenme zorunluluğu doğmuş kısa vadeli faiz oranları hükümetin nakit akışı ile birlikte üretim ve istihdam düzeylerini de düşürecektir. Bu geniş kapsamlı etkilerin birlikte işlemeye başlamaları ise döviz kurunu sürdürmenin maliyetini arttırıcı bir süreç ortaya çıkarır. Böyle bir ortamda bulunan hükümetin sabit döviz kuru uygulamasını sürdürmek istemesi durumunda ileride devalüasyon yapılması ihtimalini gören spekülâtörlerin milli para aleyhine pozisyon alarak olmas beklenen devalüasyonu zamanından önce gerçekleştirmeleri şeklinde bir durum ortaya çıkar. Milli paranın olabilecek kaçışını sezen spekülâtörler daha önceden pozisyon alırlar. Dolayısıyla sabit döviz kuru uygulamasını sona erdirecek kriz, bu sonucu gerektirecek değişiklikler tamamen gerçekleşmeden bile ortaya çıkabilir ve sabit döviz kuru rejimi sona erdirilebilir.

Sonuç olarak finansal kriz,uzun dönemde sabit kurun sürdürülmesini imkansız hale getiren hükümet politikalarındaki tutarsızlıklardan kaynaklanmaktadır. Bu açıdan

değerlendirildiğinde ekonomik tercihlerdeki temel yanlışlıklar kriz ortamının doğuşunun temel sebebidirler.

### 3.2.3 Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

1997- 1998 yıllarında Güney Doğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan krizleri “birinci nesil” ve “ikinci nesil” modeller ile açıklamak oldukça zordur. Bu dönemde kriz yaşayan Tayland, Endonezya, Kore, Malezya ve Filipinler’de 1996 yılında bütçe açığı ya hiç oluşmadı ya da çok düşük düzeylerde seyretti. Bu beş ülkede ekonomide enflasyon oranları %10’un altında kaldı GSMH ise bu durumun aksine %5’in üzerine çıktı. Bu krizleri açıklayabilmek için “üçüncü nesil” modellere ihtiyaç duyulmuştur. Bu tür krizler “üçüncü nesil” modellerin savunucularına göre, temel olarak bankacılık sisteminde ortaya çıkan sorunlardan kaynaklanır<sup>177</sup>.

1997 Asya Krizi ile birlikte, birinci ve ikinci nesil modellerin öngörülerinin, bu tarz bir krizi açıklamaktan uzak olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu modeller 2001 Türkiye’de yaşanan krizi de açıklamakta yetersiz kalmıştır. Türkiye 2001 Şubat’ına kadar uyguladığı istikrar programında döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanarak enflasyonu aşağıya çekmeyi hedeflemiş, ancak 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşadığı iki spekülasyon atakla bu politikayı sürdürememiştir.

Birinci nesil modeller Türkiye krizini açıklamakta yetersiz kalmışlardır. Krugman’ın modelinin aksine, Türkiye bütçe açıklarının monetizasyonu nedeniyle bu

---

<sup>177</sup> Kaplan C., a.g.m, Haziran 2002, s. 2.



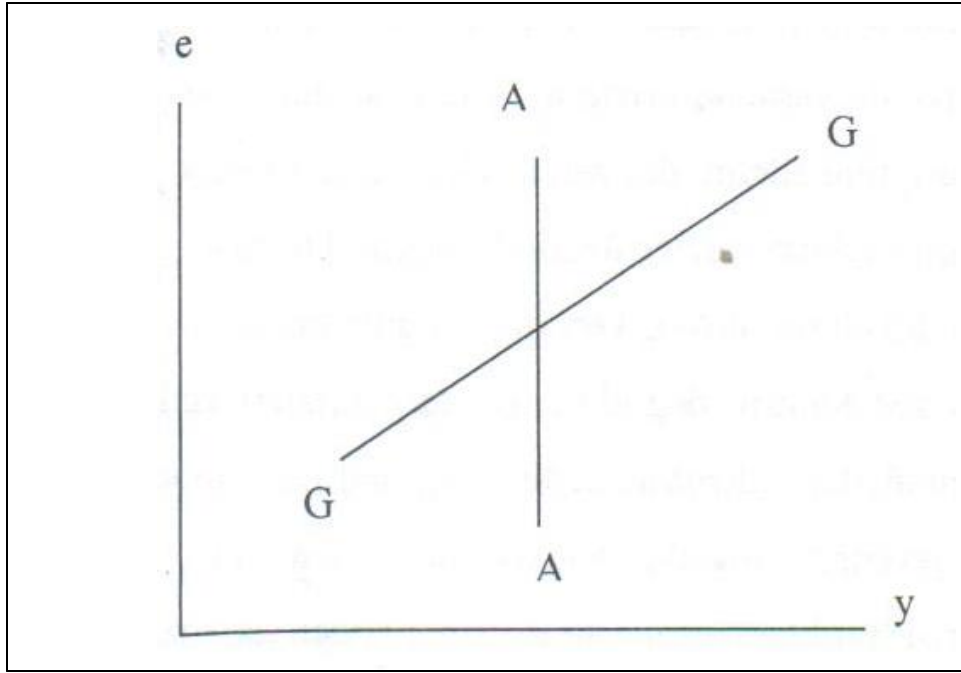
dönemde bir spekülâtif atak yaşamamıştır. İç varlıkların sabitlenme politikasındaki başarı, sistemin çökmesinin ya da sürekli artan para arzı gibi bir nedenden kaynaklanmadığını göstermektedir. Gerek Güneydoğu Asya'da gerekse Türkiye'de yaşanan krizlerin politik tercihler sonucunda gerçekleşmemiş olması, ikinci nesil kriz modellerinin de, bu krizleri açıklamakta yetersizliğini gösterir. Sabitlenen kurların faizler üzerinde büyük baskı yarattığı da söylenemez. Dolayısıyla, bu ülkelerin döviz kurunun sabitlenmesi ile işsizlik arasında bir ikilem yaşamaları da söz konusu değildir. Bu tarz krizleri açıklamaya yönelik modellere “üçüncü nesil kriz modelleri” denir. Üçüncü nesil modellerde, döviz krizi sürecindeki temel problem bankacılık sisteminde meydana gelen sorun ve aksaklıklar olarak görülür. Bu süreçte ahlaki risk problemlerini arttıran temel neden ise, bankaların döviz cinsinden aşırı borçlanmalarıdır. Devletin açık ya da gizli bir şekilde bu kurumlara düşük faizli kredi verme ya da bazı imtiyazlar tanıyarak onları kurtarma mücadeleleri de aşırı borçlanma durumunu ve banka bilançolarındaki kötüleşmeyi arttırır. Dolayısıyla üçüncü nesil modellerin asimetrik bilgi ve ahlaki risk gibi kavramlarla çalışan Yeni Keynesçi ve Post Keynesçi finansal kriz modelleri ile bağlantılı olduğu görülebilir.<sup>178</sup>

Üçüncü nesil modellerin en önemli özelliklerinden biri de aşırı borçlanma olgusunu modellerde kullanmalarıdır. Aşırı borçlanmada, mevduat sigortaları gibi açık veya zımni kurtarma garantileri de önemli rol oynar. Bir başka ifade ile, bankalar iç piyasada artan kredi talebini karşılamak için bu garantilere de güvenerek dış borçlanma yaparlar ve iç piyasada artan borçluluğu desteklerler. Çünkü kredi talebindeki hızlı artış, faiz oranlarını da yükseltici etki yapar. Bankalar kur garantileme (hedging) aracını kullanmadan döviz cinsinden borçlanarak, yüklendikleri riskleri mevduat sigortası veya zımni kurtarma garantisi yoluyla devlet bütçesine aktarırlar.

---

<sup>178</sup> Bilgin H., Karabulut G., Ongan H.,a.g.e., 2002, s.16.

Üçüncü nesil modellerde iki tür ahlaki risk ortaya çıkar. Bunlardan ilki, bankaların bu garantilere güvenerek kur garantilemeye gitmeden borçlanmasıdır. İkincisi ise iç piyasada, borçluluk ve faiz oranlarının yükselmesi ile artan ahlak riskidir. Krugman'ın 1999 tarihli çalışması, üçüncü nesil modellerin önemli bir örneğini içerir<sup>179</sup>.

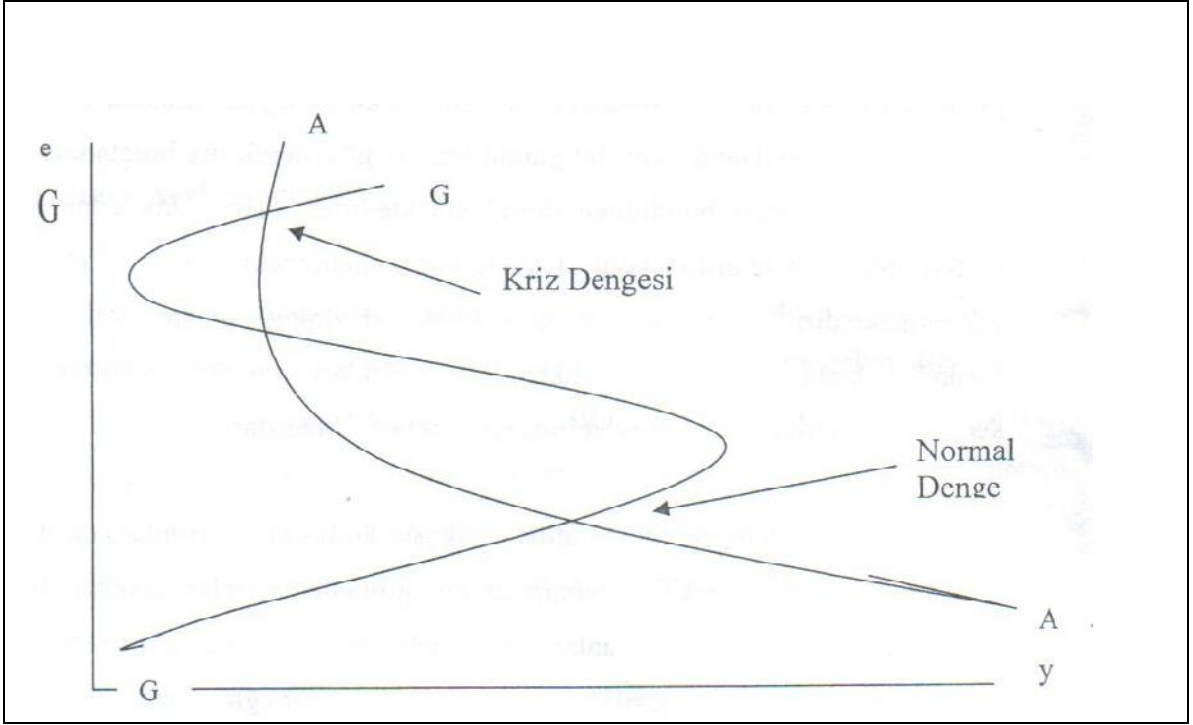


**Grafik 4.** Para Arzı Döviz kuru ilişkisi

**Kaynak:** Krugman, “ Balance Sheets, The Transfer and Financial Crises”, *International Tax and Public Finance*, sayı.6, 1999, s.13

Şekildeki AA eğrisi, para arzının değişmediği durumda iç ve dış faizlerin eşit olduğu noktaları gösterir. GG eğrisi ise, döviz kuru değiştikçe gelirin nasıl değiştiğini göstermektedir. GG eğrisi pozitif eğimlidir. Çünkü kurun artması, ihracat kanalı ile geliri artırır.

<sup>179</sup> Krugman P., **Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises**, *International Tax and Public Finance*, Vol:6, Ocak 1999, s.13.



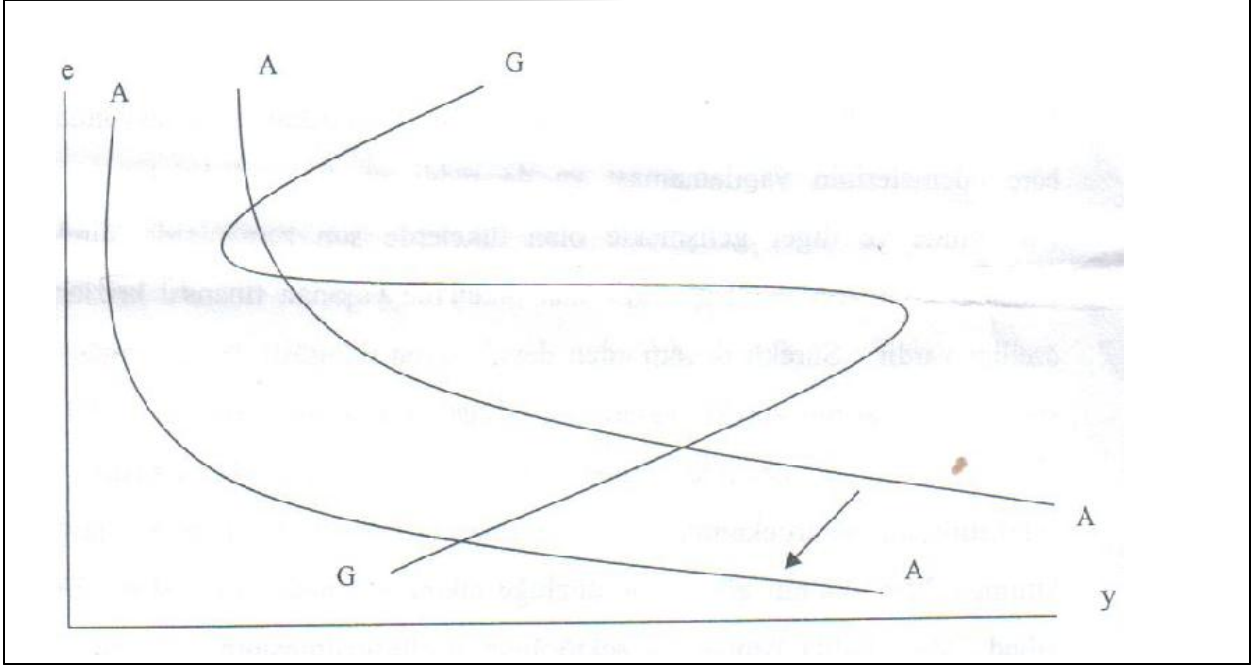
**Grafik 5.** Ekonominin Kriz Dengesi ve Normal Dengesi

**Kaynak:** Krugman, “Balance Sheets, The Transfer, Problem and Financial Crises”, International Tax and Public Finance, sayı.6, 1999, s. 24

Döviz kurunun yükselmesi başlangıçta ihracatın artışı yoluyla geliri de artırır ve ilk denge noktasına ulaşır (normal denge). Fakat, kurun artmaya devam etmesi bilanço etkisi yaratır. Böylelikle aşırı döviz borcu olan bankalar, aracılık işlevini yerine getiremez hale gelirler. Krugman, bu durumda ele alınabilecek alternatif politikalardan en önemlisinin para politikası olduğunu belirtir. Para arzının daraltılması, AA eğrisini sola kaydırarak normal bir denge noktasının oluşmasını sağlar.

IMF'nin de gerek Asya krizinde gerekse Türkiye 2001 krizinde önerdiği bu tarz daraltıcı bir para politikasının geliri kriz dengesinden de daha aşağı bir düzeye çekmesi, dikkat çekicidir. Fakat bu tür bir politikanın alternatifi olan ve işsizlik sorununu acilen

çözmek amacıyla uygulanan genişletici politikaların da bir taraftan enflasyonu arttıracığı diğer taraftan ise grafikte görüldüğü gibi kuru çok yüksek düzeylere arttıracığı açıktır<sup>180</sup>.



**Grafik 6.** Ekonominin Normal Dengesinde Yaşanan Değişme

**Kaynak:** Krugman, a.g.e, s. 24

Mishkin, yükselen piyasalarda yaşanan finansal krizlerin birkaç aşamadan geçtiğini belirtir. Bunlardan ilki faiz oranlarının üst sınırlarındaki kısıtların ve izin verilen borç çeşitlerindeki sınırı ve finansal sistemin özelleştirilmesine yol açan finansal liberalleşme sonucunda sermaye akışları ile beslenen bir şekilde kredi genişlememesi ve özellikle geri dönmeme riski yüksek olan kredilerin oranının hızla artmasına neden olarak finansal ve finansal olmayan kuruluşların bilançolarındaki bozulmalardır. Bunun sonucunda ikinci bir aşama olan para krizine gidilir. Kötü ve güçsüz bankacılık sistemi merkez bankasını yerel paranın değerini koruması için önlem almada başarısız kalır.

<sup>180</sup> Krugman P., a.g.m, Ocak 1999, s. 24.

Başarısız kalmasının altındaki sebep ise faiz oranlarını arttırma yolunu seçerse bankaların bilançolarının daha da kötü hale gelecek olmasıdır. Merkez bankasının ülkenin yerel parasını koruyacak adımlarda başarısız kaldığının görüldüğü anda ise ülke parasının satışından elde edilecek karlar artar. Böylece ülke parasının elde tutulmasına yönelik beklentiler ve teşvikler artar. Bu durumda ise finansal sektörün çökebileceği ve gelecekte önemli bütçe açıklarına yol açabileceği düşünülmeye başlandığı andan itibaren ise ülke parası değer kaybetmeye doğru yol alır. Üçüncü aşamada ise spekülasyon atakları iyice ortaya çıkar, eğer bu sürecin sonucu devalüasyon ile sonuçlanırsa gelişen ekonomilerin kredi piyasasının yapısı devalüasyon yoluyla mali krize dönüşür. Başka bir ifade ile para krizi sonucunda finansal ve finansal olmayan kuruluşların bilançolarında daha da artan bozulmalar, bu aşamada ekonomiye de sıçrar ve ekonomiyi krize sokan sonuçlar ile her alanda etkisini hissettiren bir mali krizin ortaya çıkmasına neden olur.

Para krizini mali krize bağlayan üç mekanizma vardır: Bu mekanizmalardan ilki, döviz olarak borçlanan yerli firmaların ülke parasının devalüe edilmesi ise borç yükleri de artar. İkinci mekanizma, büyük miktarda döviz yükümlülükleri bulunan bankaların paranın devalüe edilmesi ile beraber büyük ölçekte banka krizlerine neden olur. Sonuç olarak mali krizlerde para krizleri ile birleşmiştir. Firma ve tüketiciler için boçlarını ödeyememe anlamına gelen bu durum, mali kurumların aktiflerinde borç kaybı anlamına gelir. Para krizi ile mali kriz arasındaki bağlantıyı sağlayan üçüncü mekanizma ise, ülkenin merkez bankasının enflasyonla mücadelede kredibiliteye sahip olmamasından dolayı devalüasyonun yüksek enflasyonu da beraberinde getirmesidir<sup>181</sup>.

Sonuç olarak bugüne kadar finansal piyasalarda yaşanmış her kriz kendine has özellikler göstermiştir. Bu durum krizlerin tek bir model altında açıklanmasını ve

---

<sup>181</sup> Mishkin F., **Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, *NBER Working Paper*, No: 8087, 2001, s. 3.

değerlendirilmesini engelleyen en önemli faktördür. Buna rağmen varolan krizlerin ortak değişkenlerinden hareketle yeni, daha kapsamlı ve daha açıklayıcı modellerin oluşturulmasına çalışılmaktadır.

**Tablo 7**

**Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Teorik Yaklaşımların Esas Aldığı**

**Temel Göstergeler ve Güvenilirlikleri**

Ana grup	Temel Göstergeler	Dikkate alınan çalışma sayısı	İstatistiksel olarak doğrulanma sayısı
Sermaye Hesabı	Uluslararası rezervler	12	11
	Kısa Dönem Sermaye Akımları	2	1
	Doğrudan Yabancı Sermaye Akımları	2	2
		1	-
	Sermaye Hesabı Dengesi	2	1
	Milli-Dış Faiz Oranı Farklılıkları		
Borç Yapısı	Dış Yardımlar	1	-
	Dış Borçlar	2	1
	Kamu Borçları	1	-
	Ticari Banka Kredileri	1	1
	İmtiyazlı Krediler	2	2

	Değişken Faizli Borçlar	2	-
	Kısa Dönemli Borçlar		
	Çok Taraflı Kalkınma Bankası Borçları	1	-
Cari Hesaplar	Reel Döviz Kuru	14	12
	Cari Hesap Dengesi	7	2
	Ticaret Dengesi	3	2
	İhracat	3	2
	İthalat	2	1
	Ticaret Hadleri	3	2
	İhracat Fiyatları	1	-
	Tasarruflar	1	-
	Yatırımlar	2	-
	Döviz Kuru Tahminleri	1	-
Uluslararası Dış Göstergeler	Reel GSMH Büyümesi	2	1
	Dış Faiz Oranları	4	2
	Dış Fiyat Seviyesi	2	1
Finansal Serbestleşme	Reel Faiz Oranları	1	1
	Kredi Büyümesi	7	5

	Borç- Mevduat Faiz Aralığı	1	-
	Para Çarpanı	1	1
Diğer Finansal Göstergeler	Paralel Piyasa Primi	1	1
	Merkez Parite	1	1
	Band Aralıkları Pozisyonu	1	1
	Para Arz-Talep Açığı	1	1
	Banka Mevduatlarındaki Gelişmeler	1	-
	Merkez Bankasının Banka Kredileri	1	1
	Para	3	2
	M2/ Uluslararası Rezervler	3	3
Reel Sektör	Enflasyon	5	5
	Reel GSMH Büyümesi	9	5
	Üretim Açığı	1	1
	İstihdam/ İşsizlik Oranı	3	2
	Menkul Kıymet Fiyatlarındaki Değişmeler	1	1
Krizin Bulaşması Mali Faktörler	Diğer Krizlerin Yansıması	1	1
	Mali Açık	5	3
	Kamu Tüketimi	1	1



	Kamu Sektörüne Kredi	3	3
Kurumsal Yapısal Faktörler	Çoklu Döviz Kurları	1	-
	Döviz Sermaye Kontrolleri	2	1
	Açıklık	1	1
	Ticari Merkezileşme	1	-
	Banka Krizleri	1	1
	Finansal Serbestleşme	2	1
	Peg Edilmiş Döviz Kurundaki Aylık Harcamalar	1	1
	Geçmiş Döviz Piyasası Krizleri	1	1
	Geçmiş Döviz Piyasası Dalgalanmaları	1	-
	Politik Faktörler	Seçim Zaferi	1
Seçim Yenilgisi		1	1
Yasal Yönetici Transferi		1	1
Yasal olmayan Yönetici Transferi		1	1

**Kaynak:** Akdiş M, *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, 2000, s.99-100.

### 3.3 Sermaye Hareketlerine Yönelik İktisat Politikaları

Sermaye akımları ile ilgili teoriler ele alındıktan sonra bu bölümde yoğun sermaye akımlarının yıkıcı etkilerine karşı kullanılacak politika araçları tartışılacaktır. Son yıllarda ülkelere giren sermayeyi etkilemek amacıyla hükümetlerin uygulamakta olduğu çeşitli politika araçları bulunduğunu görmekteyiz.

#### 3.3.1 Döviz Kuru Politikaları

Artan sermaye akımlarının nominal döviz kurunda bir artışa yol açabileceğinden daha önce de bahsetmiştik. Kısa dönemde para otoriteleri genellikle döviz kurundaki bu artışı engellemeye veya kısıtlamaya çalışsa da sermaye akımının devam etmesi ve rezervlerin artması bu politikaların daha maliyetli hale gelmesine neden olabilmektedir. Sonuçta, sermaye girişi yaşayan ülkelerin bir kısmı devalüasyon yaparak, bir kısmı da döviz kuru rejimlerini esnekliğini artırarak cevap vermektedirler. Kimi zaman da Şili ve Kolombiya'nın yaptığı gibi bu politika önerileri birlikte kullanılabilir<sup>182</sup>.

Bir ülkenin uluslararası politika yapıcılarının karşı karşıya kaldığı en önemli sorunlarından biri ülke parasını sabitlemenin mi yoksa dalgalanmasına izin vermenin mi daha iyi bir karar olduğudur. Döviz kurlarını sabitleyerek uluslararası sermaye işlemlerinin serbest bırakılması, altın standardı savunucularının ana fikridir. Güvenilir bir sabitleme, dalgalı döviz kuruyla ilgili belirsizlikleri ve maliyetleri azaltırken, yurtiçinde de nominal

---

<sup>182</sup> Reinhart C., Reinhart V., **Some Lessons For The Policy Makers Who Deal With The Mixed Capital Flows**; 1998, s.3, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/13212/1/lessons.pdf>.

çıpa görevi görecektir. Fakat pratikte döviz kurunu sabitlemek yüksek sermaye hareketliliği durumunda oldukça kırılğan bir yapı arz etmektedir. Belirli bir zaman aralığı hedeflenmemişse, açık sermaye piyasalarının varlığında döviz kurunu sabitlemek makul bir seçenek değildir.

Ekonomik istikrarı sağlamak ve finans piyasalarını serbestleştirmek isteyen hükümetler döviz kurlarını sabitleme yoluna gidebilirler. Ekonomik reform, dengeli bir makro ekonomik yapı ve istikrarlı bir döviz kuru, yeni üretim ve yatırım kaynakları arayan yatırımcıyı uyacaktır. Yurtiçinde daha fazla kredi verebilmek amacıyla ulusal bankalar yurtdışından borçlanacaklardır. Fakat döviz kuru sabitlenmiş olduğundan, hükümet ile Merkez Bankası para arzını kontrol edemezler ve süreç ülke parasının değerlenmesiyle sonuçlanır. Böyle bir problem de uluslararası rekabetin zayıflamasına ve ticari mal üreten sektörlerde karların azalmasına neden olacaktır.

Artık günümüzde sabit döviz kuru sistemleri eskisi kadar tavsiye edilmemektedir. Dalgalı döviz kuru sisteminin en önemli avantajları dışsal şoklara ve reel sektörden gelen şoklara karşı dirençli olmasıdır. Kur tamamen serbest olduğu için serbest piyasada belirlenen kurlar oluşan yeni durumlara tam olarak uyum sağlar. Dalgalı döviz kuru rejiminde yurtiçi aktiflere olan talep artışı sonucunda ülke parası değerlenmeye devam ediyorsa artık politik müdahalede bulunulmaz; çünkü döviz kurları serbest bırakılmıştır. Yoğun sermaye akımlarının yaşandığı dönemlerde nominal döviz kuru artışına izin vermenin bazı avantajlarının bulunması, otoritelerin döviz kurunu serbest bırakmalarına neden olabilmektedir. Ülke parasının değerlenmesine izin verilmesiyle elde edilecek avantajlardan ilki, değerlenmenin para arzını, yurtiçi kredileri ve bankacılık sistemini sermaye akımlarından korumasıdır.

Bretton Woods sabit fakat düzeltilebilir döviz kuru sistemi yıkıldığından beri giderek daha fazla sayıda ülke paralarını dalgalanmaya bırakmıştır. Döviz kurlarının olabildiğince serbest dalgalanmasına izin vermek spekülasyon girişini caydırabilmektedir. Belirsizliğin artması da bir nevi Tobin vergisi etkisi yapmaktadır. Saf dalgalanmanın en büyük dezavantajı yoğun sermaye akımlarını uyararak reel döviz kurunda keskin ve beklenmeyen hareketlere neden olabilmesidir. Yapılan bazı ampirik çalışmalar da bize reel döviz kuru hareketliliğini ticarete konu olan mal sektörlerinde negatif etkili olabildiğini göstermiştir.<sup>183</sup>

Günümüzde dalgalı kur sistemine doğru bir yöneliş olmasına rağmen bazı ülkeler sabit döviz kuru uygulamasını tercih etmektedirler. Bunun bir nedeni Guillermo A. Calvo ve Carmen M.Reinhart'ın öne sürdükleri dalgalı kur korkusu hipotezidir. Hipoteze göre ülkede güvenilirlik sorununun bulunması sermaye piyasalarının dışa açık olması durumunda dalgalanma korkusu yaşatabilir. Gelişmekte olan ülkelerde kurdaki dalgalanmalar düşük boyutta olmasına rağmen ciddi finansal krizlere yol açabilmektedir. Bu ülkelerde dolarizasyon sorununun olması buna karşılık iktisadi ajanların döviz borçlarını korumaya alabilecekleri (hedge) piyasaların olmaması ya da yeterince gelişmemiş olması kurlardaki oynaklığa karşı hassasiyetlerini daha da arttırmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda kur hareketlerinin enflasyonu gelişmiş ülkelere oranla daha fazla etkilemesi ise bir başka korku nedenidir. Bu yüzden kurun hareketli olması çok fazla istenmemektedir.

Son yıllarda para krizlerine bakıldığında bunların genelde sabit döviz kuru rejiminden kaynaklandığına dair bir kanı olsa da Francesco Caramazza ve Jahangir Aziz'in

---

<sup>183</sup> Reinhart, a.g.m, 1998, s. 13.

1975 ve 1996 yılları arasında 116 aynı vaka üzerinde yaptıkları çalışma krizlerin aynısının dalgalı döviz kuru sisteminde meydana geldiğini ortaya koymuştur<sup>184</sup>.

Sabit ve dalgalı döviz kuru rejimleri dışında ara döviz kuru rejimleri de bulunmaktadır. Bunlar: para kurulları, dolarizasyondur. Para kurullarının bir üst versiyonu dolarizasyondur denilebilir. Dolarizasyonun kabulü ile birlikte ülke artık devalüasyon politikasından vazgeçtiğini açıklamış olmakta, ABD'den fiyat istikrarı, ithal etmekte ve ABD ekonomisi ile uzun vadeli bir birleşme içine girmektedir. Para kurulları ise ülke parasını güçlü bir para birimine sabitleyerek ülke parası desteklemektedir. Para kurulları Merkez Bankasının yerine geçmektedir. Ancak Para kurulları tam kredibiliteye sahip olamayabilir.

### 3.3.2 Maliye Politikaları

Maliye politikasının, özellikle finansal krizlerin reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltıcı yönde uygulanması söz konusudur. Maliye politikası ile ödemeler dengesi arasında ilişki söz konusudur. Kamu harcamalarının finansmanında, kamu gelirleri ve özel tasarruf artışlarından yararlanılmadığında, cari işlemler bilançosu açıkları artmaktadır. Cari işlemler bilançosu açıkları, bütçe açıklarında cari işlemler bilançosu açıklarına eşit tutarda bir azalış meydana gelmediği durumda artmaktadır.

Finansal istikrarın sağlanmasında yaşanan güçlüklerin kaynağında finansal riskler ile mücadele etmekte yaşanan güçlükler yatmaktadır. Özellikle sistematik finansal riskleri

---

<sup>184</sup> Caramazzi F., Aziz J., **Fixed or Flexible: Getting The Exchange Rate In The 1990s**, 1998, s.3.

yönetmek önemlidir, çünkü sistematik risk başarılı şekilde yönetildiğinde çoğunlukla sistematik finansal krizler ortaya çıkmaz<sup>185</sup>. Sistematik finansal risk, finansal sistemde yaşanan sapmaların reel ekonomi üzerinde üretim azalışları, işsizlik v.b. makroekonomik sapmalar oluşturacak etkilere yol açmasıdır. Bu açıdan özellikle para ve maliye politikalarının, finansal krizlerle mücadele de sistematik finansal risklerin azaltılması/ yönetimi şeklinde uygulanması önem kazanmaktadır. Finansal krize yol açan sistematik risk kaynakları içsel ve dışsal risk kaynakları olarak ayrılmaktadır. Riskler hem içsel (finansal piyasalar, finansal kurumlar ve finansal altyapı) hem de dışsal (makroekonomik sapmalar ve doğal ve/veya siyasi gelişmeler) kaynaklı olabilir. Bu nedenle finansal sistemi oluşturan unsurların (piyasalar, kurumlar ve altyapı) ve reel ekonominin (hane halkı, firmalar ve kamu kesimi) sistematik bir şekilde denetlenmesi gereklidir. Ayrıca analiz sektörler arası etkileşimleri de dikkate alınmalıdır çünkü finansal istikrarsızlığa yol açan dengesizlikler genellikle farklı risk kaynaklarında ortaya çıkan zayıflıkların bir araya gelmesine bağlı olarak oluşmaktadır. Örneğin; ödemeler sistemindeki operasyonel başarısızlıklar, finansal kurumlarda yaşanan problemlerden kaynaklanabilir.

Bozulan finansal istikrarın temini için maliye ve para politikası araçları eş anlı olarak kullanılabilir. Para politikası, parasal genişlemenin yol açtığı enflasyonist baskıları azaltarak finansal istikrar için son derece önemli olan fiyat istikrarını sağlanmasına katkıda bulunabilir<sup>186</sup>. Finansal sistemin iyi işlemesi için gerekli şartlar; maliye ve para politikalarını temel alan istikrarlı bir makroekonomik yapı, dinamik bir özel sektör, hem yurt içinde finansal kurumların güçlü bir idare tarafından yönetilmesine hem de piyasa güçleri tarafından dış disiplinin sağlanmasına imkan verecek destekleyici bir kanuni çerçeve ve firmaların düzenlenmesi ve denetimi olabilir. Ancak bu şartların sağlanabilirliği, hükümetin piyasalarda başarılı bir düzenleyici rol üstlenmesine bağlıdır. Bu rolün iki boyutu vardır:

---

<sup>185</sup> Schinasi G., **Responsibility of Central Banks For Stability in Financial Markets**, 2003, s. 4.

<sup>186</sup> Santomero A.M, **What Monetary Policy Can and Can Not Do?**, *Bussiness Economics*, sayı. 37 , No. 1,Ocak 2002, s.16.

- Politika oluşturucu kurumları (Merkez Bankası ve düzenleyici kurumlar) güçlendirmek için teknik destek sağlamak
- Maliye ve para politikaları ile finansal politikalarda Şeffaflık sağlayarak finansal işlemlerde bütünleşmeyi ve Şeffaflığı güçlendirmek<sup>187</sup>.

Finansal istikrarı sağlayıcı makroekonomik politikalar, özellikle maliye ve para politikalarının eş anlı yürütülmesine paralel olarak finansal liberalizasyon dönemlerinde daha dikkatli uygulanmalıdır. Finansal liberalizasyonun getirdiği dışa açılmanın, reel ekonomideki dengeleri bozucu ve piyasalarda finansal kırılganlığa yol açıcı etkiler oluşturmasını engellemek için finansal reformların uygulandığı dönemlerde bazı makroekonomik politikaların uygulanması gerekir<sup>188</sup>:

- Finansal reformların geniş bir yapısal ekonomik reform politikasının parçası olmalıdır,
- Kamu açıkları uygun düzeyde tutulmalı ve bu açıkların finansmanı enflasyonist olmamalıdır,
- Finansal istikrar açısından fiyat istikrarı çok önemli olduğu için enflasyonu baskı altına alacak bir para politikası uygulanmalıdır,
- Başarılı bir para politikası uygulaması için Merkez Bankası'nın bağımsızlığı sağlanmalıdır,
- Dalgalı döviz kuru uygulanmalıdır.

Finansal istikrar açısından maliye politikası diğer politikaları destekleyici bir araç olarak kullanılır.

---

<sup>187</sup> Das S., Quintyn M., **Crisis Preventio And Crisis Management: The Role of Regulatory Governance**, *IMF Working Paper*, No.163, s.12.

<sup>188</sup> Uzunoğlu S., Alkin K., GürleŐel C.F., **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan lkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, IMKB Araştırma Yayınları, İstanbul, 1995, s. 44.

Bir ekonomide mali sürdürülebilirlik, bütçenin gelir ve harcama dengesinde ciddi bir bozulma olmadan ve likidite problemlerini engelleyecek şekilde bütçe sınırlamasının değerinin korunması olarak tanımlanabilir. Tanzi, mali sürdürülebilirliğin mali denge ile sağlanabileceğini belirtmiştir. Mali denge sürekli gelir ile sürekli harcamalar arasındaki ilişkiyi gösterir. Bu değişkenlerinden biri trendin dışına çıktığında (arttığında/azaldığında) diğeri onu karşılayacak şekilde artmalı/azalmalıdır<sup>189</sup>.

Ekonomide mali sürdürülebilirliğin sağlanması, finansal istikrar açısından son derece önemlidir çünkü özellikle piyasalarda maliye politikası kararlarına ilişkin eksik bilgilendirmenin söz konusu olması halinde bu durum üç farklı yönden finansal istikrarının bozulmasına yol açabilir:

- Kısa vadeli sermaye akımları- bütçe açıkları artışı (Latin Amerika ve Türkiye): Finansal liberalizasyon ile birlikte kısa vadeli sermaye akımlarının hızla ekonomiye girdiği dönemler, bütçe sınırlamalarının gevşetildiği dönemler olmuştur. Bir yandan piyasalara giren sermaye, diğer yandan yüksek bütçe açıkları hem likiditeyi artırarak enflasyonist baskıyı körüklemiş hem de kamu mali dengesini bozmuştur,
- Yüksek kamu müdahalesi (Asya ülkeleri): Asya ülkelerinde yaşanan hızlı büyüme, aktif kamu müdahalelerinin sonucudur, ancak 1997 krizinde kamu müdahalesinin başarısız olmasıyla finansal krizin baş göstermesi, kamunun piyasalardaki rolünün yeniden sorgulanmasına yol açmıştır,
- Ülkenin büyüklüğü: Maliye politikası kararlarının finansal piyasaları etkileme gücü açısından ülkenin büyüklüğü önemlidir. Analitik bulgular, bağımsız

---

<sup>189</sup> Ross A.C., **Economic Stabilization For Developing Countries**, Edward Elgar Publishing, 1991, s.85.



makroekonomik politika uygulayan küçük ülkelerin büyük ülkelere kıyasla finansal analistler tarafından çok daha yüksek maliyetler ile karşılaşabildiklerini göstermektedir<sup>190</sup>.

Maliye politikası uygulamalarının finansal istikrarı sağlayıcı şekilde gerçekleştirilebilmesi için maliye politikasının belli düzenlemeler çerçevesinde "kurallar" ile belirlenmesi önerilmektedir.

Tanner'e göre etkin bir maliye politikası kuralı, belirli şartlar altında vergi oranı değişikliğini ve özellikle konjonkür karşıtı borçlanmayı azaltabilen ve böylece finansal piyasalardaki kırılma noktalarını azaltma/ortadan kaldırma yeteneğine sahip olan bir kurumsal düzenlemedir. Bir maliye politikası kuralının finansal istikrarı sağlayıcı şekilde uygulanması için bazı şartların gerçekleşmesi gerekir<sup>191</sup>:

- Orta vadede sürdürülebilir dış denge sağlanmalı, cari açık çok yüksek olmamalıdır,
- Özel harcamalar ile kamu harcamaları tam kapasite kullanılmalıdır,
- Fiyat istikrarı sağlanmalıdır,
- Bütçe açıkları çok yüksek olmamalıdır.

Bu şartlara bağlı olarak maliye politikası kurallarının uygulanabilirliğini sağlayıcı teknik ve kurumsal bir altyapı da oluşturulmalıdır. Yüksek kamu borcuna sahip olan gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarın sağlanması için maliye politikası kuralının temel özelliği; kamu borcunu azaltabilme yeteneğine sahip olmasıdır. Bu yeteneğin artırılması için maliye politikası kuralı; uygulanması basit, esnek ve büyüme yönlü bir kural olmalıdır. Maliye politikası kuralının uygulanmasının basit olması; orta vadeli borçlanma sınırı ile uyumlu şekilde kuralın, bütçe uygulanması aşamasında borçlanmayı

---

<sup>190</sup> Calvo G.A., **On Dollarization**, *Economics of Transformation*, sayı. 10, No.2, 2002, s.396.

<sup>191</sup> Ross L., a.g.e, 1991, s.176.

denetleyebilme ve kontrol edebilme yeteneğine sahip olmasıdır. Maliye politikası kuralının esnek olması; dışsal şoklarla başa çıkabilme yeteneğine sahip olmasıdır. Buna göre örneğin; finansal istikrarı bozucu bir dış şok nedeniyle yurt içi piyasada likidite artışı olduğunda kural, bu artışı sınırlayıcı önlemler alabilecek esneklikte olmalıdır. Maliye politikası kuralının büyüme yönlü olması ise yurt içi reel ekonomik büyümeyi sınırlandırıcı etkiler oluşturmadan finansal baskılarla mücadele edebilme yeteneğine sahip olmasıdır. Bu özelliklere sahip olan bir maliye politikası kuralı, ani sermaye çıkışı, yüksek risk primi gibi dışsal şokların yaşanmaması halinde finansal piyasalarda kırılmalığa yol açan etkenleri hızlı ve başarılı şekilde bertaraf edebilir. Bunun yanında maliye politikası kurallarının, geniş ölçüde yapısal reformların bir parçası olarak uygulanması, özellikle finansal risklerin yüksek olduğu ve kırılmalıkların sık yaşandığı ekonomilerde bu kuralların başarı şansını ve sürdürülebilirliğini arttıracaktır.

Bununla birlikte uygulanan daraltıcı politikaların kısa vadeli sonuçları mali dengede ve fiyatlarda dolayısıyla finansal piyasalarda kısmi bir iyileşme sağlamıştır. Çünkü daraltıcı önlemler parasal genişlemenin de daralmasına ve finansal piyasalarda dengelerin yabancı sermaye girişleri lehine sürdürülmesine yardımcı olmuştur. Ancak bu önlemler uzun vadede üretim ve istihdam azalışlarını körükleyerek reel ekonomideki durgunluk sürecini hızlandırmıştır. Dolayısıyla bu ülkelerde finansal krizlerle mücadelede tüm makro ekonomik politikaların eşanlı yürütülmesi önem taşımaktadır. Bu çerçevede özellikle para ve maliye politikalarının birbiriyle tutarlılığı, krizlerin oluşumunu engelleyici etki oluşturabilir, en azından krizlerin ülke ekonomileri üzerindeki etkilerini azaltabilir<sup>192</sup>.

Kamu maliyesinde vergi, harcama ve borçlanma politikaları üzerine uygulanan sınırlamaların temel hedefi, kamu mali yapısında istikrarın sağlanmasıdır. Ancak daha

---

<sup>192</sup> Şimşek H., **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikası**, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 13, Sayı 1, 2008, s. 15.

istikrarlı ve güvenilir bir ekonomik yapının sağlanması için kamu mali politikaları ile birlikte para politikalarının da etkin ve hızlı bir şekilde uygulanması gerekir. Ayrıca mali dengeyi temel alan ekonomik istikrar politik istikrar ile yakından ilişkilidir. İstikrarlı ve güvenilir bir hükümet yurt içi ve yabancı piyasalara güven verebilir ve bu yolla mali ve parasal önlemler daha etkin uygulanabilir. Böylece ekonomik hedeflere daha kolay ulaşılabilir.

Küreselleşme süreci ile birlikte sermaye akımlarının özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarına hızlı girişi, ülkelerin bu hızı karşılayabilecek yeterli finansal altyapıya sahip olmamaları nedeniyle krizleri kaçınılmaz kılmış, krizlerle mücadelede maliye politikası açısından küresel bir vergi olan Tobin vergisi önerisi önem kazanmıştır.

Finansal krizlerle mücadelede uygulanan bir başka maliye politikası aracı ise kamu borçlanmasıdır. Kriz dönemlerinde devlet, özel sektörün krize girmesini engellemek amacıyla firmaların ve bankaların döviz pozisyonlarını korumalarına yardımcı olmak için döviz rezervlerini satışa çıkarabilir. Ancak bu durum, aşırı değerlenmiş nominal döviz kurunun söz konusu olması halinde devletin kısa dönemli dış nakit sorumluluklarını karşılayacak rezervin yetersiz kalmasına yol açabilir. Bu nedenle böyle bir borçlanma politikası çok dikkatle kullanılmalı ve süresi sınırlı olmalıdır. Devlet ayrıca sermaye çıkışlarını durdurmak için faiz oranlarını yükseltebilir veya ekonomik faaliyetleri daraltmamak için faiz oranlarını sabit tutabilir. Ülkenin kısa dönemli iç borç stoku yüksek ise faiz oranlarının yükseltilmesi, piyasa faiz oranlarını daha da arttırarak reel piyasalarda durgunluğa yol açabilir. Buna karşılık ülkenin dış boç stoku yüksek ise faiz oranlarının arttırılması, ülke parasının değerinin düşme riskini azaltarak piyasalar üzerinde olumlu etkiler oluşturabilir.

Finansal istikrarın sağlanması için etkin bir finansal denetimin yapılması da oldukça önemlidir. Ancak bu tür bir denetimi sağlayacak birimlerin hem düzenleme ve denetleme açısından hem de kurumsal ve mali açıdan bağımsız olmaları, denetimin etkinliği açısından büyük önem taşımaktadır.. Finansal piyasaların istikrarlı işleyişi bir yandan başarılı maliye ve para politikalarının uygulanmasına diğer yandan da etkin bir finansal denetleme mekanizmasının işlerliğine bağlıdır. Finansal krizler ile mücadelede para ve maliye politikalarının eşanlı kullanılması önem taşımaktadır. Bununla birlikte kriz dönemlerinde uygulanması önerilen bazı maliye politikası düzenlemelerinin krizlerle mücadelede etkin olduğu literatürde tartışılmaktadır. Bu önerilerden biri maliye politikası kuralları ile ilgilidir. Buna göre maliye politikası uygulamalarının finansal istikrarı gerçekleştirilebilmesi için maliye politikasının belirli kurallar ile belirlenmesi önerilmektedir. Ancak bu tür kuralların başarılı şekilde uygulanabilmesi için gerekli makroekonomik ortamın sağlanması şarttır. Bu dönemlerde cari açık çok yüksek olmamalı, özel harcamalar ve kamu harcamaları belli bir seviyede tutulmalı (bütçe açığı düşük olmalı) ve fiyatlarda çok hızlı artışlar oluşmamalıdır.

Kriz dönemlerinde para ve maliye politikalarının uygulanması konusunda genellikle bu dönemler için sıkı para ve maliye politikalarının kullanılması önerilmektedir. Vergilerin artırılması, kamu harcamalarının kısılması ve likiditenin daraltılması bu önlemlerin temelini oluşturmaktadır. Aynı zamanda faizlerin yükseltilmesi, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ve konvertibilitenin sürdürülmesi gibi önlemler alınmakta ancak bu önlemlerin çoğu kriz için çözüm olmak yerine krizi daha da derinleştirmektedir.

Özellikle 1990'lı yılların sonlarında yaşanan finansal piyasalar kaynaklı krizler ile mücadele etmek için hükümetler temelde kamu açıklarını ve dolayısıyla enflasyonist baskıları kontrol altına almayı hedefleyen IMF destekli istikrar programları uygulamışlardır. Bu programlar çerçevesinde uygulanan daraltıcı maliye politikalarının

kamu harcamalarını azaltmaya ve kamu gelirlerini arttırmaya yönelik uygulamalarından biri de spesifik bir mali kural olarak değerlendirilebilen faiz dışı fazla oluşturma hedefi olmuştur<sup>193</sup>.

### 3.3.3 Vergi Politikaları

Vergi kavramı esasen maliye politikalarının bir aracıdır. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerini kontrol altına alma konusunda önerilen en önemli çözüm yöntemleri vergisel yön içerdiğinden bu konunun ayrıca ele alınmasında yarar görülmüştür.

Dünya ekonomisinde 1970'li yılların başından itibaren belirginleşen kriz eğilimi, 1980'li yıllarla birlikte sermaye birikim sürecinin yeniden yapılandığı bir dönemi başlatmıştır. Yeniden yapılanma sürecinin belirleyici unsuru, sermayenin uluslararasılaşma eğilimindeki artıştır. Küreselleşme olarak tanımlanan bu süreçte, ekonomik ve toplumsal yapıların sermaye birikimi gereksinimine göre dönüşümü, ulus devletlere empoze edilen ekonomi politikaları yoluyla gerçekleştirilmiştir. Ulus devletlerin bu dönüşümü gerçekleştirirken kullandığı temel araçlardan biri vergi politikalarıdır.

Vergi kapasitesini belirleyen faktörlerin ortaya konulması, vergi kapasitesinin sağlıklı biçimde açıklanabilmesini sağlayacaktır. Söz konusu faktörler temel olarak; kişi başına gelir düzeyi, ihracatın ve sektörlerin GSMH içindeki payları biçiminde sıralanırsa;

---

<sup>193</sup> Şimşek A., Bekar A., **Kurallı Maliye Politikası: Seçilmiş Ülke Örnekleri**, *Sosyal Bilimler Araştırmaları Derneği Yönetim Ve Ekonomi Bilimleri Konferans Bildirileri*, 2008, s. 13.

bunlar veri kabul edilerek ulaşılabilecek “vergiler/GSMH” oranı vergi kapasitesini verecektir.<sup>194</sup>

Küreselleşme sürecinin teorik dayanağını oluşturan neo-liberal iktisat politikaları devletin ekonomideki ağırlığının azaltılmasını ve piyasa mekanizmasının güçlendirilmesini önermektedir. Bu yaklaşım doğrultusunda, devletin ekonomiye önemli bir müdahale aracı olan vergi politikalarının, piyasa mekanizmasını güçlendirecek biçimde kullanılması gerekli olmuştur. Sermaye kesimi üzerindeki vergi yükünün düşürülmesi, sağlanan vergi teşviklerinin yanı sıra dolaylı vergiler ağırlıklı bir vergi yapısı oluşturulması ile gerçeleştirilmiştir. Vergi politikasındaki bu dönüşümlerin sonucunda, vergi gelirlerindeki artışlar kamu harcamalarındaki artışları izleyememiş ve kamu borçlarının sürekli artmasıyla borcun borçla ödenmesi süreci ortaya çıkmıştır. Böylece, küreselleşmenin kamu maliyesi alanındaki en önemli etkisi devlet bütçesini bir borç ödeme planına dönüştürmesi olmuştur. Vergi sistemi, vergi idaresini, vergi yasalarını ve vergi yargısını birlikte kapsamına alan bir kavramdır. Sistemin iyi işleyebilmesi için unsurların tümünün iyi ve birbiriyle ahenkli bir biçimde çalışması gerekmektedir. Bu itibarla, bir ülkede uygulanacak vergi politikasında bu üç unsurun aksayan yönlerinin giderilmesi ve yeni bir anlayışla idari ve mali reformların yapılması krizlerin önlenmesi ya da giderilmesi için zorunludur. Türk vergi sistemini çok yakından ilgilendiren hususlar, vergilemenin etkin ve yeterli yapılamamasından dolayı ortaya çıkan kamu borçlanması ve vergilendirilemeyen gayri resmi kazançların ya da diğer bir ifade ile kayıt dışı ekonominin mevcudiyetidir. Her iki hususta da "vergi idaresi" ve "denetim"nin etkinliği sorunu karşımıza çıkmaktadır. İyi yasalar gereklidir, ancak ondan daha önemlisi bu yasaları uygulayacak ve denetleyecek etkin birimlere ihtiyaç bulunmaktadır. Etkin bir vergi politikası uygulaması için iyi yasal düzenlemelere ihtiyaç bulunmaktadır. Ancak, yasaların uygulaması için de iyi bir teşkilatın kurulması

---

<sup>194</sup> Berksoy T., **Gelişmekte Olan Ülkelerde Vergi Kapasitesi Ve Vergi Gayreti**, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayın No. 411/362, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1984, s.6.

gerekmektedir. Birçok kesimlerce de ifade edildiği üzere, günümüzde, ekonomi yönetimi ile birlikte gelir idaresinin yeniden yapılandırılması zorunlu hale gelmiştir.

Özellikle 70'li yılların başından itibaren, Dünyada ciddi ekonomik istikrarsızlıklar kendini göstermeye başlamıştır. Gelişmiş Batı ülkelerinde dahi milyonlarca insanı işsiz bırakan, düşük gelişme hızı yaratan krizler yaşanmıştır. İşsizlik en gelişmiş ülkelerde yoksulluğa neden olurken az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sefalet doğuran krizler ortaya çıkmıştır. Şili, Arjantin, Brezilya, Nikaragua, Peru, Polonya, İsrail ve Yugoslavya'da 80'li yıllarda hiperenflasyon dönemleri yaşanmıştır. Daha sonra da Meksika, Güneydoğu Asya ve Rusya krizleri ortaya çıkmış ve bu krizler Brezilya, Arjantin ile diğer Latin Amerika ülkelerini de etkilemiştir. Arjantin'de vergi denetimleri sıklaştırılmış, tüm Latin Amerika ülkelerinde vergi reformları yapılmıştır.

Küresel bir nitelik kazanarak Güneydoğu Asya ve Latin Amerika ülkelerinde 90'lı yıllarda ortaya çıkan krizlerde ülke parasının aşırı değerlenmesi, dövize talebin artması, yabancı sermayenin süratle ülkeyi terk etmesi ve spekülasyon kaçışı ile mali piyasadaki paniğin etkisi büyüktür<sup>195</sup>. IMF destekli programlarda, genellikle fiyat sisteminde sapmalara neden olduğu için dolaysız vergilere geçilmesi önerilmesine rağmen, programlardan hızlı sonuç alınması amacıyla dolaylı vergilere yönelinmiştir.

Dünyada ortaya çıkan krizleri giderme yönünde çeşitli istikrar programları uygulanmıştır. Bunların önemli bir bölümünde de vergi sistemlerindeki düzenlemelerin ve izlenen vergi politikalarının büyük yeri olmuştur.

---

<sup>195</sup> Altuğ N., **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 2001, s.177- 190.

Asya Krizi'nin ana nedenleri, aşırı yurtdışı borçlanma, banka sistemlerinin yetersiz denetimleri ve döviz kurlarındaki dalgalanmalardır. Kriz, Dünya ekonomisinde yaşanan küreselleşmenin sonucunda sermaye hareketlerinin yeniden gözden geçirilmesi gereğini ortaya çıkarmıştır<sup>196</sup>. Bu çerçevede de mobil portföy yatırımlarından elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi konusu gündeme gelmiştir. Brezilya'da, "hisse senetleri bonolar ve tüm menkul kıymetlerle benzeri yatırımlara %12 vergi" konulmuştur. Varlık vergisi niteliğindeki bu vergi ile birlikte borsa çökmüş, piyasa durmuş; ancak, bir yıl içinde piyasa ve borsa yeni düzene uyum sağlayarak çalışmaya başlamıştır. Bu düzenlemeye paralel olarak vergi reformu yapılarak vergi kaçakçılığı için hapis cezası getirilmiştir<sup>197</sup>.

Latin Amerika ülkelerinde kamu açıkları ile makro ekonomik denge arasındaki ilişkilerle ilgili olarak reformu içeren politikaların değerlendirilmesinde aşağıdaki tespitlere ulaşılmıştır<sup>198</sup>.

- Vergi tabanını genişletmek için gerçekleştirilen vergi indirimleri kısa vadede vergi gelirlerinde artış sağlamamaktadır.
- Kamu yatırımları, cari harcamalara nazaran daha kolay azaltılabilmektedir.
- Mali sektördeki dengesizliğin en önemli nedeni kamu kesimi mali açıklarıdır.
- Mali müesseselerdeki kurumsal reformlar, izlenen politikaların güvenilirliğini artırmaktadır.
- Sosyal ve ekonomik amaçlı programların başarısı için toplumsal uzlaşma ön koşul olmaktadır.
- Mali kesimin etkin şekilde gözetim ve denetim altında tutulması ve kamu bankalarının özelleştirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır.

---

<sup>196</sup> Parasız İ., **Enflasyon-Kriz- Ayarlamalar**, Ezgi Kitapevi, 2. Baskı, 2001, s. 148.

<sup>197</sup> Tahiroğlu G., **Acı İlaç**, Akşam, 20/03/2001.

<sup>198</sup> Akbudak Y., **Türk Ekonomisinde Yaşanan Krizler Üzerine Bir Değerlendirme**, *Banka- Maliye Ekonomi Üzerine Yorumlar*, sayı. 6, Haziran 2002, s.7.



Bu tespitler çerçevesinde, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik krizlere karşı istikrarın tesis edilmesini, yurtiçi mali ve üretim piyasalarında kaybolan güvenin tesisi için piyasaların sağlamlık seviyelerinin yükseltilmesini ve etkinliğin artırılmasını öngören programlar uygulanması gerekir.

1970'ler sonrasında Dünya kapitalist sisteminin içine girdiği krize bağlı olarak uygulamaya konulan yeni birikim modelinin temelini, neo-liberal politikalar çerçevesinde piyasa mekanizmasının güçlendirilmesi oluşturmaktadır. Piyasa mekanizmasının güçlendirilmesi için ekonomik ve toplumsal yapıların ihracata dönük birikim modeline uyumlu olarak dönüşüm koşulları, "Washington Konsensüsü" 'nde belirlenmiştir. Konsensüste önerilen ekonomik yapının temel özellikleri serbest piyasa ekonomisinin yerleştirilmesini amaçlamaktadır. Bu çerçevede yapılan öneriler mali disiplin, kamu harcamalarının öncelikler çerçevesinde gerçekleştirilmesi, vergi reformu, finansal serbestleşme, döviz kuru düzenlemeleri, ticaretin serbestleştirilmesi, doğrudan yabancı yatırımlara izin verilmesi, özelleştirmeler, deregülasyon ve mülkiyet haklarının düzenlenmesini kapsamaktadır<sup>199</sup>.

Washington konsensüsü piyasa ekonomisini güçlendirmek üzere yapısal dönüşümün ve ekonomik istikrarın araçlarını da oluşturmaktadır. Piyasa mekanizmasını güçlendirmek üzere uygulanan neo-liberal politikalara dayalı yapısal uyum ve istikrar politikası süreçleri<sup>200</sup>:

---

<sup>199</sup> Lavinge M., **The Economics of Transition from Socialist Economy to Market Economy**, 1999, s. 160.

<sup>200</sup> Sönmez S., **Küreselleşme Söylemi ve Politikalarında Özelleştirmeye Verilen İşlev: İdeolojik, Ekonomik ve Mali Boyutları** , *Dünyada ve Türkiye'de Kamu Girişimciliğinin Dünü Bugünü ve Geleceği Sempozyumu*, TMMOB,1997, s.97-98.

- Fiyatların serbestleştirilmesi yoluyla iç ve dış ticaretin serbestleştirilmesini (liberalizasyon),
- Özelleştirmeler yoluyla mülkiyet ilişkilerinin değiştirilmesini,
- Sıkı maliye ve para politikaları yoluyla makro ekonomik istikrarın sağlanmasını,
- Finansal serbestleşme yoluyla pozitif faiz oranlarını gerçekleştirerek uluslararası sermayenin ülkeye girişini sağlamak ve böylece yurt içi tasarruf açığını kapatmak,
- Devletin ekonomideki ağırlığını sınırlandırarak dışlama etkisini ortadan kaldırmak böylece özel yatırımların gerçekleşmesine ortam hazırlamak,

Piyasaya müdahale ederek piyasada oluşan kaynak dağılımını etkileyen devletin, ekonomiye müdahalesini azaltarak özel sektör ağırlıklı bir piyasa mekanizmasının oluşturulmasını sağlamak yani, devletin ekonomik ve sosyal süreçleri belirleme ve düzenleme işlevinin (düzenleme dışı bırakma/ deregülasyon) ortadan kaldırılmasını kapsamaktadır.

Teorik temelini arz yanlı iktisat yaklaşımından alan bu politika önerileri, II. Dünya Savaşı sonrasında uygulanan Keynesgil talep yanlı iktisat yaklaşımının terk edildiğini göstermektedir. Devlet iç talep unsurlarına bağlı olarak piyasaları genişletmekten vazgeçmiş ve sermaye birikimine yönelik uygulamalarını sermaye üzerindeki kamusal ve sosyal yükleri hafifletmeye dönük amaçlara yönlendirmiştir. Bu bağlamda, üretim ve tüketim kararları üzerinde etkisi minimum olan vergilerin seçildiği bir vergi politikası önerilmektedir. Dolayısıyla küreselleşme sürecinin vergi politikaları üzerindeki en önemli etkisi, vergi yapısındaki değişim olarak ortaya çıkmaktadır.

Önerilen vergi politikaları, vergi sistemleri içinde dolaysız vergilerden dolaylı vergilere doğru bir dönüşümü beraberinde getirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde vergi yapısındaki dönüşüm vergi yükü dağılımını, sermaye gelirleri lehine çevirmektedir. Bunun yanı sıra küreselleşme ile birlikte sermayenin uluslararası dolaşımının artması, onun yüksek vergi yükü alanlarından düşük vergi yükü alanlarına kayışına neden olmaktadır. Bu nedenle özellikle mali sermaye üzerindeki vergi yükünü azaltma çabaları başta olmak üzere, Kurumlar Vergisi ve diğer vergileri de Dünya çapında uyumlaştırılmaya çalışılmaktadır. Söz konusu uyumlaştırma çabaları özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yabancı sermaye girişini kolaylaştırmaya dönük ekonomi politikası tercihlerine koşut olarak vergi oranlarının düşük tutulması sonucunu doğurmaktadır <sup>201</sup>. Yabancı sermaye girişini kolaylaştırmak ya da kaçışını engellemek için sermaye gelirleri üzerindeki vergi yükünün azaltılması var olan kamu açıklarının giderek artışına neden olmaktadır. Böylece küreselleşme süreciyle paralel biçimde kamu gelirleri içinde borçlanmanın payı yükselmektedir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bu süreç, en büyük borç alınabilir kaynağı oluşturan özel sektörün özellikle mali sermayenin vergilendirilmesinden vazgeçildiğini ve borç anapara ve faiz ödemeleri yoluyla bu kesime dolaylı olarak toplumsal kaynakların transfer edildiğini göstermektedir.

Teorik temelini neo-klasik iktisat yaklaşımından alan arz yönlü iktisat politikası çerçevesinde, Türkiye'de 1980 sonrası uygulanan vergi politikaları dolaylı vergiler ağırlıklı bir vergi sisteminin oluşturulması yönünde gelişim göstermiştir. Buna göre 1985-2005 döneminde toplam vergi gelirleri içinde Gelir Vergisinin payı ortalama olarak %35, Kurumlar Vergisinin payı %10, KDV'nin payı yaklaşık %30 düzeyinde gerçekleşmiştir.<sup>202</sup> Kurumlar Vergisi mükellefi olan büyük sermaye kesimleri üzerindeki dolaysız vergi yükünün düşürülmesi, kaçınılmaz olarak toplumun diğer kesimleri üzerindeki vergi yükü

---

<sup>201</sup> Önder İ., *Kapitalist İlişkiler Bağlamında ve Türkiye'de Devletin Yeri ve İşlevi*, *İktisat Üzerine Yazılar 1 Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*, İletişim Yayınları, İstanbul, 2003, s. 255-256.

<sup>202</sup> Yıldırım E., *1980 Sonrası Uygulanan Maliye Politikaları ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri*, *Türkiye Maliye Sempozyumu*, 2001, s.11.

artışını gerektirmiştir, vergi sistemi içinde dolaylı vergilerin payının büyütülmesi yolu ile sermaye kesimleri üzerindeki vergi yükünün düşürüldüğü söylenebilir. Kurumlar Vergisi mükellefleri dışında diğer toplumsal sınıfların gelir vergisi ödediği bilinmektedir. Vergi politikasındaki bu gelişmeler, vergi sisteminin kamu harcamalarının finansmanını karşılama özelliğini ortadan kaldırmaktadır. Buna bağlı olarak vergi gelirleri yetersizliği artan bütçe açıklarına ve kamu borçlarının giderek büyümesine yol açmıştır. Bütçe açıklarının vergi gelirleriyle karşılanamaz büyüklüklere ulaşması, kamu borçlarının yeni borçlanmalarla ödenmesi sürecini doğurmuştur. Bu süreç devletin ciddi bir mali krizin içinde olduğunu göstermektedir. Kamu maliyesi krizinin önemli bir yansıması, konsolide bütçe harcamalarının miktar ve bileşimindeki değişimde ortaya çıkmaktadır. Buna göre konsolide bütçe harcamaları içinde faiz ödemelerinin payı 1990- 2005 döneminde sürekli artan bir seyir izlemiştir. Dolayısıyla bu süreçte kamu bütçesi sürekli olarak faiz dışı fazla verme hedefini gerçekleştirmek üzere düzenlenmiştir. Faiz harcamalarının kamu harcamaları içindeki oranının olağanüstü bir büyüklüğe ulaşması, bir yandan ekonomik istikrarsızlığın önemli bir kaynağını oluştururken, bir yandan da yurt içi tasarrufların sabit sermaye yatırımlarına dönüştürülmesini kısıtlayarak ulusal ekonominin büyüme potansiyelini daraltmaktadır. Ayrıca iç borçlanma senetleri üzerine ödenen aşırı derecede yüksek reel faizler, gelir dağılımını sermaye ve rantıye gelirleri lehine bozmakta, kamunun sosyal hizmet üretimini aksatarak, bölüşüm ilişkilerinde ikinci bir adaletsizlik boyutunu oluşturmaktadır<sup>203</sup>.

1990'lı yıllar boyunca vergi gelirlerinin giderek artan bölümünün faiz ödemelerine ayrıldığı görülmektedir. Özellikle 2001 yılı krizinde vergi gelirleri faiz harcamalarını ödemeye yetmemiş (faiz harcamaları/vergi gelirleri %103,34 tür) diğer gelirlerden de faiz ödemelerine pay ayrılmıştır. 2002 yılı bütçe tasarısında vergi gelirlerinin %74'ünün faiz ödemelerine ayrılması hedeflenmiş, ancak gerçekleşen oran %87 düzeyinde olmuştur. Bu

---

<sup>203</sup> Yeldan E., **Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleştirme ve İktisadi Artığın Dağıtım Süreçlerinde Devletin Rolü**, *Sol Meclis Paneli*, İstanbul, 2003, <http://www.stradigma.com>.

oranlar izleyen yıllarda sırasıyla %70, %56, %38 olmuştur<sup>204</sup>. Böylece devlete borç verme gücü olan sermaye kesimine faiz ödemeleri yoluyla büyük oranda kaynak aktarılmıştır. Bu durum, 1980 sonrası süreçte, sermaye lehine kaynak aktarım mekanizması olarak kamu bütçesinin kullanım biçimini ortaya koymaktadır.

1989 yılında gerçekleştirilen finansal serbestleştirme ve 1980'li yıllar boyunca uygulanan vergi politikaları vergi gelirlerini azaltmıştır. Bunun sonucunda kamu açıkları kronikleşmiştir. Finansal serbestleşme, sermaye kesimi içinde mali sermayeyi güçlendirmiş ve 1990'lar boyunca kamu kesimi borçlanma gereğindeki artış yoluyla mali sermayenin taleplerine cevap verilmiştir. Aslında bu süreçte belirleyici olan temel unsur, liberal devletin gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve toplumsal yapıyı düzenleme biçimidir. Küreselleşme ulusal sermayenin Dünya kapitalizmi ile bütünleşme çabasına destek olmuştur. Bu durum, spekülâtif sermaye hareketlerine yol açmış ve ekonominin sürekli kriz eğilimi içinde bulunmasına neden olmuştur. Bu istikrarsız yapı içinde devlet bütçesi sosyal hizmet üretme amacından tümüyle uzaklaşmış ve kamu kaynakları, vergi politikasındaki düzenlemeler yardımıyla spekülâtif sermaye hareketlerinin gerekleri doğrultusunda kullanılabilir hale gelmiştir.

Sonuç olarak vergi politikasının, maliye politikasından ayrı düşünülmemesi ve maliye politikasının da tüm ekonomik politika ile uyumlu çalıştırılması gerekmektedir. Bunun için mali yönetim bütünleştirilmeli ve parçalanmışlık giderilmelidir. Oluşturulacak birimin de bu çerçevede ele alınması ve ahenkli politika izlemeye imkan vermesi zorunludur. Kriz dönemlerinde mutlak surette vergi gelirlerini artıracak düzenleme ve çalışmaların yapılması gereklidir.

---

<sup>204</sup> Yıldırım E., a.g.m, 2001, s. 11.

### **3.3.4 Ulusal Sermaye Kontrolleri**

Ulusal Sermaye Kontrollerinin Türleri bu başlık altında hali hazırda uygulanmakta olan sermaye kontrolleri doğrudan ve dolaylı kontroller olmak üzere aşağıda sınıflandırılacaktır.

#### **3.3.4.1 Doğrudan (İdari) Kontroller**

Doğrudan kontroller; açıkça belirlenen miktar kısıtlamaları ya da onay koşulu koymak yoluyla sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. İdari kontroller, ilgili ülkelerin sınır ötesi finansal işlemlerinin hacmini etkilemeyi amaçlamaktadır. Finansal işlemlerin gerçekleştirilmesinde en fazla kullanılan mekanizma bankalar olduğundan, bu tür kontrollerin temel özelliği, sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık kesimine idari yükümlülükler getirmesidir. Bu tür kontroller, genellikle ani sermaye çıkışlarından dolayı, döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü, dolaylı kontrollere göre çok daha fazladır.

1990'lı yıllarda birçok GOÜ, uluslararası sermaye akımlarındaki aşırı dalgalanmaların etkilerini azaltmak amacıyla çeşitli kısıtlamalar uygulamışlardır. Örneğin Şili'de yabancı portföy yatırımcılarından paralarını en az bir yıl ülkede tutmaları istenmiştir. Kolombiya, yabancı yatırımcıları, daha az likit olan doğrudan yatırımlara yönettiren, yurtiçi tahvil piyasalarına girmelerini yasaklamıştır. Endonezya ise, özel

işletmelerin yurt dışından borçlanmalarını yavaşlatmak için sıraya girme sistemini gündeme getirmiştir<sup>205</sup>.

#### 3.3.4.2 Dolaylı (Piyasa Temelli) Kontroller

Dolaylı kontroller, sermaye hareketlerini daha maliyetli hale getirerek caydırmayı amaçlamaktadır. Bu tür kontroller; ikili ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilendirilmesi (Tobin vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemlerden oluşmaktadır. Dolaylı kontroller, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilmektedir. İkili ya da çoklu döviz kuru sistemlerinde, ticaret ve sermaye işlemleri için farklı döviz kurları uygulanır. Yetkililer, ticari işlemlerde döviz kurlarını sabit tutmaya çalışırken, finansal işlemlerde ise kurun dalgalanmasına izin vermektedir. Bu sistemde, genellikle yüksek kısa vadeli faiz oranlarının yurtiçi yerleşikler üzerinde büyük bir yük oluşturduğu durumlarda parasal yetkililer, finansal kuruluşların spekülasyon amaçlı krediler vermesini yasaklayarak, yurtiçi piyasayı bölümlere ayırmaktadır. Ticaret akımlarına dayalı olarak yapılan döviz işlemleri, hisse senetleri ile ilgili işlemler ve doğrudan yabancı yatırımlar bu sınırlamanın dışında tutulmaktadır. Esas olarak, ikili piyasa, yurtiçi piyasada yerli kredi gereksinimi olan spekülasyoncularun maliyetini yükseltirken, spekülasyon olmayan kredi talebinin normal piyasa fiyatından karşılanmasını sağlamaktadır. İkili sistemde, aynı zamanda aşırı sermaye girişlerinin cari işlemler döviz kurunu olumsuz etkilemesi önlenmeye çalışılmaktadır. Bu tür önlemler, sermaye işlemlerinin hem miktarını hem de fiyatını etkilemeyi amaçlamaktadır. Sınır ötesi akımların açıkça vergilendirilmesi ise, yerleşiklerin yabancı finansal aktif, yerleşik olmayanların ise yerli finansal aktif tutmalarının çekiciliğini ve elde ettikleri getiriyi sınırlamayı ve böylece getiri oranlarının düşürülmesi ya da maliyetlerin arttırılması ile bu yatırımların caydırılmasını amaçlamaktadır.

---

<sup>205</sup> Yay T., *Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme*, *İktisat Dergisi*, Sayı: 438, 2003, s. 27.

İdari kontrollerde olduğu gibi, bunlar da belirli kurallara uymayı zorlayarak, cari işlemler ve sermaye işlemlerini ayırmak için, yerleşiklerin döviz kuru işlemleri ile yerleşik olmayanların yerli para işlemlerinin yönetimi anlamına gelmektedir. Bu sisteme yöneltilen temel eleştiri ise, bu uygulamanın bireyleri dolambaçlı yollardan bu engellerden kaçmaya yöneltmesidir.

Sermaye kontrolleri, sermayenin dolaylı yoldan vergilendirilmesi yoluyla da yapılabilmektedir. Sınır ötesi akımların dolaylı vergilendirilmesi, faizsiz zorunlu rezerv/ mevduat karşılığı ayrılması yöntemiyle en çok başvurulan piyasa temelli sermaye kontrollerinden birisidir. Bu uygulamada, banka ya da banka dışı kurumların kendi hesaplarındaki sermaye girişlerinin ya da yabancı para net pozisyonlarının belirli bir oranını, yerli para ya da döviz cinsinden, Merkez Bankasına faizsiz mevduat olarak yatırmaları şart koşulmaktadır. Kazançsız rezerv zorunluluğu olarak adlandırılan bu uygulamanın amacı, kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yayarak ülkeyi spekülasyon sermayenin zararlarından korumaktır.

Diğer dolaylı düzenleme ve kontroller, para piyasası ve bankacılık sistemine ilişkin fiyat ve miktar temelli önlemler olup, işlem ve yatırımcılar arasında farklılaştırmayı amaçlamaktadır. Bu tür kontroller, yerleşik ve yerleşik olmayanların durumlarını farklılaştırmak için ticari bankaların yabancı para pozisyonlarına ya da açık pozisyonlarına konulan limitleri, dışarıdan borçlanabilmek için kuruluşların belirli rating koşullarını sağlamaları gerektiğini ifade etmektedir<sup>206</sup>

---

<sup>206</sup> Akira A., Habermaier K., Laurens B., Otker-Robe İ., **Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization**, *IMF Occasional Paper, No:190*, 2006, s. 7 ,<http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190>.



### 3.3.4.3 Uluslararası Sermaye Kontrolleri Teorileri Ve Çeşitleri

Spekülatif sermaye ve parasal krizler üzerinde yapılan yeni çalışmalar, spekülatif sermayenin çıkışına aslında spekülatif sermayenin kendisinin neden olduğu durumların yol açtığını ortaya koymaktadır. Spekülatif sermaye ülkeden çıkış sürecini kendisi yaratmaktadır. Spekülatif sermaye giriş anında yarattığı sanal (yapay) büyüme etkisiyle eş zamanlı olarak yapay büyümenin olumsuzluklarını da getirmektedir. Kısa sürede spekülatif sermayenin neden olduğu sorunlar, spekülatif sermayenin ülkeyi terk etmesi için gerekli neden olmaktadır.

1980 sonrası gelişmekte olan ülkeleri krizlere sürükleyen spekülatif sermayenin kontrolü iki şekilde gerçekleştirilebilir. Bunlar: Uluslararası sermaye kontrolleri ve spekülatif sermayeye karşı ulusal önlemler alınmasıdır.

1944'den 1970'li yılların başına kadar süren Bretton Woods Sisteminde sabit kurlu rejim sermaye hareketlerinin kontrolünü de içerirken, sistemin çöküşünden sonra, ülkelerin kendilerinin belirlediği farklı kur rejimlerinin uygulandığı, sermaye kontrollerinin minimuma indiği, sistemsiz ya da çok sistemli bir dönem başlamıştır. Bretton Woods sistemi çöküp döviz kurları dalgalanmaya başlayınca; bu durumdan kar sağlama olanağı ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda artan spekülatif sermaye hareketleri karşısında, bu sermaye akımlarını kontrol altına almaya yönelik düzenlemeler hem etkinliğini yitirmeye, hem de ülkelerin çıkarlarına uygun olmamaya başlamıştır. Sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri sürdürmek isteyen ülkeler, hem yabancı yatırımcıların kendilerinden uzak

durduğunu görmüşler hem de bu kontrollerin olmadığı europa piyasalarına doğru sermaye çıkışları riskiyle karşılaşmışlardır.<sup>207</sup>

Bu bağlamda, sermaye kontrollerini ilk olarak 1973’de Kanada, Almanya ve İsviçre kaldırmış ve bu ülkeleri 1974 yılında ABD, 1979’da İngiltere, 1980’de Japonya, 1990’da Fransa ve İtalya, 1992’de ise İspanya ve Portekiz izlemiştir <sup>208</sup>. Örneğin 1974 yılında pek çok sınırlamayı ortadan kaldırarak finansal serbestleşmeye yönelik adımlar atan ABD’de, banka faiz oranları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran sınırlar gevşetilmiş ve sadece yetki aldığı eyalette bankacılık yapabilme zorunluluğu getiren bölgesel bankacılık düzenlemelerinden ulusal bankacılığa geçilmiştir. İngiltere ise 26 Ekim 1986’da yürürlüğe koyduğu “Big Bang” olarak bilinen kararlarıyla Londra Borsası’nı uluslararası işlemlere açmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tüm yetkilerine sahip olabilmelerini olanaklı kılmıştır . 1980 ve 1990’larda, gelişmiş ülkeleri izleyerek, GOÜ’ler de sermaye kontrollerini kaldırmaya başlamışlardır. Bugün gerek miktar gerekse çeşitlilik olarak, sermaye kontrolleri önemli ölçüde azalmış olmakla birlikte, bazı ülkelerin hükümet politikalarında yer almaktadır.

Sermaye kontrollerinin nedenleri ve sonuçları üzerinde iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Sermaye kontrollerine olumlu yaklaşan iktisatçılara göre bir ülke, eğer spekülative bir saldırı ya da panik nedeniyle dış ödemelerinde bir bunalımla karşılaşır ve standart politikalar bu durumdan çıkmak için etkisiz kalırsa, ekonomiyi istikrara kavuşturmak için sermaye kontrollerine başvurulabilir. Malezya ve Şili örnekleri, ekonomik krizlerin spekülative sermaye akımlarıyla derinleştiği durumlarda sermaye

---

<sup>207</sup> Erdoğan, M., **Türkiye’de 1980 Sonrası Mali Politikalar**, *Türkiye 16.Maliye Sempozyumu, Manisa Celal Bayar Üniversitesi*, 2001, s. 15.

<sup>208</sup> Esen O., **Heterodoks İstikrar Programları: Teori ve Uygulama**, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 16, Sayı 3-4, 1989,s. 34.

kontrollerinin makroekonomik dengeler üzerinde olumlu etkiler yaratabileceğini göstererek sermaye kontrolü yanlısı görüşlere destek sağlamıştır.

Sermaye kontrolleri ile ilgili ikinci görüş ise daha çok uzun vadeli sonuçlar üzerinde durmakta ve sermaye kontrollerinin uzun vadede, ülkeye yabancı sermaye girişlerini caydırıcı bir rol oynayarak ülkenin uzun dönemli büyüme performansını olumsuz yönde etkileyeceğini öne sürmektedir. Bu görüşü savunanlar, sermaye kontrollerinin yapısal reformların yapılmasını geciktirerek ya da engelleyerek ülkedeki çarpık ekonomik yapının sürmesine ve yolsuzlukların artmasına yol açabileceği kaygısını dile getirmektedirler. Ayrıca, sermaye kontrollerinin, günümüzde oldukça çeşitlenen ve kullanımı artan yeni finansal araçlar nedeniyle etkin olarak uygulanamayacağını belirtenler de bulunmaktadır<sup>209</sup>.

Her ülkenin ekonomik ve finansal koşulları farklı olmakla birlikte, ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlama ve kontrol getirmelerinin nedenleri genel olarak şu şekilde sıralanabilir<sup>210</sup>:

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi,
- Yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlarda kullanılmasını sağlamak ve yabancıların yurtiçi üretim faktörlerine sahip olmalarını sınırlamak,
- Yurtiçi finansal aktifler, gelir ve servet üzerinden kamu yetkililerine vergileme olanağı sağlamak,
- Yurtdışına çıkabilecek sermaye akımlarını önlemek,

---

<sup>209</sup>Alba, S.A., a.g.e, 2005, s.12.

<sup>210</sup>World Bank , **Adjustment Lending Policies for Sustainable Growth**, *Policy Research Series 14*, 1990, s.40.

- Yurtiçi ekonomik dengeleri, uluslararası faiz ve kur dalgalanmalarından yani dış şoklardan korumak.

Sermaye kontrolleri, Bretton Woods anlaşmasından kabaca 1980'lerin başına kadar kullanılmaktadır. 1980 sonrası ise liberalleşme ve entegrasyon kavramları ışığında kontroller yavaş bir biçimde kaldırılmaya başlamıştır. Çok uzun bir süre sonra değil, 10 yıl sonra sermaye kontrolleri tekrar uygulanmaya başlamıştır. Bu uygulamaların, altın çağ dönemindeki uygulamalarından farkı ise geçici uygulamalar olmalarından kaynaklanmaktadır.

#### 3.3.4.3.1 İmkansız Üçleme Hipotezi

Altın Çağ içerisinde sermaye hareketlerinin üzerine getirilen kontroller ülkelerin bağımsız faiz ve döviz kuru politikaları uygulamalarına izin vermektedir. Böylece ülke içinde düşük faiz oranlarıyla yatırımlar yükselirken, döviz kuru politikası da ihracatın artması yönünde hiçbir baskı olmadan düzenleniyordu. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile ülkeler bu iki politika aracının birlikte kullanımından mahrum kalmışlardır. “İmkansız üçleme hipotezine göre, aşağıdaki üç hedeften sadece ikisi aynı anda gerçekleştirilebilir: Döviz kuru istikrarı, faiz politikası, sermaye hareketlerinin serbestisi”<sup>211</sup>. İmkansız üçleme hipotezinin Serbest kur rejiminde ise döviz kuru üzerindeki yetkilerini piyasaya bırakmaktadır. Sabit kur rejiminde faiz, serbest kur rejiminde ise döviz kuru piyasaya bırakılmaktadır. Türkiye'nin yaşadığı engin deneyimlerden yola çıkarak bu üçleme hipotezini netleştirebiliriz. Güncel yaşama yansımalarını döviz rejimlerinde görmekteyiz. Sabit kur rejiminde, ülke faiz politikasını, 2000 yılında Türkiye'de basitçe sabit kur uygulandığını söyleyebiliriz. Üçlemeye göre bu durumda Türkiye'nin bağımsız faiz politikası yürütmesi imkansızdır. Faizin seyri sermaye hareketleri tarafından

<sup>211</sup> Kiguel M.,Liviatan, N., **The Old and The New In Heterodox Stabilization Programs**, *World Bank Policy Planning and Research Working Papers*, 1989, s.323.

belirlenecektir. Eđer sermaye giriři artarsa faiz dūřecek, sermaye giriři azalırsa ise faiz yūkselenecektir. Faiz deęiřkenini dengeleyici bir unsur olarak gōrebiliriz. Sermayenin yūksel miktarda giriři faizin dūřmesi ile azalacak, sermayenin yūksel miktarda çıkıřı ise faizin yūkselmesi ile azalacaktır. İřte bu noktada para otoritesinin faize mūdahale de bulunması bu mūkemmel denklięi bozacaktır. Kriz sonrası Tūrkiye'nin serbest kur rejimi uyguladıęı gōrūlmektedir. Őlemeye gōre bu durumda Tūrkiye'nin dōviz kurunu belirlemek gibi bir gūcū yoktur. Dōviz kurunun seyri sermaye hareketleri tarafından belirlenecektir. Sermaye giriřleri yūksel olduęu takdirde yerel para deęer kazanır aksi takdirde ise yerel para deęer kaybeder. Tūrkiye'nin teoriye gōre bu durumda faizler ūzerinde tūm kontrolū elinde tutması gerekir. Ne yazık ki faiz konusundaki teorinin parlak yaklařımı gerçeęi yansıtılmamaktadır. Tūrkiye'nin faiz oranı sermaye giriřleri ile iliřkili olarak oluřmaktadır.

Bu durumda bağımsız yerel faiz politikasından bahsetmek yanlış olacaktır. 1990'lı yılların en belirgin özelliği para politikasının yerel amaçları gōz ardı ederek uluslararası sermayenin isteklerine boyun eğmesidir. Uluslararası sermayenin faizlerin yūksel seviyede korunması ve enflasyonun dūřuk tutulması istekleri yerine getirildiği sūrece ūlkenin genişleyici makro politikalar uygulaması imkansızlaşacaktır. Bunun tek sebebi daraltıcı para politikasının spekulatif sermayenin ihtiyaçlarına cevap vererek herhangi bir çıkışı ūnlemeye çalışmasıdır. Sonuç olarak sermaye kontrolleri ūlkenin dōviz kuru ve faiz araçlarını eř zamanlı olarak kullanabilmesine olanak tanımaktadır. Sermayenin ıkış tehditleri karşısında para politikasının çaresizliğini gidermektedir. IMF'den finansal yardım almanın ūn şartı da ūlkeye sermaye çekmenin sinyali olan daraltıcı mikro- makro-sosyal politikaların hūkūmetlere zorla uygulatılması olasılığını azaltmaktadır.<sup>212</sup>.

---

<sup>212</sup> Balassa B., **A Conceptual Framework for Adjustment Policies**, *The World Bank, Working Paper Series 139*, 2000, s. 8-13.

#### 3.3.4.3.2 Finansal İstikrarı Sağlama

Sermaye kontrolleri, finansal istikrarsızlığın ana unsurları olan döviz riskinin, yatırımcının kaçış riskinin, kırılma riskinin ve bulaşıcılık riskinin azaltılmasını sağlayacaktır.

**Döviz Riski:** Dövizin çok kısa bir vadede önemli derecede değerlenmesi ve değer yitirmesini belirtmektedir. Döviz riski, yatırımcılar tarafından yerli enstrümanların ani büyük alım satımlarını kısıtladığı takdirde azalacaktır. Sermaye kontrolleri yerli paranın konvertibilitesini sınırlandırarak ani dalgalanmalardan korur.

**Yatırımcının Kaçış Riski:** Likit finansal değerler tutan yatırımcının herhangi bir sorun karşısında yoğun biçimde elindekileri çıkarmasıdır. Sermaye kontrolleri sermayenin girişi esnasında kısa vadeli yatırım tiplerini sınırlandırarak kaçışı engelleyecektir. Aynı zamanda çıkışta, çıkış yollarını kısıtlayarak riski azaltabilir.

**Kırılma Riski:** Ülkenin özel ve kamu borçlularının cari ödemelerini karşılama yeteneklerini engelleyecek iç ve dış şoklara karşı kırılma riskini belirtir. Kırılma riski çok farklı şekillerde ortaya çıkmaktadır. Borçluların vade ve para birimi uyumsuzlukları içinde olması ve borçluların özel yatırımlarını kaçış riskine eğilimli sermaye ile yapmaları örnek gösterilebilir. Yatırımcıların belli sektörlerde aşırı yatırım yapması, sonucu yapay büyümelerin ortaya çıkmasıdır. Sermaye kontrolleri kırılma riskine giren sermayenin miktarını ya da yatırım kararlarını ve borç vermelerini etkileyerek azaltır.

**Bulaşıcılık Riski:** Ülkenin herhangi bir yerden doğan istikrarsızlığa istemeden maruz kalmasıdır. Sermaye kontrolleri bulaşıcılık riskini finansal bütünleşme düzeyini düzenleyerek ya da yukarıda dile getirdiğimiz riskleri azaltarak önleyebilir.

1990'lı yılların en önemli özelliği gelişmekte olan ülkelerin sürekli finansal krizlere sürüklenmeleridir. 1945 öncesi rakip ülkelerin finansal atakları ve gizli planları yerini sayısız finansal fonun bir arada toplandığı büyük spekülâtor fonlara bırakmıştır. Bu fonların iyi ya da kötü niyetli her eylemi gelişmekte olan ülkeleri etkilemektedir. Bu fonların hareketleri diğer küçük yatırımcıları da etkilemektedir. Küçük yatırımcılar özellikle büyük çaplı hamlelerde hamleyi aynı yönde takip etmektedir. Tipik bir “sürü psikolojisi” örneği olarak görülebilir.

#### 3.3.4.3.3 Bebek Endüstriler Tezi

Bebek endüstriler tezi, Birinci Dünya savaşı öncesinde sanayisi henüz gelişmemiş olan Almanya'nın dış rekabete karşı kendini gümrükler de koruyarak sanayisini belli bir düzeye getirme çabasını teorik düzeyde tanımlayan kavramdır. Nasıl ki bir bebek önce anasının korumasında gelişir, sonra kendi gücüyle varlığını sürdürebilirse, yeni kurulan sanayilerinde gelişinceye kadar korunması gerekir. Sanayi gelişince gümrükler kalkabilir<sup>213</sup>. Çok hızlı bir biçimde yerel finansal piyasalarını kuran ve bu piyasaları yabancı spekülâtif sermayeye açan gelişmekte olan ülkelerin hata yaptığını hem liberal teorisyenler hem de liberal görüşün öncüsü durumundaki kurum olan IMF bile kabul etmektedir. Bu noktada gelişmekte olan ülkelerin yerel finans piyasalarını bir bebek gibi korumaya ihtiyaçları vardır. Koruma ise sermaye kontrolleri yoluyla gerçekleştirilecektir.

Ülke içerisindeki sermayenin vergilendirilmesi, günümüzde önem verilmemesine rağmen ülke içerisindeki sermayenin çıkışları hem vergi tabanında bir boşluk hem de ülkenin dış dengesini etkileyen bir unsur olarak görülmelidir. Ülke içinden dışarıya akan yerli sermaye hareketleri vergilendirilmeyen kazanç olarak görülmelidir. Özellikle kriz

---

<sup>213</sup> Kindleberger C., a.g.e, 1978, s. 145.

zamanlarında yerli sermayenin ülke dışına çıkması ülkelerin içine düştüğü durumu daha ciddileştirecektir. Somut olarak, ülkenin ödemeler bilançosunun içerisinde bulunan hata ve net noksan hesabının yerleşiklerin kayıt-dışı hareketlerini gösterdiği bilinmektedir. Bu hareketin hacmi küçümsenemeyecek kadar büyüktür. Bu noktada yerleşiklerin kayıt-dışı sermaye hareketlerini sınırlama ya da vergilendirme hem ülkenin vergi gelirini artıracak hem de sermayenin başına buyruk hareket etmesi sonucu oluşan finansal sorunlarının önüne geçilecektir.

### 3.3.5 Tobin Vergisi

Tobin vergisi, ülkeye sermaye giriş/çıkışlarının, %0,1 oranında çok düşük bir vergiye tabi tutulması yoluyla krizlere yol açan kısa vadeli spekülative sermaye akımları üzerinde ciddi bir vergi yükü oluşturarak bu akımları sınırlandırmayı amaçlayan bir vergidir. Bu vergi, finansal piyasaların normal işlediği dönemlerde mali oynaklığı azaltma yoluyla piyasaların krize girmesini engelleyebilir ama döviz kurlarında ciddi istikrarsızlıkların yaşandığı dönemlerde etkin değildir. Tobin vergisinin iki aşamalı olarak uygulanması önerilmektedir. Buna göre birinci aşama; döviz piyasasındaki işlemler üzerine uygulanacak çok düşük bir vergi oranından (%0,1), ikinci aşama ise spekülative işlemlerin yapıldığı dönemlerde aktif hale gelerek konjonktörü kırabilme yeteneğine sahip bir fonksiyon üstlenecek olan yüksek oranlı bir vergiden oluşmaktadır<sup>214</sup>.

Tobin vergisinin kriz dönemleri dışında uygulanan birinci aşamasında vergi oranı çok düşük olduğundan piyasadaki likiditeyi azaltıcı etkisi de düşük olacaktır. Ancak finansal kriz dönemlerinde uygulanan ikinci aşamada çok yüksek oranlı vergi uygulaması,

---

<sup>214</sup> Spahn P., **International Financial Flows And Transaction Taxes: Survey and Options**, *IMF Working Papers*, No. 60, 1995, s. 35.



piyasadaki likiditeyi önemli ölçüde daraltır. Artan vergi yükü, bir yandan kısa vadeli faiz arbitrajlarını önemli ölçüde engelleyerek döviz kurlarındaki düşük oynaklığın cazibesini azaltırken bir yandan da kamu bütçesine ek bir gelir sağlar. Böylece hem finansal istikrarsızlığın azaltılabileceği hem de kamu mali dengesinin korunabileceği öne sürülmektedir. Ancak Tobin vergisinin uygulanması kolay değildir. Çünkü uluslararası sermaye piyasası küreselleştikçe ülkelerin, akışkan sermayeyi yurt dışındakinden daha yüksek bir oranda vergilendirmeleri zorlaşacaktır. Dolayısıyla bir ülkede uygulanan yüksek oranlı Tobin vergisi, sermaye çıkışını körükleyecektir. Bu sorun hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde çözümlenememiş, bu nedenle Tobin vergisi sadece bir öneri olarak literatürde yer almıştır<sup>215</sup>.

Uluslararası finansal sistem küresel olduğundan, uluslararası sermaye akımlarına karşı getirilecek en iyi çözüm de küresel nitelikte olmalıdır. Bugünkü uluslararası finansal sistem içinde, tek bir ülkede uygulanan sermaye kontrollerini hem uzun süre uygulamak güç olmakta hem de idari olarak maliyetli olabilmektedir. Bu durum ülkelerin bireysel olarak sermaye kontrolleri uygulayamayacakları anlamına gelmemekle birlikte, küresel düzeyde uygulanacak sermaye kontrollerinin amaca ulaşmak bakımından daha etkin olacağını söylemek mümkündür. Küresel düzeyde işbirliğine dayalı kontrollerden en önemlisi, Tobin vergisi olarak bilinen, döviz işlemlerinden alınacak vergidir<sup>216</sup>. Günümüzde hacmi gittikçe artan finansal sermaye hareketlerinin finansal krizlerin tetikleyicisi haline gelmesi, James Tobin'in 1972 yılında gündeme getirdiği dolaylı vergi önerisinin, çekici bir alternatif olarak giderek daha fazla tartışılmasına neden olmaktadır.

---

<sup>215</sup> Tanzi V., **Globalization and The Work of Fiscal Termities**, *Finance and Development*, Vol.38, No.1, Mart 2001, s.36.

<sup>216</sup> Esen O., **Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri**, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 27, s.40.

Tobin'in asıl vurgusu döviz alım satım işlemleri üzerine vergi konulması yönündedir. Tobin'i bu düşünceye iten en önemli faktör Bretton Woods sonrası dönemde spekülative döviz alım-satım işlemlerinin kur dalgalanmalarına neden olmasıdır. Ünlü iktisatçının "Fazla kayganlaşmış olan uluslararası döviz spekülasyonu çarkının dişlileri arasına bir miktar kum serpilmesi" kendi adını taşıyan verginin en basit açıklamasıdır. Tobin vergisi, spot döviz alım işlemleri üzerine getirilen sabit fakat düşük oranlı ad-vaorem bir vergidir. Tobin vergi oranını yüzde 2, 0.5 ve 1 olarak değişik alternatifler şeklinde önermiştir. 1995'de Fransa Lionel Jospin hükümetin 1995-2000 yıllarına ilişkin projeksiyonlarını açıkladığı konuşmasında 10 yıllık yatırımı caydırmayacak ancak 10 günlük işlemleri cezalandıracak yüzde 1 oranında bir Tobin vergisi önermiştir<sup>217</sup>. Tobin 1996 yılında dövizin swap ve forward işlemlerine de uygulanmasını önermiştir<sup>218</sup>. Fakat yazarın ölmeden önce yayınlanan beyanatlarında kendi adını taşıyan verginin amacının dışına çıktığı ve bu vergiyi sahiplenmediği görülmektedir. Tobin'in izinden gittiği ünlü akıl hocası J.M.Keynes'in sermaye işlemlerini vergileme konusunda daha geniş fikirler önerdiğini görmekteyiz. Keynes "Genel Teori" adlı eserinde, spekülative hareketleri minimize etmek için hükümetin transfer vergisi almasını dile getirmiştir. Heteredoks iktisatçılar tarafından bu düşünce "Keynes vergisi" olarak adlandırılmıştır. Keynes vergisi, Tobin vergisinin doğal tamamlayıcısıdır. Zira büyük miktarda dövizin ülkeyi terk etmesi spekülativeörlerin ellerindeki kağıtları boşaltması ile gerçekleşecektir. Keynes ve Tobin vergilerinin, spekülative sermayenin saldırısına maruz kalan ülkelerin üzerindeki yükü azaltacağı düşünülmektedir.

Tobin vergisinin kökleri Keynes'in bu konudaki düşüncelerine kadar uzanmaktadır. Keynes 1936 yılında, finansal piyasalarda uygulanacak işlem vergilerinin kısa vadeli spekülasyonu engelleme ve uzun vadeli yatırımları özendirme konusundaki potansiyel rolüne dikkat çekmiştir . James Tobin, 1978 yılında, dış ticaret ve uzun dönemli

---

<sup>217</sup> Yılmaz C., **Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi**,Active Finans Dergisi, sayı:24, Mayıs 2002, s.5.

<sup>218</sup> Esen O., a.g.e, s. 47.

yatırımları olumsuz yönde etkilemeksizin, sadece kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerini önlemek amacıyla uluslararası düzeyde tüm döviz işlemlerini kapsayacak genel bir verginin uygulanmasını önermiştir. Tobin vergisi, esas olarak, uluslararası ölçekte krizlerin durdurulmasını değil, spekülâtif saldırıları besleyen kitlesel sermaye hareketleri ve bunların aşırı dalgalanmasını azaltarak, gelecekteki finansal krizleri önlemeyi amaçlamaktadır<sup>219</sup>.

Günlük yaklaşık 2 trilyon dolar civarında olan döviz değişimlerinin %0,1 gibi çok düşük oranda vergilendirilmesi durumunda bile, her değişim işleminde bu vergi alınacağından, insanların sık değişim yapmaktan kaçınacakları öngörülmüştür. Tobin'in önerdiği oranlar uzun vadeli yatırımlarda çok küçük bir maliyet oluşturacak, ancak saatlik, günlük ve haftalık döviz hareketlerinde önemli bir yük getirecek ve döviz kaybı riski doğuracaktır. Bu yönüyle de, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde caydırıcı bir etkiye bulunurken, uzun vadeli sermaye hareketlerini engelleyici bir etki oluşturmayacaktır<sup>220</sup>. Ayrıca, ulusal ekonomileri dışsal şoklara karşı daha dirençli hale getirerek, küreselleşme sürecinde elindeki makroekonomik politika araçları giderek azalan hükümetlerin, ulusal ekonomiler üzerinde politika belirleme olanaklarını arttıracaktır.

Amaç bu olmasa da, tüm ülkeler tarafından uygulanacak olan Tobin vergisinin, kısa vadeli ve özellikle spekülâtif amaçlı sermaye hareketlerini sınırlayıcı etkisinin yanı sıra önemli miktarda bir vergi geliri sağlayacağı da belirtilmektedir. İlk önerisinde Tobin, sağlanacak vergi gelirin IMF ya da Dünya Bankası gibi uluslararası bir kuruluşa ödenmesi gerektiğini savunmuş ancak daha sonra, vergi gelirin bu uluslararası kuruluşlar ile vergiyi fiilen toplayan ulusal hükümetler arasında paylaşılabilabileceğini belirtmiştir.

---

<sup>219</sup> Işık S., **Para Finans ve Kriz**, Akçağ Yayınları, 2004, s. 90-91.

<sup>220</sup> Akdiş, a.g.e, 2000, s. 9.

Ancak bu dağıtımın ülkelerin mali durumları ile orantılı olması gerektiğini; küçük ya da yoksul ülkelerin, topladıkları Tobin vergisi gelirin büyük bir bölümünü, hatta tümünü bünyelerinde tutabileceklerini söylemiştir. Tobin vergisinin temel amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin üzerine düşük oranlı bir vergi koymak suretiyle, bu sermaye hareketlerinde spekülasyonun çekiciliğini azaltarak önlemektir. Ancak bu verginin amacına ulaşabilmesi için, bütün ülkelerde aynı anda ve aynı oranda uygulanması gerekmektedir. Eğer bazı ülkeler bu vergiyi uygulamaz veya diğer ülkelere göre daha düşük oranda uygularlarsa, bu durumda finansal sermaye o ülkelere yönelecek ve vergi kendisinden beklenen işlevi yerine getiremeyecektir.

Tobin vergisinin uygulanacağı işlemlerin neler olduğu en çok tartışılan konulardan birisidir. Prensip olarak verginin sadece spot döviz işlemleri üzerine konulması önerilmiştir. Ancak var olan finansal sistemde çok çeşitli türev araçların bulunması nedeniyle, Tobin vergisinin kapsamı en azından future, opsiyon ve swap işlemlerini kapsayacak kadar genişletilmediği takdirde, bu tür işlemler yoluyla vergiden kaçınma olanakları her zaman söz konusu olabilecektir. Nitekim son yıllarda türev piyasaların Dünya genelinde oldukça hızlı bir gelişme göstermesi, türev işlemlerin de vergi kapsamına alınması için önemli bir gerekçe oluşturmaktadır. Ayrıca vergi konulduğunda, vergi kapsamına girmeyen yeni türev ürünler oluşturulabileceği düşüncesi ile verginin kapsamının, ileride ortaya çıkabilecek menkul kıymet veya türev piyasa aracı ürünleri de kapsayacak şekilde genişletilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Bu bağlamda, vergiye konu teşkil eden işlemleri gerçekleştirenlerin vergi dışı kalma istekleri nedeniyle, vergiden kaçınmayı sağlayıcı yeni finansal araçlar geliştirme ihtimalleri, Tobin vergisinin uygulanmasını engelleyen teknik sorunlardan birisi olarak ortaya çıkmaktadır.

Tobin vergisi önerisi, her ne kadar günümüzde uygulama yönündeki çeşitli engeller (vergi oranının kaç olacağı, uygulama alanının genişliği gibi) sıralanarak bazı

çevrelerce kabul görmese de aslında bu tepkinin, verginin uygulanması sırasında karşılaşılabilecek olan teknik sorunlardan çok politik kaygılardan kaynaklandığı yönünde görüşler mevcuttur. Uluslararası işbirliğinin sağlanamaması, Dünya çapında finansal sektörün sahip olduğu politik güç ve vergi karşıtı lobiler, Tobin vergisinin uygulanmasındaki politik engeller olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, verginin uygulanması nedeniyle ortaya çıkabilecek olumsuz etkilerden çekinen ülkeler, liderlik etmekten ve inisiyatif almaktan kaçınmaktadır. Tüm bu sorunlar nedeniyle, Tobin vergisinin evrensel bir uygulama olarak gerçekleştirilebilmesi için, verginin uygulanması konusunda IMF'nin ya da yeni bir uluslararası kuruluşun görevlendirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir. Ancak, IMF'nin, üye ülkelerin tüm sermaye işlemlerini serbestleştirmelerini istediği bir düzenle, sermaye hareketleri üzerine vergi konulmasını isteyen yaklaşımın birbiriyle uyumlu olmadığı da bir gerçektir<sup>221</sup>.

Llene Grabel iki verginin temel eksiklikleri olduğunu belirtmektedir. Vergiler, yapay şişmelere eğilimli bütün sektörlerde spekülasyonu durduracak şekilde tasarlanmamıştır. Bu sektörlerde spekülasyon azaltılsa da, spekülasyonun tamamen yok edilmesi olanaksızdır. Spekülasyondan sağlanacak gelirin vergiye nazaran yüksek olması durumu örnek gösterilebilir.<sup>222</sup> İki verginin (Keynes ve Tobin) öngördüğü vergilemenin ülkeye para girişi- çıkışını büyük spekülasyonların olduğu dönemde durduramayacağı açıktır. Bu noktada, Crotty ve Epstein iki verginin birlikte uygulanmasının tekil sorunları gidereceğini düşünmektedirler. 1990 sonrası ise Spahn iki vergiye bazı eleştiriler getirmiştir. Bunlar aşağıda sunulmuştur:

---

<sup>221</sup> Ay A., Mangır F, **Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi**, *Maliye Dergisi*, Sayı: 153, s. 134.

<sup>222</sup> Bird G., **“Restraining International Capital Movements: What Does It Mean?”**, *Centre for International Economic Studies Policy Discussion Paper*, No: 0014, Avustralya, 2000, s. 13.

Bütün işlemlere vergi uygulanması, spekülasyonla ilgisi olmayan finansal kurumları ve piyasa yapıcılarını cezalandıracaktır. Vergilendirilecek işlemler spot işlemlerle sınırlı kalırsa, işlemler finansal türev işlemlere doğru yönelebilir. Küçük oranlı bir vergi büyük spekülatif kazançların olduğu bir durumu engelleyemeyecektir. Çok yüksek bir vergi ise finansal aracılık sektörünü olumsuz yöne etkileyecektir.

Spahn ise iki aşamalı(ayaklı) bir Tobin vergisi önermiştir. Her zaman uygulanan düşük oranlı bir genel Tobin vergisi Spot döviz işlemleri üzerinden yüzde 2 oranında Türev işlemlerden yüzde 0.1 Spekülatif işlemlerin yoğunlaştığı dönemlerde uygulanacak yasaklayıcı ek vergi . Bretonise benzeri bir öneriyi Asya krizi sonrasında yapmıştır. Önerilen vergi normal zamanlarda yüzde 0.1 oranında uygulanacak, ancak belli bir parabiriminin spekülatif saldırı altında bulunduğu tehlikesi hissedilince vergi oranı yüzde 1 ve yüzde 10 arasında caydırıcı bir orana çıkarılacak, kriz dönemlerinde ise vergi oranı yüzde 50 gibi yüksek bir oranda sabitlenecektir.

### **3.3.6 Kazançsız Rezerv Gerekinimi**

Kazançsız Rezerv Gereksinimi, sermaye kontrollerinin, sermayenin dolaylı yoldan vergilenmesi yoluyla da yapılabileceğini belirtmiştik. Dünya üzerinde herkes tarafından kabul gören dolaylı vergileme yöntemi rezerv gereksinimi uygulamasıdır. Bu rezerv gereksinimini, ulusal düzeyde bankalara getirilen rezerv zorunluluğunun bir bakıma ülke içerisinde gerçekleştirilen sermaye işlemlerine uygulanması olarak görebiliriz.

Uygulamada yerleşik ve yerleşik olmayanların yaptıkları sermaye işlemlerinin belli bir tutarı kadar miktarı (yerel para ya da döviz) merkez bankası hesabında faizsiz bir

biçimde tutulması şart koşulmuştur.” Bu şekildeki bir uygulama “Asimetrik Tobin vergisi” olarak da adlandırılmaktadır. Tobin vergisi sermaye akımının sabit bir oranı kadar bir vergileme yaparken,asimetrik Tobin vergisi , sermayenin giriş ya da çıkışına fark gözeterek uygulanmaktadır.

Rezerv gereksinimi sermayenin türüne, miktarına ve süresine göre değişiklik gösterebilir. Gereksinimin esneklik özelliği sabit oranda vergilemeye oranla onu daha cazip kılmaktadır. Uygulamada rezerv gereksinimin, Merkez Bankası bünyesindeki bir hesapta kazançsız olarak tutulduğunu söylemeliyiz. Bu uygulama, kazançsız rezerv gereksinimi olarak adlandırılmaktadır. Kazançsız rezerv gereksiniminin amacı; kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yaymak, borç yaratan enstrümanlardan borç yaratmayan sermayeye prim vererek ülkeyi spekülatif sermayenin zararlarından korumak olarak görülebilir .

Şili1991 yılında ve Kolombiya 1993 yılında rezerv gereksinimini uygulamaya koymuşlardır. İki ülke uygulama sırasında gereksinimin ağırlığı,zamanlaması konusunda değişik rotalar çizmiştir. Her iki ülkenin düzenlemeleri 3 noktada birleşmektedir. Düzenlemeler miktar bazlı değil, fiyat bazlı uygulanmıştır. Düzenlemeler sermaye çıkışlarını değil, sermaye girişlerini etkilemiştir. Düzenlemeler kısa dönemli girişler üzerinde etkili olmuştur.

### **3.3.7 Yerel Finansal Düzenlemeler**

Yerel finansal düzenlemeler ise dolaylı yoldan sermayenin spekülatif hareketlerine sınırlamalar getirmektedir. Asya krizi sonrasında ortaya atılan, ahlaki çöküntü ve ters seçim olguları ışığında yerel finansal düzenlemelerin gelişmekte olan ülkelerin finansal

entegrasyonlarını daha da sağlamlaştıracağı düşünülmüştür. Bu çerçevede finansal sektörün gelişmekte olan ülkelerdeki lokomotifini sayılan bankaların sermaye yeterlilik rasyolarını yükseltmeleri, yapılan işlemleri raporlamaları, risk yönetimine önem vermeleri ülkenin karşılaştığı riskleri sınırlayacaktır. Yerel finansal düzenlemeler vade ve para cinsi uyumsuzluklarını ve ülkeye akan spekülasyon sermayesinin içeriğini düzenleyerek ülkeyi finansal çalkantılardan koruyabilir.

Bu düzenlemeler sermaye kontrollerinden ayrı görülmektedir. ”IMF ve diğerlerinin yerel finansal düzenlemelerin “iyi”, sermaye kontrollerinin “kötü “ olarak göstermesi ideolojik bir ayrımı göstermektedir<sup>223</sup>. Yerel finansal düzenlemelerin sermaye kontrollerinin tamamlayıcısı olduğu çok açıktır. Pratikte de yerel finansal düzenlemeler ile sermaye kontrolleri birbirinden ayrılamaz.

Sermaye çıkışları üzerinde iki tip kontrol uygulamasına rastlamak mümkündür. Birinci tip kontroller krizi “önleyici” nitelikli kontrollerdir. Bu tip kontroller, ülke, önemli bir ödemeler dengesi açığı ile karşı karşıya ise fakat bir devalüasyon krizi yaşanmamış ise uygulanmaktadır. Bu tip önleyici kontroller, yurtdışından gelen fonlara konan vergiler, ikili döviz kuru uygulaması ve fonların ülke dışına transferinin yasaklanması şeklindeki kontrollerdir. Bu tür kontrollerin uygulanmasının arkasında yatan temel düşünce, kontrollerin uluslararası rezervlerin erimesini yavaşlatması, düzeltici politika uygulamalarını gerçekleştirebilmeleri için yetkililere haber verilmesi ve spekülasyonları önlemesidir.

---

<sup>223</sup> Edwards S., **How Effective Are Capital Controls**, *NBER Working Paper*, No: 7413, <http://www.nber.org/papers/w7413.pdf>, 1999, s. 26.



Sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin ikinci türü, “tedavi edici” niteliktedir. Bu durumda krizle karşı karşıya olan ülkenin kısa dönemli sermaye çıkışları üzerine kontrol uygulaması ya da var olanları arttırması söz konusudur. Son dönemlerde sermaye çıkışlarına konan ikinci tür kontrol, bazı akademik çevreler ve politika yapıcılar tarafından destek görmüştür. Örneğin Krugman, krizle karşı karşıya olan ülkelerin bile sermaye çıkışlarına konan geçici kontrollerden yarar sağlayabileceklerini belirtmektedir. Sermaye çıkışlarına konan sınırlamalar, kriz yaşayan ülkenin finansal sektörünü güçlendirebilmesi için yetkililere ek bir süre vermektedir<sup>224</sup>. Ancak, sermaye çıkışlarına yönelik kontrollerle ilgili dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta, bu tür kontrollerin belirli bir süre boyunca geçerli olması ve yabancı yatırımcılar tarafından negatif piyasa algılamasına yol açmaması yani ülkede yabancı yatırıma düşman bir görünüm sergilenmemesi için, ekonomi rayına girdikten sonra uygulamadan kaldırılmasıdır.

Sermaye çıkışları üzerine kontrol uygulanması aslında genel kabul gören bir uygulama değildir. Bunun nedeni ise kontrollerin, ekonomide yapılması gerekli reformların gecikmesine ve söz konusu piyasaya olan güvenin kaybedilmesine yol açabileceği endişesidir. Ayrıca bu kontrollerin ülkeye giren sermaye akımlarının kesilmesine yol açabileceği gibi, sermayenin ülke dışına çıkmasını durdurmakta da etkisiz kalabileceği savunulmaktadır. Bunların dışında, büyük bir krizle karşılaşıldığında, özel sektörün fonlarını ülke dışına çıkarmanın yollarını arayarak kontrollerden kaçmaya çalıştığı, bunun da kontrollerin etkinliğini azalttığı öne sürülmektedir<sup>225</sup>.

---

<sup>224</sup> A.g.e, s.6-8.

<sup>225</sup> Balseven H., Erdoğan M., **Mali Krizleri Önlemede Sermaye Kontrolleri: Malezya ve Şili Deneyimlerinden Türkiye İçin Dersler**, 2004 *Türkiye İktisat Kongresi Gelişme Stratejileri ve Makroekonomik Politikalar Tebliğ Metinleri I*, DPT, Ankara, 2005, s.220-225.

### **3.4 Dünyada Yaşanan Finansal Krizler**

Finansal krizler için çeşitli tanımlamalar bulunmaktadır. Bunlardan Mishkin göre, “Finansal kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalize edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır.”

Bir başka tanımlamaya göre söz konusu kavram, genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir.

Öte yandan, Paul Krugman krizin belirli bir tanımının bulunmadığını  ne sürerken, Edward ve Santanella ise krizleri paranın değerindeki belirgin bir d şuşe bağlamıştır.

Finansal krizlerin farklı coğrafyalarda ve farklı makroekonomik şartlarda ortaya çıkıyor olması ve dolayısıyla her bir krizin kendine özgü unsurlara sahip olması krizlerin  ng r lememesine neden olmakta, ancak krizlerin nedenleri ne olursa olsun şaşırtıcı biçimde sonuçları aynı olmaktadır. Zira, milli gelirin düşmesi sonucu ülke ekonomisi fakirleşmekte , mali piyasalardaki dalgalanmaların artması sonucu da yatırımcılar zarar etmekte ve dolayısıyla işsizlik artmaktadır.

Bu bölümde gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal liberalizasyon sonrası yaşanan krizler açıklanacaktır.

#### **3.4.1 Meksika Krizi**

Meksika 1970'den itibaren 1976, 1982 ve 1994'de  c büyük ekonomik kriz

geçirmiştir. Bu süre içinde altı yıllık bir periyotla kriz geçirme kuralının tek istisnası 1988 yılıdır ve bu yıl, 1987 Aralık ayında başlatılan çok köklü bir istikrar programının olumlu etkilerinin hissedilmeye başlandığı yıldır.

Sermayenin serbest hareket etmeye başlaması ile birlikte devalüasyonun sürekliliği, borç ödemelerinin yapılamaması ya da reddi ve finansal krizler Latin Amerika Ülkelerinde ve diğer gelişmekte olan ülkelerde son zamanlarda sürekli duyulan,tartışılan konulardır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin genel bir özelliği vardır. Sürekli devam eden devalüasyon döngüsü, borç döngüsü ve finansal sektör zorluklarının sürekli yaşanması bunlara örnek gösterilebilir. 1994 yılında 20 Aralık'ta Peso'nun devalüe edilmesiyle ekonomik yapısı güçlenmiştir. Döviz kuru hareketliliğini, makroekonomik krizi ve finansal sektör krizini içeren olaylar zincirinin kırılması Meksika'nın görünürde düzlüğe çıkmasını sağlamıştır. Bu kriz, 1992 yılında Meksika'da bankacılık sektörünün özelleştirilmesinin ardından iki yıl sonra gerçekleşmiştir. Bunun ardından artık güçlendiğini düşünen Meksika yeniden bazı kurumları kamulaştırmıştır<sup>226</sup>.

Meksika Krizi ve onun global pazarlara yayılması, başlangıçta ekonomistlerin reddettiği ancak sonunda kabul etmek durumunda kaldıkları sermaye piyasası krizlerinde yeni bir dönemin doğuşunu işaret etmektedir. Yaşanan bu kriz, finansal savunmasızlık, ekonomik çöküş ve bulaşma etkileriyle açıklanabilir. Meksika krizinin nedenleri, uygulanan spekülative hareketlerin marjinal kesikli müdahalelerle kontrol altına alınmaması olarak özetlenebilir. Meksika'da yaşanan döviz krizi, yapısal ve kronik sorunlar dışında esas itibariyle, Merkez Bankaları Döviz Rezervlerinin erimesi, döviz piyasalarında spekülative ataklar, kur bandlarının yeterince korunamaması, otoriteye olan güvenin kaybı ve otoritenin inandırıcılığını yitirmesi gibi nedenlerden kaynaklanmıştır.

---

<sup>226</sup> Wilson B., Saunders A., Caprio G., **Financial Fragility and Mexico's 1994 Peso Crisis**, *Journal of Money, Credit and Banking*, sayı.32, 2000, s. 450.

Meksika'da 1994-95 yılında yaşanan ödemeler dengesi krizi zamanla derin bir bankacılık krizine dönüşmüştür. Geri dönmeyen krediler hızla artmış ve kısa zamanda banka sermayeleri erimiştir. Kararlı uygulamalar, sermaye kontrolü konusunda düzenlemeler yapılarak banka iflaslarını engellenmiştir. Böylece, bankaların desteklenmesinde başarılı olmuştur.

Meksika 1980'li yılların ortalarında kamu maliyesini ıslah programıyla işe başlamış ve bunu özelleştirme ile büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler katetmiştir.

1987 Aralık ayında Carlos Salinas başkanlığındaki hükümet %159 seviyelerinde olan enflasyonu aşağıya çekmek üzere, döviz kuru tabanlı bir istikrar programı başlatmıştır. Programın en dikkat çekici yönü; işçiler, firmalar ve hükümetin sosyal bir uzlaşmaya varmış olması ile fiyatları, ücretleri ve döviz kurunu planlamak üzere belirli zamanlarda toplanmayı kararlaştırmış olmalarıdır.

1990'lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır<sup>227</sup>.

Programın ikinci önemli ayağı, hızla gerekli olan yapısal reformları

---

<sup>227</sup> Güloğlu B., Altunoğlu E., **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, sayı.27, Ekim 2002, s.9.

gerçekleştirmektedir. Yapısal reformlar çerçevesinde ulusal telefon şirketi TELMEX ve büyük kamu bankaları dahil binlerce kuruluş özelleştirilmiş ve finansal piyasaların liberalleşmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır.

Programın son önemli aracı, döviz kurunu sürünen sabit kur (crawling peg) yöntemi ile baskılamaktır. Döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesi durumunda, merkez bankasının para politikası üzerindeki gücü zayıflatmakta ayrıca ekonominin dışsal şoklara karşı *kırılganlığı* artmaktadır. Döviz kurunun kontrolüne dayanan programlar kısa vadede başarılı olmaktadır. Ulusal paranın yabancı bir paraya peg edilmesi sonucunda kısa vadede gelişmiş ülkedeki düşük enflasyon ithal edildiği için programlar başarılı olmakta ancak uzun dönemde makroekonomik dengelerin bozulması sonucunda bu programlar başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bu durumlara ek olarak, düşük oranlı ve istikrarlı bir enflasyon oranının ekonomiye yararlı olduğu konusunda ortaya çıkan görüşler ve paranın uzun dönemde yansızlığı, enflasyon hedeflemesinin daha sık tercih edilmesinde rol oynamaktadır.

Bu uygulamalar başlangıçta on yıldan uzun zamandır çok düşük büyüme oranına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika Ekonomisi'nin canlanmasını sağlamıştır. 1987-1994 yılları arasında GSYİH sabit fiyatlarla yılda ortalama %3,31 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı, yirmi yıldan beri ilk kez %10'un altına inmiştir. Bu istikrarlı büyüme Meksika'nın o güne kadar görmediği ölçüde çok yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır.<sup>228</sup>.

Bankacılık sektöründe başlayan geniş bir finansal liberalizasyonun ardından

---

<sup>228</sup> A.g.e, s.9.

ülke, hızla uluslararası yatırımcıların dikkatini çekmiş ve net sermaye hareketleri pozitif yönde hızla artmıştır. Böylece Meksika borsası, gelişmekte olan ülkeler içinde Dünyanın en büyük ikinci borsası olmuştur. Sermaye girişlerinin artması finansal piyasaların sermaye hareketlerine karşı duyarlılığının da artmasına neden olmuştur. Sermaye girişlerinin bankacılık sistemi üzerinde de önemli etkileri vardır.

Programın bir diğer ilginç sonucu, 1990-1994 arası endüstriyel üretimin sadece %12 artmasıdır. Bunun arka planında, yabancı yatırımların büyük bir bölümünün portföy yatırımları oluşu yatmaktadır. Yatırımcılar, doğrudan yabancı yatırımlar için birçok bürokratik engelle mücadele edip yeni tesisler kurmak yerine hali hazırda bulunan tesisleri satın alma yoluna gitmiştir.

Hızlı sermaye hareketleri, toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Meksika dahil pek çok ülkede 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. Programın önemli özelliklerinden biri de "Tesobono" olarak adlandırılan dövize endeksli bonolardır. 1994 başından itibaren Peso cinsinden bonolar hızla dövize endeksli Tesobonolarla değiştirilmiştir. Tesobonoların iç borç içindeki oranı %4'den %75'e çıkmıştır. 1993'te Meksika vatandaşları devlet bonolarının %43'ünü tutarken bu oran Aralık 1994'te %34'e düşmüştür<sup>229</sup>.

F.S. Mishkin'e göre Meksika 1994 krizinin en önemli etkeni, geri ödenmeyen krediler nedeniyle bozulan banka bilançolarıdır. Bu durumun arkasında finansal

---

<sup>229</sup> Karabulut G, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.111.

deregölasyon yatmaktadır. Mishkin, finansal deregölasyonun tüm Dünyada olduğu gibi Meksika'da da kredi hacminde hızlı bir büyümeye yol açtığını öne sürmektedir. Özellikle gelişmekte olan ölkelerde bankaların bu tarz hızlı bir kredi gelişmesine gözetleme yetenekleri açısından hazır olmadıkları bilinmektedir<sup>230</sup>.

Bu krizin doğmasına, Meksika'ya giren uluslararası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda da Peso'nun aşırı değer kazanması nedeniyle cari işlemler dengesinin açık vermesi sebep olmuştur. Bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yoluna gidilmesi de dolara endeksli Tesobonoların devlet borçları içindeki ağırlıklarının artması sonucunu doğurmuştur. Kriz konusundaki bekleyişlerin 1994 yılı başlarında yoğunlaşması üzerine kısa vadeli bonolara karşı duyulan güven sarsılmış, faiz oranları yükselme eğilimine girmiş, Meksika'dan sermaye kaçışı da hızlanmıştır. Bu da ayrı bir şekilde faiz oranlarının yeniden yükselişe geçmesine ve döviz rezervlerinin erimesine neden olmuştur. Ülkedeki politik istikrarsızlık ve yolsuzluklar da güven bunalımına yol açarak krizi derinleştirmiştir.

Krizin gerçekleştiği Aralık 1994'e kısa bir süre kala Salinas hakkında yolsuzluk dedikodularının çıkması ve başkanlık seçimlerinin diğer adayı Luis Colosio'nun suikaste uğraması, döviz üzerinde çok ağır bir spekülative baskı yaratmıştır. Bunun üzerine hükümet 20 Aralık'ta %15'lik bir devalüasyon yapacağını anons etmiş fakat bu spekülative atağı yavaşlatmamış tam aksine hızlandırmıştır. 22 Aralık 1994'te döviz serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Borsa; Peso olarak %40, Dolar olarak %70 oranında düşmüştür<sup>231</sup>.

---

<sup>230</sup> Mishkin F., *The Mexican Crisis of 1994-95: On Asymmetric Information Analysis*, *Financial Crisis Management in Regional Block*, Klumer Academic Publishers, 1998, s. 158.

<sup>231</sup> Karabulut G., a.g.e, 2002, s. 116.

Bankaların kredi portföylerindeki belirgin kötüleşme nedeniyle 1995 yılından itibaren banka kredilerinin artış hızı büyük oranlarda yavaşlamıştır. Meksika Hükümeti'nin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını %15 oranında genişletme kararından sonra, Pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki gün içinde 5 milyar dolar eridikten sonra bunun yeterli olmayacağı düşünülmüş ve 22 Aralık'ta 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 krize neden olmuşlardır. Meksika'daki kriz bölgeye hakim olan güvensizlik nedeniyle *tekila* etkisiyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüslere neden olmuştur. Kriz, diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiş ve Uluslararası Finans Şirketi'nin (IFC) bileşik endeksi 1995 yılının ilk çeyreğinde %15 değer kaybetmiştir. Krizle birlikte Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış ve 1995 yılında Meksika Ekonomisi'nden yaklaşık 34 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkmıştır. 1993 yılında 25 milyar 110 milyon dolar olan Merkez Bankası Rezervleri, 1994 yılında yaklaşık 6 milyar 278 milyona gerilemiştir<sup>232</sup>.

Tüm bu gelişmelerin ardından 31 Ocak 1995'te Meksika için bir kurtarma planı açıklanmıştır. IMF 5 yıl vadeli 10 milyar dolar, ABD Hazinesi döviz istikrar fonundan 20 milyar dolar, endüstrileşmiş ülkeler 10 milyar dolar, Latin Amerika ülkeleri 1 milyar dolar kredi vererek Meksika ekonomisindeki çöküşü yavaşlatmıştır. Meksika'da bankacılık sisteminin zayıf durumda olması nedeniyle, yatırımcıların finansal piyasalara olan güvenini kaybetmiş olması ve hükümetlerin krizlerin çözümünde başarılı olabileceğine dair belirsizlikler bankacılık sisteminin mevduat çekilişlerine bağlı olarak çökebileceği riskini doğurmuştur. Bankacılık sistemine olan güvenin yeniden sağlanması

---

<sup>232</sup> Güloğlu B., a.g.e., Ekim 2002, s.11.



amacıyla tedbirler alınmıştır<sup>233</sup>.

Mevduat Güvencesi: Krizin ilk safhalarında banka mevduatlarının tam güvenceye alındığı ve bankalara kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmeleri için hem ulusal para hem de döviz cinsinden likidite aktarılacağı ilan edilmiştir. İkincil borçlar hariç bankaların tüm yükümlülükleri dolaylı olarak Banka Tasarruflarını Koruma Fonu (FOBAPROA) güvencesine alınmıştır.

Likidite Desteği: Meksika'daki tüm bankalar kısa vadeli yabancı para yükümlülüklerini karşılayabilmek için acil likidite desteğine ihtiyaç duymuşlardır. Merkez Bankası likidite sıkıntısı çeken tüm bankalara, kısa vadeli krediler açmıştır. Söz konusu kredilere uygulanacak faiz oranları belirlenirken kredilerin geri ödenmesini kolaylaştıracak ve teşvik edecek şekilde faiz uygulanması esas alınmıştır. Meksika'da bu şekilde bankalara sağlanan likidite desteğine bağlı olarak herhangi bir kamu maliyeti yaratılmamıştır. Tüm bankalar kredi borçlarını geri ödeyebilmişlerdir. Bu kapsamda bankalara sağlanan toplam destek miktarı 27 milyar dolar olmuştur.

Geçici Sermayelendirme: Mevduat güvencesi ve likidite desteği anlamında alınan tedbirlere ek olarak Meksika hükümeti asgari sermaye yeterliliğini karşılayamayan bankaların geçici olarak sermayelendirilmesine yönelik bir program oluşturmuştur. Bu program, hem iç piyasalarda hem de dış piyasalarda Meksika bankalarının yeterli sermaye seviyesine ulaşmaları için hükümet tarafından gerekli zamanın tanınacağı ve destekleneceği güvencesini vermek üzere tasarlanmıştır.

---

<sup>233</sup> Türkiye Banklar Birliği Bankacılık ve Araştırma, **Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırmasında İzlenen Temel Uygulama ve Politikalar- Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması**, *Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Çalışmaları*, Nisan 2001, s.3.

Bankalar hükümetin likidite desteği ve kamuoyu güveninin yeniden kazanılması yönündeki ilk girişimlerine olumlu yanıt vermiştir. Bankalar kısa süre içinde uluslararası sermaye piyasalarına geri dönebilmiş ve yabancı para cinsinden ve kriz öncesinde uygulanan faiz oranlarına yakın faizlerle borçlanmaya devam etmişlerdir.

### 3.4.2 Güneydoğu Asya Krizi

Japonya'nın II. Dünya Savaşı'ndan bu yana izlediği kalkınma stratejisi, tasarruf oranlarının yüksek tutularak, bankalarda biriken fonların sanayiye kanalize edilmesinden ibaretti. 80'li yıllara kadar başarılı olan bu stratejiyle, Japon şirketleri hızla büyümüş ve bankalarda biriken para iyi değerlendirilmiştir. Ancak iç piyasanın ve dış pazarların görece doygunluğa ulaşması, bankalarda biriken fonların nasıl değerlendirileceği sorusunu beraberinde getirmiştir. Paralar önce hisse senedi ve gayrimenkul piyasasına akıtılmış, borsa ve emlakta fiyatlar şiştikçe getiri de düşmüş, sonunda her iki piyasada da balon patlamıştır. Bu arada Japonya, Asya Kaplanları'nı keşfetmiş ve 1980'lerin sonlarından itibaren Asya ülkelerine sorgusuz sualsiz kredi dağıtmaya başlamıştır. Böylece Japon bankacılar Asya ülkelerinde de Japonya'dakine benzer balonların oluşmasına neden olmuşlardır. Sonunda Asya'da da balon patlamış ve Dünya, global krizle karşı karşıya kalmıştır<sup>234</sup>.

Ekonomilerdeki yavaşlama, menkul kıymet fiyatlarındaki hızlı düşüş ve bankaların borç krizi, karşılıklı olarak birbirini etkilemiş ve beslemiştir. Bankaların batık kredilerindeki artış, hisse senetlerinde de düşüşe sebep olmuş, Asya'nın içinde bulunduğu bu kısır döngü devamlı beslenmiştir. Çünkü faizlerin yükselmesi, piyasadaki geri

---

<sup>234</sup>Akmut Ö, *Finansal Piyasalarda Krizler, İşletmelerin Riski ve Finans Maliyetlerini Sağlayan Yöntemler, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*, 8-10 Ekim 2001, s.3.

çekilmeye; bu da, ekonominin durgunluğa girmesine neden olmaktadır. Diğer yandan faizler düşürölüp kamu yatırımlarının arttırılması, yabancı sermayenin kaçmasına ve hiperenflasyon riskinin yükselmesine neden olmaktadır. Bankalar borç sorunlarını çözmek için sektörde reforma gidilirse durgunluk derinleşmekte, iflaslar ve işsizlik artmaktadır. Asya'daki durgunluğun bir sebebi de Asya ülkelerinin açıkladıkları, gerçekçi olmayan verilerle harcamaları kısıtıran, faizleri yükselttiren ve durgunluğun daha da derinleşmesine sebep olan yanlış IMF tedbirleri olmuştur. IMF'nin dayattığı yüksek faiz politikası nedeniyle bir para krizi olarak ortaya çıkan sorunlar tahmin edilenden çok daha kısa bir sürede reel ekonomiye sıçramıştır. Borçları, özvarlıklarınının 5-6 katına ulaşan Asya şirketleri, ekonominin de durgunluğa girmesi üzerine yüksek faizlere dayanamamış ve peş peşe iflaslar yaşanmaya başlamıştır. Asya ülkelerine yardım etmesi gereken Japonya ise sorunu çözmek yerine sorunun parçası olmuştur.

Amerikan Dolarının uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla dolara bağlanmış yerli para birimlerinin aşırı değerli duruma geldiği fark edilmiştir. Temelde dış borca dayalı finansman politikası izleyen şirketler ve bankalar dövize hücum etmişler ve ülkelerin yüksek döviz rezervleri kısa sürede erimiştir. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla yerli paralar hızla değer kaybetmiş, finansal piyasalardaki yatırımcılar ile yerli şirket ve bankalar büyük zararlara uğramışlardır. Tayland ve Endonezya görüşmelerden sonra IMF'nin 15 Milyar Dolarlık yardım paketlerini uygulamaya koymuştur.

Hisse senetleri ve tahvillerin düşmeye başladığı, bir zamanlar iyi olarak nitelendirilen borçlar kötü olarak değerlendirilmeye başlanmıştır. İflas ya da likidite açığı korkusu nedeni ile bankalar normalde otomatikman süreci uzatılacak olan borçları yenilememiştir. Sonuç olarak, işletme sermayeleri tükenmiştir. Ödeme yapılmaması riskine karşı, satıcıların çoğunluğu 90 gün normal süreyi bekleyerek yerine alacaklarını

hemen tahsil etmek için girişimlerde bulunmaya başlamışlardır. Son dönemlerde görülen krizlerde olduğu gibi birkaç saat içinde en iyi durumda olan şirketler bile beklenmedik bir şekilde meydana gelen bu ödeme talepleri karşısında kendilerini finanse edemez duruma düşmüşlerdir. Kendi refah düzeylerini koruma gayesi ile birçok yerli ve yabancı yatırımcı paralarını değer kaybına uğramayacağını düşündükleri diğer ülke paralarına çevirmeye başlamışlardır. Büyük miktarlarda paranın ülkeyi terk etmeye başlaması ile ortaya çıkan bu süreçte, Merkez Bankası'nın sahip olduğu rezervler sonunda erimiş ve uluslararası borçlanma kanallarının gerçek maliyetlerinde önemli bir artış olmuştur. Bu durum Merkez Bankaları'nın IMF'nin kapısında yeni fonlar için dilenmeye başlamaları ile sonuçlanmıştır. Ülke parası cinsinden yeterli fonlara sahip olmamaları nedeni ile dış borçlarını ödeyemez duruma düşmüşlerdir. İş dünyasının krizi hızla ülkenin krizi haline dönüşmüştür. Kredi piyasaları durmuş ve hastalık diğer ülkelere sıçramıştır<sup>235</sup>.

Güneydoğu Asya Krizinin temel nedenleri şöyle sıralanabilir<sup>236</sup>:

- **Kredi Piyasasının Vardığı Gerçek Dışı Boyut**

Mali disiplinde ve prensiplerde esnek davranılması ve finansal yanlışlar, bankaların kredilendirme kalitesini bozmuştur. Kriz yayıldıkça politik belirsizlikler ile otoritelere olan güvensizliğin artması, öte yandan gerekli düzenlemelerin yapılamayacağını düşünülmesi, para ve sermaye piyasalarındaki baskıları arttırmıştır. Dolayısıyla, hem ticari hem de mali piyasalarda kriz derinlik kazanmıştır.

---

<sup>235</sup> Akmut Ö., Ekim 2001, a.g.e, s.7.

<sup>236</sup> Eğilmez M., **Global Finansal Kriz ve Türkiye'ye Etkileri**, *MESS Mercek Dergisi*, Özel Sayı, Ocak 1999,s. 33-43.

Güneydoğu Asya ülkelerinde özellikle 1994 yılından itibaren parasal türevlerin alışverişi ve banka kredilerinin toplam hacmi, reel iktisadi faaliyet artışıyla hiçbir bağlantısı olmayan oranlarda yükselmiştir. Örneğin, 1997 yazında Tayland ve Endonezya'da banka kredileri toplamı GSYİH'nin sırasıyla %150 ve %170'ine yükselmiştir. Böylece reel iç talebin çok üstünde, tehlikeli bir kredi trafiği yaşanır olmuştur. Bu kredilerin öz kaynaklara değil de dış kaynaklara dayandırılıyor olması, sektörü döviz dalgalanmalarına karşı son derece hassas konuma getirmiştir<sup>237</sup>.

- **Kısa Vadeli Borçların Artışı:**

Japonya'da bir süredir başlayan durgunluk, bu ülkenin finansman kuruluşlarının hızla büyüyen Asya ülkelerine aşırı ilgi göstermesine yardım etmiştir. Bu çerçevede Doğu Asya ülkeleri önce orta-uzun vadeli borçla, bu borçlarda zorlanmalar olunca da kısa vadeli borçlarını arttırmışlardır. Faizlere garanti sağlanmasının zayıflatıcı etkisi ve finansal aracılardan daha fazla borçlanmaya ve yatırımları artırmaya olan teşvikleri, krizi kaçınılmaz kılmıştır. Özellikle yabancı bankaların bu ekonomilere büyük boyutlarda krediler açtıkları bilinmektedir. Mevcut ekonomik tablo itibarıyla ödemelerin gerçekleştirilemeyeceğine dair oluşan endişenin oluşturduğu güven bunalımı, yabancı banka kredilerinden sermaye kaçışını hızlandırmış, yüksek oranlı devalüasyonlara ve hisse senetlerinin dibe vurmasına sebep olmuştur. Bölge ülkelerinden Tayland'da krizin belirginleşmesinde başlıca faktör, 1987-1995 arasında hızla büyüme gösteren ekonomide kısa vadeli kredilerle uzun vadeli yatırımların finanse edilmesidir. Ancak, Tayland ekonomisinin geçen dönemde başarılı olarak kabul edilmesinin doğrudan etkisi ile önlem almaya yönelik girişimler gecikmiştir. Dolayısıyla, kontrolsüz yatırımlar ve dengesiz fiyat artışları, yalnızca mali tedbirlerle çözülemeyecek ekonomik bir krizi ortaya çıkarmıştır. Ayrıca, başta borçlanma konusunda olmak üzere, ekonomide kayda alma

---

<sup>237</sup> A.g.e, s.35.

işleminin hiçbir otorite tarafından takip edilmemesi, kriz öncesinde özellikle Endonezya şirketlerinin borçlarının toplamı konusunda yorum ve tahmin yapılmasını güçleştirmiştir.

- **Cari İşlem Açıklarının Büyümesi:**

Başta Tayland olmak üzere, bölgedeki diğer birçok ülkede ödemeler dengesi ve cari açık kriz sinyal vermeye başlamış ve piyasalarda dalgalanmalar yaşanmıştır. Uygulanan sabit kur ya da yanlış döviz dayalı peg politikasının Doğu Asya ülkelerinde yarattığı ticaret açıkları ve giderek bozulan cari işlemler dengesi bu ülkelere para yatırımları geri çekilmeye zorlamıştır. Çünkü, 1997 Temmuz'una kadar bölge ülkelerinin para birimleri ABD Doları'nın ağırlıkta olduğu bir para sepetine bağlanmıştı. Başlangıçta döviz kurunun istikrarlı seyri, düşük kur riski ve faiz oranlarındaki farklılaşma ile yüksek yabancı sermaye çeken bir uygulama, doların değer kazanması ile birlikte dış ticaret açıklarının artmasına neden olmuştur.

- **Yanlış Yatırımlar ve Mismatching (Kaynak/Harcama Uyumsuzluğu):**

Özellikle Güneydoğu Asya ülkelerinde gayrimenkul gibi uzun vadede getiri sağlayacak olan yatırımlar tercih edilmiştir. Aşırı değerlenmiş olan gayrimenkul fiyatlarında ortaya çıkan ters dalgalanmaların yol açtığı ciddi kayıplar krizin daha da ateşlenmesine neden olmuştur. Ayrıca pek çok ülkede finans kurumlarının kısa vadeli fonlarla orta ve uzun dönemli projelerin finansmanına gitmiştir. Böylece bankacılıkta önemli handikaplarla mismatching ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli fonların giderek artan

oranlarda yenilenmesi zorunluluğu büyük bir baskı unsuru haline gelerek, bu gelişmelerin sonucunda batık kredilerin oranı toplam kredilerin %20'sine ulaşmıştır.

- **Yapısal Sorunlar:**

Krizin yayılması, inanılmaz boyutlarda yabancı portföy yatırımı ve doğrudan yabancı sermaye yatırımı çekmiş olan ülkelerdeki finansal sistemin gerek yönetim gerek denetim açısından oldukça zayıf olduğunu ortaya koydu. Japonya'da bile bankacılık kesiminin son derece kırılgan bir yapı üzerine oturduğu görülmüştür. Bu kırılganlığın anlaşılması ile piyasadan çıkışları durdurmak imkansız hale gelmiştir.

- **Şeffaflık Eksikliği:**

Krizin herkese öğrettiği en önemli konulardan birisi de hem ülkenin hem de kamu ya da özel kesim kurumlarının gerek politikalar ve gerek rakamlar açısından şeffaf olması zorunluluğudur. Kriz, neredeyse yeni sanayileşmiş ülke konumuna geçmeye hazırlanan pek çok ülkede, uygulama ve verilerin açık ve net olmadığını, pek çok konunun ve verinin gizlendiğini ya da farklı şekilde sunulduğunu ortaya koymuştur. Verilerin gerçekleri yansıtmadığı konusundaki endişeler ise güven kaybını artırarak kaçıışı hızlandırmıştır.

- **Bölgesel Etki:**

Doğu Asya ülkeleri, izledikleri politikaların benzerliği, Japonya ile olan ilişkileri

gibi nedenlerle öteden beri aynı sepet içinde düşünmüşlerdir. Bu nedenle bir veya ikisinde ortaya çıkan bunalım derhal bütün bölgeye ortaklaşa mal edilmiştir. Bunun sonucunda da krizin birinden ötekine sıçrayarak kısa zamanda bölgesel bir kriz haline gelmesi oldukça kolaylaşmıştır. Tayland'da başlayan finansal krizin nispeten daha fazla borç yükü bulunan Avustralya'ya değil de, düşük borç yükü altındaki Güney Kore'ye sıçramasının altında bu gerçeğin de payı bulunmaktadır. Güneydoğu Asya'da yaşanan krizi, atlatmakla kalmayıp, güçlü büyüme de sergileyen sadece Çin ekonomisi olmuştur.<sup>238</sup>

- **Çin ve Japonya Faktörü:**

Çin'in son yıllarda ekonomik alanda gerçekleştirdiği önemli reformlarla ülkeye büyük miktarda yabancı sermaye çekmesi, ülke içinde yatırıma dönüşen bu sermayenin ucuz işgücüyle harmanlanması ve bölgedeki diğer ülkelere nazaran, dört yıl önce yapılan devalüasyonla desteklenmesi sonucu Çin'in rekabet gücünün artması, bu durumun da doğal olarak ihracata dayalı büyüme modelini benimseyen Asya ülkelerini zor durumda bırakmıştır.

Çin'in para birimi Yuan'ın 1994 yılında %45-50 oranında devalüe edilmesi, diğer Asya ülkelerinin bu ülkeye ortak ihracat yaptıkları pazarlardaki rekabet avantajlarını olumsuz etkilemiştir. 1990'lı yıllarda Japonya'da baş gösteren ekonomik durgunluk bölge ülkelerinin en büyük ikinci ticaret ortağı durumunda olan ve toplam ihracatlarının %30'unun gerçekleştiği Japonya'ya yaptıkları ihracata da sekte vurmuştur. Ayrıca Yen'in Dolar'a göre kurunun 1995'ten sonraki düşüşü, bölge ülkelerinin dolara bağlı paralarını rekabetçi olmaktan çıkararak, ödemeler dengesi açıklarının artmasına neden olmuştur.

---

<sup>238</sup> Bonin J., Huang Y., **Dealing with The Bad Loans of the Chinese Banks**, *Journal of Asian Economics*, March 2001, s.199.



- **Deneyim Eksikliği:**

Güneydoğu Asya ülkelerindeki bir başka eksiklik de bankacıların deneyimsizliği sebebiyle risk almakta sonsuz bir güven içinde davranmış olmalarıdır. Deneyim eksikliği, krize girilen ikinci aşamada bireysel hareketlerle krizin büyütülmesi yönündeki davranışlara da yansımıştır. Bölge bankacıları hem kredi açmadaki hem de kriz yönetimindeki deneyimsizlikleri ile krizin büyümesinde etkili olmuşlardır.

- **Sürü Güdüsü:**

Asya'da ortaya çıkan ve krizi derinleştiren bir başka sebep de yatırımcıların "sürü güdüsü" ile hareket etmeleridir. Piyasalardaki gizli bilgili "bandwagon" etkileri bir çeşit sıcak para oluşturmakta ve ülkelerin ekonomik gelecekleri hakkındaki haberlere para piyasalarının gereğinden fazla tepki vermelerine yol açmaktadır. Güneydoğu Asya'da piyasadan çıkışta ve piyasaya girişte birbirini takip eden yatırımcılar da bu anlamda paniğin artmasına yol açmışlardır.

- **Uluslararası Mali Sistemin İşleyişi:**

Krizin kökeninin uluslararası mali sistemin işleyiş biçiminde yattığı, bu işleyiş biçimi değişmedikçe mali krizleri önlemenin de mümkün olamayacağı ifade edilmektedir. Çünkü bu kriz öncesinde ABD, Avrupa ve Japon bankalarının sağlamlığına bakmadan, bilançolarını gizlediklerini ve siyasi yolsuzluklara karıştıklarını bile bile Asya bankalarına ve şirketlerine borç vermişlerdir. Tayland'da Bankong Bankası Başkan Yardımcısı

Vongthip Chumpani, "yabancılar bizi kredi almaya adeta zorluyordu" demiştir. Batılı kredi derecelendirme kuruluşları da bankaların bu riskli politikalarına gözlerini kapatmışlardır. Uluslararası mali sistemin basiretsiz uygulamaları kriz oluşturan bir başka faktördür.

### 3.4.3 Rusya Krizi

Rusya 1992'den itibaren piyasa ekonomisine geçiş ve özelleştirme çabalarını yavaş da olsa hayata geçirmeye başlamıştır. 1995'de IMF ile görüşmelere başlayarak Mart 1996'da seçimlerden birkaç ay önce Stand-by anlaşması imzalamıştır. Buna göre yeni hükümet 1995'de % 130 olan enflasyon oranını düşürmeyi, bütçe açıklarını azaltmayı ve bazı yapısal reformları yapmayı taahhüt etmiştir. Ancak seçimden sonraki iktidarın zayıf oluşu nedeniyle, sıkı bir para politikası ile döviz kuru bandı (1\$=Rb.4.3-Rb.4.9) uygulamaya konarak enflasyon 1996'da % 22'ye düşürülmüş olsa da gevşek bütçe uygulaması değiştirilememiştir. Reformcu hükümet, sübvansiyonları azaltarak, vergi gelirlerini artırma hedeflerinde parlamentonun tutucu kararlarına takılarak başarılı olamamıştır. Vergi gelirlerinin artırılmaması hükümeti iç borçlanmaya yöneltmiştir. Devlet kağıtlarının yıllık getirileri diğer ülkelere göre yüksek olduğundan (%23-30), yabancı sermaye akımları özellikle Meksika Krizi sonrasında Rusya'ya yönelmiştir. Rusya'nın finans kurumları da portföylerinde devlet tahvillerini arttırarak, dışarıdan döviz cinsinden borçlanmışlardır<sup>239</sup>.

1997 yılı Temmuz ayında Asya bölgesinde ortaya çıkan kriz dikkatleri Rusya gibi ekonomik sorunlarla karşı karşıya olan ülkelere çevirmiştir. Rusya'nın 140 Milyar

---

<sup>239</sup> Yay T, Yay G., Yılmaz E., **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İTO Yayınları, No:2001-47, İstanbul, 2001, s.40.

Dolar civarında dış borç ve 70 Milyar Dolar civarında hazine bonosu olmak üzere toplam 210 Milyar Dolar civarında borcu bulunmaktadır. Toplam borcun GSYİH'ye oranı ise % 42'ler seviyesindedir. Borç stoku diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek değildir. Ancak sorun kısa vadeli borçların yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. 70 Milyar Dolar civarındaki hazine bonosunun ortalama vade yapısı 11 aydır. Dolayısıyla Rus hükümeti her ay yaklaşık 6 Milyar Dolarlık yeni borçlanma yapmak durumundadır. Ayrıca bono stokunun yaklaşık 20 Milyar Dolarlık kısmının yabancı yatırımcıların elinde olduğu tahmin edilmektedir. Bütçe gelirlerinin düşük olduğu ortamda söz konusu kısa vadeli borç stoku 1997 yılı sonundan beri Rusya Federasyonu'na yönelik kaygıları artıran bir unsur olmuştur<sup>240</sup>.

Eski borçları ve ücretleri ödeyebilmek için Rus Hükümeti 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya başlamıştır, kısa vadeli hazine tahvilleri ve federal hükümet bonolarının faizleri 1995 yılında % 240'lara kadar yükselmiştir. 1996 yılının devlet başkanlığı seçimleri öncesinde ücretlilere ödeme yapabilmek için faiz oranları daha da yükseltilmiştir. Bu dönemde uluslararası kredilendirme kuruluşlarının Rusya'ya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelerden daha yüksek derece notu vermesi Rus Hükümeti'nin borçlanmasını kolaylaştırmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur politikalarının cesaretlendirdiği ülke içine doğru olan sermaye akımları, 1997'nin ortalarında tersine dışarıya kaçmaya başlamıştır. Bunun başlıca nedeni, Doğu Asya Krizi ve petrol fiyatlarının düşmesi sonucunda Rusya'nın ihracat gelirlerinin azalması ve ödemeler dengesi üzerinde baskı yaratmış olmasıdır. Dışsal şok, Rusya'nın ödemeler dengesini vururken, bütçeyi borçlanmayla finanse eden hükümetin Ruble'nin istikrarını koruma çabası, kamu kağıtlarının değerinin çok düşmesine neden olmuştur. Ocak 1998'den itibaren yabancı yatırımcılar, hem kamu kağıtlarını hem de Ruble satışlarını arttırmışlardır. Haziran ve Temmuz aylarında dolara endeksli tahviller ihraç edilmiştir. Ayrıca kamu kağıtlarını kullanarak dış bankalardan borçlanan bankalar, kamu

---

<sup>240</sup> Akmut Ö., a.g.e, Ekim 2001, s.7.

kağıtlarının değeri düştükçe borçlarını döndüremez hale gelmişlerdir. 1998'de IMF'den alınan 4,8 milyar \$ yardım da yetersiz kalmıştır. Rus Hükümeti 17 Ağustos 1998'de Ruble'nin bant aralığını düşürmüş ( $1\$=Rb.6-Rb.9,5$ ) ve özel dış borçları için doksan günlük moratoryum ilan etmiştir. Bundan sonra Ruble devalüasyonları sürmüştür. Aralık sonunda  $1\$=18,56Rb.$  olmuş, ardından Rusya, 1999'da IMF ile tekrar anlaşma yapmıştır. Bugüne gelindiğinde büyüme oranı artıp enflasyonun düşmesine rağmen cari açıklar, yabancı sermaye ve rezerv birikimi enflasyonun artması yönünde baskı oluşturmuştur. Mali sorunlar ve yapısal problemleri ise hala yerli yerinde durmaktadır<sup>241</sup>.

Ancak Asya krizi sonrasında dikkatle değerlendirilmeye başlanan önemli husus; söz konusu kısa vadeli borçlanmanın üretken yatırımlara değil, maaş ve ücretler gibi cari harcamaları finanse etmek için kullanılmış olmasıdır. Mevcut durumda vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılamamış olması ve dolayısıyla sağlam bütçe kaynaklarının oluşturulamamış olması yabancı yatırımcılarda Rusya'daki riskin giderek büyüdüğü endişesini oluşturmuştur.

Rusya'daki ekonomik krizin kaynağı, geniş mali açıklar ve Rusya'nın yerli ve yabancı yatırımcılara olan borçlarındaki büyük artışlardır. Bağımsız derecelendirme kuruluşlarının notları düşürüp Rusya'yı en iyi tahminlerle altı aylık dönem için yatırım yapılabilir düzeyde görmeleri üzerine ülkeden yurtdışına sermaye çıkışı da hızlanmıştır. Bu gelişmeler Rusya'nın Sovyetler Birliği dağıldıktan sonra 1992 yılında uygulamaya koyduğu şok programın bir sonucu olarak da görülmektedir. Bu program ile fiyatların serbest bırakılması amaçlanmış, ancak yüksek enflasyon ortamındaki rublenin değer kaybı döviz, gayrimenkul ve değerli madenlere talebi arttırarak ekonomiyi spekülasyona açık hale getirmiştir. Makro istikrarın sağlanmasına yönelik tedbirler sanayideki daralmayı artırmış, piyasa sistemine geçme ve özelleştirme gayretleri ise sorunları

---

<sup>241</sup> Yay T, Yay G., Yılmaz E., a.g.e, 2001, s. 41.

gidermekten çok sistemin elitlerine yaramıştır.

Rusya'yı krize iten sebepler genel hatlarıyla şunlardır <sup>242</sup>:

- Kronik bütçe açığı ve buna bağlı olarak iç- dış borç stokunun giderek azalması,
- Merkez Bankası'nca uygulanan sıkı para politikalarının sonucunda rublenin aşırı değerlenmesi,
- Yeterince gelişmemiş ve gerektiği gibi işlemeyen bankacılık sektörü,
- Ülkedeki ekonomik faaliyetlerin yarısından fazlasının kayıt dışı yapılması ve bu yüzden devletin yeterince vergi toplayamaması,
- Devlet başkanı ile parlamento arasındaki iktidar mücadelesinin ülkeyi daimi bir siyasi gerginlikte tutması ve bunun reform çabalarının hızını kesmesi,
- Asya krizinin etkisiyle Dünyada düşen hammadde fiyatlarının Rusya'nın ihracatını olumsuz etkilemesi,
- Yine Asya Krizi'nden itibaren uluslararası yatırımcıların finansal yatırımlarını Rusya'dan hızla çekmeleri, ülkenin döviz rezervlerinin hızla erimesi ve bu gelişmelerin hazineyi yüksek faiz politikasına zorlaması, olarak sıralanabilmektedir.

---

<sup>242</sup> Akdiş M., a.g.e, 2000, s.81.

### 3.4.4 Brezilya Krizi

Dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisi konumunda bulunan ve uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile 4,5 yıl içinde enflasyonu %2700'lerden %1-3'ler düzeyine indirmeyi başaran daraltıcı politikalar ile birlikte yıllık %4'lük büyüme hızına ulaşan, gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilen ve yakın zamana kadar uluslararası sermayenin hızla aktığı Brezilya'da son dönemde ortaya çıkan mali kriz herkesi şaşırtmıştır. Ancak politik kaygılar sebebiyle bütçe disiplinini sağlayamayan ve finansman açığını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışan her ülke için böyle bir akıbetin kaçınılmaz olduğu da bir gerçektir.

Brezilya da Türkiye gibi, uzun bir dönem enflasyon sorunları yaşamış bir ülkedir. 1980'lerde borç krizi yaşamış, 1981-1994 arasında yıllık enflasyon oranı ortalama % 100'ü aşmış, 1993-94'te hiperenflasyon (%2700) yaşamış, bu nedenle de çok sayıda başarısızlıkla sonuçlanan istikrar programını (1986 Cruzado Planı, 1989 Summer Planı, 1990 Collar Planı ve 1994 Real Planı) devreye sokmuştur.

1990-94 arasında, kamu sektörünü bütün olarak yeniden yapılandıran, yoğun bir özelleştirme programını devreye sokan ve dış rekabete açılan Brezilya bir yandan da ekonomideki endekslemeyi giderici pek çok önlem almış, borçları konusundaki moratoryum durumunu IMF ile görüşmeye başlamıştır. 1990-93 arasında faiz ödemelerini de içeren operasyonel açığı tamamen ortadan kaldırmış ve hatta 1994'te fazlaya çevirmiştir. Bütün bu olumlu gelişmeler sonrasında 1993 sonunda Real Planı devreye girmiştir. Bu plan mali ayarlama, parasal reform ve kuru çapa olarak kullanan politikalara dayanıyordu. Real plan enflasyonu hızla kontrol altına alıp 1994'te dört haneli rakamlardan, 1995'te iki hanelilere, 1998'de ise, %2'den daha aza düşürmüştür. Büyüme,

1994-97 arasında %4 artmış, İthalatta ve tüketimde patlama yaşanmıştır. Bundan sonra hükümetler mali ve ticari açıklarla ve değişken sermaye girişleriyle başa çıkmak için çelişen politika seçeneklerini denemek zorunda kalmışlardır<sup>243</sup>.

1998'de seçimler nedeniyle bütçe açıklan GSMH'nin %8'ine ulaşmıştır. Kamu açıkları, iç borçlarla finanse edilirken, cari açıklar da sermaye akımlarıyla finanse edilmiş, sermaye akımları, aşırı değerli para ve geniş cari açıklarla desteklenmiştir. 1990-94 arasında oluşturulan operasyonel denge, 1995'te kötüleşip GSMH'nin % 5 , 1996 ve 97 ' de ise %4 açığa dönüşmüştür. Bu artışta, devlet bankalarının bütçe açığı benzeri açıklarının ve Hazine'nin tarımı ve ihracatı destekleyen iki bankanın sermayelerini artırmasının payı büyüktür. Real Plan altında paranın hızla değerlenmesi 1995'te başlamıştır. 1995-1998 arasında ortalama reel döviz kuru, bir önceki on yıl ortalamasının %30u üzerindeydi. Paranın aşırı değerlenmesinin asıl delili, ihracat artış hızının 1991-94 döneminde ortalama %11 olmasına karşılık, 1995-1998 arasında %4 olmasıdır. Cari açıklar da GSMH'nin %5' ine ulaşmıştır. Artan mali ve cari açıklarla beraber, Rusya' daki kriz de Brezilya' yı etkilemiştir. 1999 başında Real dalgalanmaya başlamıştır. Ocakta 1 Dolar 1,2 Real iken, Şubat ayında 2.5 Real olmuştur. Brezilya bu krizden sonra, 35 Milyar Dolar dış yardım sağlamıştır. Kısa bir geçiş döneminden sonra Haziran 1999' da enflasyon hedeflemesine geçmiştir.<sup>244</sup>

### 3.4.5 Küresel Kredi Krizi

Mortgage sistemi, gelişmiş ülkelerin en önemli gayrimenkul finansman sistemi olarak yıllardır uygulanmaktadır. Kira öder gibi konut sahibi olmayı amaçlayan mortgage,

---

<sup>243</sup> Yay T, Yay G., Yılmaz E., a.g.e., 2001, s.41.

<sup>244</sup> Yay T, Yay G., Yılmaz E., a.g.e.,2001, s.42.

belirli bir gayrimenkulun ipotek gösterilmesi suretiyle kredi alınması yöntemidir. Mortgage, konut sahibi olmak isteyenlerin uzun vadeli ve düşük faiz oranları ile konut sahibi olmasını amaçlayan bir sistemdir. Mortgage sisteminde, gayrimenkulüne ipotek konulmak suretiyle borçlanan taraf, borcunu önceden belirlenen vadelerde ödemeyi taahhüt etmektedir. Borçlu borcunu belirlenen vadelerde ödemez ise, kredi veren taraf ipotek konulan gayrimenkulü satma ve alacağını bu tutardan tahsil etme hakkına sahip olmaktadır<sup>245</sup>.

Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan küresel krizin temelinde, mortgage piyasasına ilişkin sorunlar bulunmaktadır. ABD mortgage piyasası, 10 trilyon dolarlık büyüklüğüyle Dünyanın en büyük piyasası konumunda bulunmaktaydı. ABD'de, para hacminin yüksek olması nedeniyle, kredibilitesi zayıf olan kişilere de mortgage kredisi vererek, mali yapılarını güçsüzleştirdiler. Sadece dar gelirlilerin kullandığı ve subprime olarak adlandırılan 'yüksek riskli krediler' in boyutu 1.5 trilyon doları bulmaktaydı<sup>246</sup>. ABD'de faizler son derece düşük olduğu için özellikle orta ve alt gelir grubundaki kişiler değişken faizli kredileri kullanmayı tercih ettiler. Fakat, ABD Merkez Bankası'nın (FED) son iki yılda faiz oranlarını artırması, konut sektörünün durgunluğa girmesine neden oldu. Konut satış fiyatları ile kira gelirlerinin de piyasa düzeyinin altına inmesiyle, bu krediyi kullanan düşük gelirli gruplar, kredilerini düzenli olarak ödeyemez hale geldiler. ABD'de bankalar konut kredileri için gereken parayı yatırım bankalarında ihraç ettikleri tahviller ile borçlanarak sağlıyorlardı. Ancak kredilerin geri dönüşümü zora girince yatırım bankaları ve ABD mortgage piyasası için de tehlike alarmları çalmaya başladı.

---

<sup>245</sup> Ateş K., **Amerika Birleşik Devletlerinde Mortgage Uygulamasında Vergi**, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı:285, 2005,s. 50

<sup>246</sup> <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/460082.asp>, 23.09.2008.



### 3.4.5.1 Küresel Krizin Nedenleri

2008 Mortgage krizinin başlıca nedenleri arasında mortgage kredilerinin yapısının bozulması, faiz yapısının uyumsuzlaşması, konut fiyatlarındaki şişmeler, menkul kıymetlerin fonlanmasında yaşanan sıkışıklık, kredi türev piyasaları alanının büyümesi ve kredi derecelendirme sürecindeki sorunlar yer almaktadır.

#### **Likidite Bolluğu ve Özensiz Krediler**

2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasadaki likidite sürekli yükselmiştir. Kriz öncesindeki bollaşan bu likiditenin karlı operasyonlara dönüştürülmesi banka sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi olmuştur. Bu operasyonların başında konut kredileri gelmektedir. Bankalar herhangi bir işi geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır.

Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak bilenen bu uygulamalar varlık fiyatlarının özellikle de konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştır. Bu durumda halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisini kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Dolayısıyla bu kişiler de evlerinin anahtarlarını zarflara koyup bankalara göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Burada dramatik olan konu kredi geri ödemelerinin bankalar tarafından diğer mali kuruluşlara satılması ve bu evleri teminat olarak alan sermaye piyasası araçlarının yaygınlığıdır. Bu nedenle zararlar domino taşları gibi bir

mali kuruluştan diğerine sirayet ederek büyümüş ve mali sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşların iflasına yol açmıştır.

### **Menkul Kıymetleştirme**

Menkul kıymetleştirmeyi kısaca nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlayabiliriz<sup>247</sup>. ABD’de likiditenin bol olduğu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır. Risk paylaşımı, yüksek getiri iştahı, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlaması, risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredilerin finanse edilmesinin sağlanması menkul kıymetleştirmeyi sağlayan nedenlerin başındadır<sup>248</sup>.

Menkul kıymetlerin değerlendirilmesinin ana sebebi bu sayede riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Örneğin mortgage kredisi veren bir banka, kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına veya bir mortgage kuruluşuna satmaktadır. Bu mekanizma kriz durumunda mali sistemi kırılğan bir hale getirmektedir. Şöyle ki banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme sayesinde kredi ödemelerindeki aksama hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar anlamına gelmektedir. Nitekim, FED Eski Başkanı Greenspan krizin sadece kredilerden kaynaklanmadığını, asıl nedeninin; bu kredilerin paketlenerek tekrar satışı olduğunu

---

<sup>247</sup> <http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization>, 25 Ekim 2009.

<sup>248</sup> Aslan H., **İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz**, Houston Üniversitesi, BDDK 8. Kuruluş Yılı Dönümü Konferans Notu, s.11.

ifade etmiştir<sup>249</sup>.

### **Saydamlık Eksikliği**

Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD’de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve girift ilişkilere sahiptir. Örneğin faiz haddi türev piyasaları forward swap işlemlerinden dalgalı swape kadar bir çok finansal araç sunmaktadır<sup>250</sup>. Finansal araçların bu karmaşık yapısının anlaşılmasında önemli bir zorluk söz konusudur. Sıradan yatırımcılar için her gün değişen yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek mümkün değildir. Hele de özellikle anlaşılmamak istendiğinde ciddi bir saydamlık sorunu ile karşılaşmaktadır.

Saydamlıktaki bir diğer eksiklik “asimetrik bilgi” diye adlandırılan olgudur. Bu halde, bilgi yatırımcılara firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlarla ve farklı biçimlerde ulaşmaktadır. Örneğin “insider trading” aslında bir tür asimetrik bilgidir. Yasal yaptırımlarla bu tür bilgilenmenin önüne geçilse bile suç teşkil etmeyen asimetrik bilgilenme/ bilgilendirme problemini aşmak çok kolay değildir. Ampirik araştırmalar finansal krizle saydamlık eksikliği arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir<sup>251</sup>. Saydamlık arttıkça daha az finansal kriz oluşmaktadır. Bu tür araştırmalarda gelişmekte olan ülkeler genellikle daha az şeffaf olarak tanımlanmıştır. Ancak ironik bir biçimde son küresel kriz şeffaflığın en fazla olduğu düşünülen “Gelişmiş Dünya” da baş göstermiştir

---

<sup>249</sup> <http://www.reportonbusiness.com>, 25 Ekim 2009.

<sup>250</sup> Madura J., **Financial Market and Institutions**, 7. baskı, Thomson South Western, 2008, s. 442-445.

<sup>251</sup> Mahrez G., Kaufmann D. , **Liberalization, Transparency and Financial Crisis**, Georgetown University& The World Bank,19 Ağustos 1999, s.21.

Bu krizde banka ve brokerların ne çeşit varlıklara sahip oldukları bu varlıkların değerinin ne olduğu hatta bunların muhatabının kimler olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenmemiştir. Bu problemler, türev diye adlandırılacak kompleks ticari sözleşmelere sahip Lehman Brothers gibi firmaların iflasları sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanması ve analiz edilmesini zorlaştırmıştır<sup>252</sup>.

### **Derecelendirme Kuruluşları**

Derecelendirme kuruluşları ile ilgili en önemli problem çıkar çatışmasıdır (conflict of interests). Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren rating kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Hal böyle olunca derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetleri azalmaktadır.

Diğer yandan derecelendirme kuruluşları firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememektedirler<sup>253</sup>. Bazen de sorunu kısmen veya çok gecikmeli olarak görebilirler. Örneğin, Enron'un iflas başvurusundan çok kısa bir süre öncesine kadar derecelendirme kuruluşları firmanın problemleri tespit edememiştir. Tabii ki bunda Enron'un gerçeğe aykırı şekilde hazırladığı mali tablolarının da etkisi vardır.

Derecelendirme kuruluşları finansal enstürmanları dizayn eden bankalar ve enstürmanın alıcıları kadar dayanak varlık hakkında enformasyona sahip olmayabilirler. Bir diğer sorun derecelendirme kuruluşlarının sadece temerrüt riskini derecelendiriyor olmasıdır. Halbuki likidite riski ve rating değiştirme riskinin de ölçülmesi gerekmektedir. Derecelendirme kuruluşlarından hizmet alanların derecelendirme hizmetlerinin bu dar

---

<sup>252</sup> Wasserstom E, **On the Financial Crisis: It's Not Just Weak Oversight**, *The New York Times*, 17 Eylül 2008.

<sup>253</sup> Madura J., a.g.e, 2008, s.47.

kapsamından haberdar değildirler<sup>254</sup>.

Son finansal kriz öncesinde de derecelendirme kuruluşları çok etkin çalışmamıştır. Ancak finansal kriz başladıktan sonra kredi notları düşürülmüştür. 2007'nin üçüncü çeyreğinden 2008'in ikinci çeyreğine kadar geçen bir yıllık dönemde iki büyük derecelendirme kuruluşu tarafından 1,9 trilyon Dolarlık mortgage destekli menkul kıymetin notu düşürülmüştür<sup>255</sup>.

### **Düzenleyici Denetleyici Kuruluşlar**

Düzenleyici denetleyici kuruluşların özellikle de FED'in değişen risk ortamına karşı önlem almakta geciktiği söylenebilir. FED başkanı Mayıs 2007 de yaptığı bir açıklamada konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını beklemediklerini dile getirmiştir. Pratikte ise tam tersi olmuştur. 2,5 yıl içinde konut piyasasında başlayan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel ekonomiyi etkisi altına almıştır. Daha da kötüsü başka ülkelere yayılarak küresel bir boyut kazanmıştır. ABD'de birçok eyalet aşırı riskli mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilerek satışını önlemeye çalışmış ancak ABD Hazinesi bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasalar çiğnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmıştır.

---

<sup>254</sup> KENÇ T. , **Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II Notu**, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferansı, Ağustos 2008.

<sup>255</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Image:MBS\\_Downgrades\\_Chart.png](http://en.wikipedia.org/wiki/Image:MBS_Downgrades_Chart.png), 22 Ekim 2009.

### 3.4.5.2 Kredi Krizinin Mali Krize Dönüşüm Süreci

Mortgage krizi olarak ortaya çıkan durum takip eden süreçte bir likidite krizine dönüşmüştür. ABD’de 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam dört sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır. Yatırımcıların risk almadan kazanç elde etme isteği maliyeti düşük, kolay kredi imkânlarına bağlı olarak tüketicilerin aşırı borçlanmasına ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olarak sistemin risk durumunu artırmıştır.

Finansal kriz gelişmiş ülkelerde başlamış olmakla birlikte Kasım 2008 ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlamıştır. Birçok gelişmekte olan ülke borsalarında ciddi değer kayıpları olmuş, ülke paraları değer yitirmiş, ülke tahvilleri ve ticari bonolarda risk primleri artmış, aynı zamanda bu ülkelere olan yabancı sermaye akımları ve banka borçlanmaları önemli oranda düşmüştür.

Düzenleme otoriteleri ve Merkez Bankaları hızlı kredi büyümesi ve aktif fiyatlarında oluşan balonun neden olduğu sistemik riskleri görememiş ya da gerekli önlemleri yeterli oranda ele alamamıştır. Uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler karşısında finansal sisteme olan güvenin tekrar arttırılması için ABD ve Avrupa’da Merkez Bankaları ve hükümetleri tarafından çok sayıda önlem alınmış ve trilyon dolarları bulan kurtarma paketleri açıklanmıştır<sup>256</sup>.

Kredi derecelendirme kuruluşları ard arda ipotekli konut kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirirken paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki

---

<sup>256</sup> Erdönmez P., **Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi**, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, 2009, s. 85.

artışla birlikte, bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Aynı kredi derecelendirme kurumları, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmeleri sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. İkincil piyasalarda ani satış baskısıyla birlikte bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiş, bu durum likidite krizinin daha da derinleşmesine yol açmıştır<sup>257</sup>.

Uluslararası finansal piyasalarda bir yıldan uzun süredir meydana gelen gelişmeler ve birçok ülkede finans kurumlarının iflas etmesi, finansal kurumlara olan güvenin çok azalmasına neden olmuştur. Krizin, küresel piyasalara olan en önemli etkisi banka kredilerinin uzun sürebilecek bir zaman için kısıtlanmış olmasıdır. Bankaların kredi verme standartları ciddi şekilde yükselmiştir. Banka zararları açıklanmaya devam ettikçe hükümetler bankaların sermaye tabanlarını artırmak için yardım paketleri açıklamışlarsa da kredilerin daha da daralması beklenmektedir. Bu kredi koşulları konut yatırımlarının birçok ülkede daralmasına neden olmuştur. Söz konusu eğilimin yakın dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Japonya’da ise yapılan düzenlemeler sayesinde konut yatırımlarında düzelme olması öngörülürken, ipotekli konut kredisi piyasaları tam gelişmiş ülkeler arasında yer alan ABD, İngiltere ve bir ölçüde Avustralya ve Danimarka’da ise konut fiyatlarının düşmesi beklenmektedir<sup>258</sup>.

Küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını da etkilemektedir. Bu ülkelerin finansal kuruluşlarının Amerika’daki yüksek riskli aktiflere ve bu aktiflerle ilgili menkul kıymetlere olan erişimi sınırlı olmakla birlikte, söz konusu gelişmeler bütün gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkeler yatırımcıların risk alma iştahlarının azalması nedeniyle dış finansman açısından ciddi daralma yaşamaktadır.

---

<sup>257</sup> BDDK, 2002, **Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu**, <http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Raporlar.aspx>, s.85.

<sup>258</sup> OECD, Economic Surveys- United States, 2009, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

Yüksek gelir grubundaki bankalar ve yatırım fonları gelişmekte olan ülkelerden fonlarını çekmişler ve riskli aktif kategorisindeki bu varlıkları daha likit enstrümanlara çevirmişlerdir. Riskli aktiflerin bu satışları hisse senedi fiyatları, tahvil piyasası ve ülke paraları üzerinde dramatik etkiler yaratmış, aynı zamanda bu ülkelerde kredi koşullarının daralmasına yol açmıştır. Cari açıkları GSYİH' in yüzde 10'undan fazla olan ülkelerde sermaye girişlerinin durmasıyla iç talep ciddi ölçüde daralmıştır. Bankacılık sektöründe özel bankaların dışarıdan borçlanmaları dramatik şekilde düşmüştür. Ocak 2008-Eylül 2008 döneminde Kazakistan'da 13,2 milyar dolar, Rusya'da 6,6 milyar dolar, Güney Afrika'da 3,7 milyar dolar, Ukrayna' da 2,1 milyar dolar ve Türkiye'de 3,1 milyar dolar azalma olmuştur. Cari fazlası olan ülkeler de dâhil olmak üzere bütün ülkeler küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerden fazlasıyla etkilenmiştir <sup>259</sup>.

---

<sup>259</sup> Dünya Bankası, Global Economic Prospects, 2009, s. 21



**Tablo 8****Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluş İflasları**

7 Şubat – İngiltere	Northern Rock ulusallaştırıldı	88 Milyar Sterlin
14 Mart – ABD	Bear Stearns FED sübvansiyonundan sonra ticari bir banka tarafından alındı.	29 Milyar Dolar
7 Eylül – ABD	Freddie Mac ve Fannie Mae ulusallaştırıldı	200 Milyar Dolar
15 Eylül – ABD	Lehman Brothers iflas etmiştir.	
17 Eylül – ABD	AIG ulusallaştırıldı.	87 Milyar Dolar
18 Eylül – İngiltere	Lloyd TSB HBOS' u satın aldı	12 Milyar Pound
29 Eylül – Benelux	Fortis kurtarıldı.	16 Milyar Dolar
29 Eylül – ABD	Citibank Washoiva'ı aldı	12 Milyar Dolar
29 Eylül – Almanya	Hypo Gayrimenkul kurtarıldı.	71 Milyar Dolar
29 Eylül – İzlanda	Glitnir kurtarıldı	850 Milyon Dolar

29 Eylül – İngiltere	Bradford&Bingley kurtarıldı	32,5 Milyar Dolar
30 Eylül – Belçika	Dexia kurtarıldı	9,2 Milyar Dolar
30 Eylül – İrlanda	İrlanda bankaları kurtarıldı	572 Milyar Dolar
7 Ekim – İzlanda	Lansbanki ulusallaştırıldı.	
9 Ekim – İzlanda	Kaupthing ulusallaştırıldı.	864 Milyon Dolar
12 Ekim – İngiltere	HBOS, Royal Bank of Scotland, Llyods TSB ve Barclays kurtarıldı	60,5 Milyar Dolar
16 Ekim – İsviçre	UBS kurtarıldı	59,2 Milyar Dolar
19 Ekim – Hollanda	ING sermaye yardımı aldı	10 Milyar Euro
20 Ekim – Fransa	Fransa hükümeti 6 büyük bankaya kredi açmıştır.	10,5 Milyar Euro
27 Ekim – Belçika	KGB	3,5 Milyar Euro
4 Kasım – Avusturya	Kommunalkredit ulusallaştırılmıştır. Constantine Privatbank ulusallaştırıldı ve 5 Avusturya bankasına 1 euro karşılığı satıldı	

11 Kasım – Kazakistan	Hükümet 4 büyük bankaya sermaye enjekte etmiştir.	3,7 Milyar Euro
24 Kasım – ABD	Citigroup sermaye desteği almıştır.	40 Milyar Dolar
22 Aralık – İrlanda	Anglo Irish Bankası ulusallaştırılmıştır. 3 büyük bankasına fon aktarılmıştır.	7,68 Milyar Dolar

**Kaynak:** Erdönmez, P , “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, 2009, s.87.

Uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler sonucu piyasalarda likidite kıtlığı, sorunlu aktiflerin değeri hakkındaki belirsizlikler ve sermaye eksikliğine karşı acele olarak çeşitli politik önlemlerin alınması gerekmiştir. Ancak bu önlemler, finansal piyasalara olan güvenin yeniden yaratılmasını ve piyasa koşullarının iyileşmesini garanti altına alamamıştır. Bunun üzerine ülkelerin bankalararası borçlanmaları yeniden başlamasını sağlayacak ve bankaların yeniden sermayelendirilmesine yönelik kapsamlı pro-aktif önlemlerin alınması gerekmiştir. ABD, önlem paketlerini açıklayan ilk ülke olmuştur. Açıklanan kurtarma paketinin temelini oluşturan noktalar sorunlu ipotekli konut kredisine ilişkin aktiflerin satın alınması ve bankalara yapılan sermaye enjeksiyonudur. İngiltere’de sermaye enjeksiyonları ve bankaların likiditeye erişimlerini kolaylaştıran önlemler açıklamıştır. Birçok Avrupa Birliği üye ülkesinde de benzer önlemler kararlaştırılmıştır.<sup>260</sup>.

<sup>260</sup> Erdönmez P, **Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi**, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, 2009, s. 89.

**Tablo 9**

**Ülkelerin Aldıkları Önlem Kategorileri**

<b>Para Politikası Araçları</b>	Faiz Oranı Değişiklikleri Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik Döviz Kuru Müdahalesi
<b>Finansal Sisteme İlişkin Kriz Önlem Araçları</b>	Mevduat Garantisinin Artırılması Bankaların Yeniden Sermayelendirilmesi Likidite Enjeksiyonu Banka Kredi/ Borçlarına Devlet Garantisi Verilmesi Kamulaştırma/Fona Devir Ticari Tahvillerin Alınması İçin Fon Ayrılması İpotekli Konut Kredisi Tahvillerinin Alınması Açığa Satışın Yasaklanması Toksik Varlıkların Alınması
<b>Uluslararası Kuruluşlar</b>	Swap Kanalı

	IMF
<b>Diğer</b>	İstihdam, Altyapı Yatırımlarının Artırılması, KOBİ'lere ve Düşük Gelir Gruplarındaki Hanehalklarına Yapılan Yardımlar vb.

**Kaynak:** Erdönmez, P , “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, Bankacılar Dergisi, Sayı 68, 2009, s.89

Dünyada finansal piyasaları istikrara kavuşturmak ve ekonomik büyümeyi desteklemek için daha geniş kapsamlı politikaların oluşturulmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Bu amaçların gerçekleştirilmesi için:

- Finansal piyasaları istikrara kavuşturmak için gerekli önlemlerin alınmasına yönelik çabalar sürdürülmelidir.
- İç talebi güçlendirmek için maliye araçları kullanılmalı ve para politikası desteği unutulmamalıdır.
- Gelişmekte olan ülkelerin mevcut finansal piyasalara erişimlerini kolaylaştırmak için bu ülkelere yardım edilmelidir. Bu süreçte IMF’ in rolü önemlidir<sup>261</sup>.

### 3.5 Finansal Kriz Çözümlerinde Ülke Deneyimleri

Küreselleşmeyle beraber gelen finansal krizler özellikle 20. Yüzyılın son bölümlerinde hem ulusal hem uluslararası bazda tedbirler gündeme getirmiştir. Uygulanan

<sup>261</sup> OECD, Economic Surveys- Euro Area, s.19, 2009, <http://www.oecd.org/>

tedbir politikaları çoğu zaman yukarıda aktarıldığı üzere Dünya Bankası ve IMF destekli olmakla beraber “Şahsına Mühassır” diyebileceğimiz nitelikte özel ülke deneyimleri de yaşanmıştır.

Malezya ve Şili'nin krizlerle mücadele konusunda yaptıkları özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için incelemeye değer tecrübelerdir. Bu tecrübeler de ülkelerin içinde bulunduğu sosyo ekonomik yapı, yönetim biçimi ve dış entegrasyonu önemli farklılıklar oluşturmuştur.

Bu örneklerin incelenmesi kriz çözümlerinde genel geçer doğrular olmayacağını kavramak ve özel bazı uygulamaların ülke bazında dikkate alınmasını anlamak bakımından önemlidir.

### **3.5.1 Malezya Deneyimi**

Asya Krizi'nden en çok etkilenen üç ülke olan Tayland, Güney Kore ve Endonezya, finansal krizi aşmak için IMF tarafından oluşturulan ve desteklenen programları uygulamak zorunda kalmışlardır. IMF'nin sağladığı finansal yardımlara karşılık, bu ülkeler, döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmayı, faiz oranlarını arttırmayı, maliye politikalarını daraltmayı, finansal piyasalarını yabancılara açmayı, sorunlu banka ve finans kurumlarını kapatmayı ve diğer alanlardaki yapısal reformları gerçekleştirmeyi taahhüt etmişlerdir.

Malezya ise, 1997 yazında patlak veren Asya Krizi'ne tepki olarak başlangıçta IMF programlarına benzer bir politika izlemiştir. Ancak kısa bir süre sonra, bu politikaların

sonuç vermemesi nedeniyle 1 Eylül 1998’de Malezya hükümeti, IMF politikalarından tümüyle farklı olarak, sermaye akımları ve kur işlemleri üzerinde geniş kapsamlı sıkı kontroller uygulamaya başlamıştır.

Geçici olarak kullanılıp, yaklaşık bir yıl içerisinde uygulamadan kaldırılan bu kontrollerin amacı, kısa dönemli, spekülative amaçlı sermaye hareketlerini sınırlandırmaya yönelik olup, uzun vadeli finansal yatırımlar ile doğrudan yabancı yatırımları kapsam dışında tutarak, bu tür faydalı yatırımların devamlılığını sağlamak olmuştur. Bu doğrultuda, ulusal para birimi olan Ringgit, 3.80 Amerikan Dolarına sabitlenmiştir. Kıyı bankalarında (off-shore hesaplarda) Ringgit cinsinden tutulan tüm mevduatların bir ay içerisinde ülkeye getirilmesi ve yabancılara da Ringgit cinsinden gelirlerinin dövize çevrilebilmesi için on iki ay bekleme zorunluluğu getirilmiştir. Beş ay sonra bu uygulama, bekleme zorunluluğu yerine vergi alımına dönüştürülmüştür. Bu önlemlerin yanı sıra, Malezya vatandaşlarının yurt dışına sermaye transfer etmesine sıkı sınırlamalar getirilmiş ve yabancı portföy yatırımlarının on iki ay süreyle ülkeye girişi durdurulmuştur. Ayrıca, sıkı para politikasından vazgeçilerek faizlerde indirime gidilmiştir. Ringgite karşı spekülative girişimleri engellemek için Ringgit cinsinden yapılan tüm işlemlerin yetkili yerli kurumlar tarafından yapılması zorunluluğu getirilmiştir<sup>262</sup>.

Malezya’nın uygulamış olduğu bu kontroller sonucunda, yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları yatırımları geri çekmeleri ve yerleşiklerin de yurt dışında yatırım yapmaları zorlaştırıldığından, net sermaye çıkışları sınırlandırılmış ve spekülative döviz hareketleri büyük ölçüde azaltılarak döviz kuru istikrarlı hale gelmiştir. Malezya deneyimi, kriz koşullarında bile uygulanabilecek politika seçeneklerinin sanıldığı kadar az olmadığını göstermek bakımından dikkat çekici bir örnek olmuştur.

---

<sup>262</sup> Balseven H., Erdoğan M., Mali Kriz Bağlamında Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilir Bir Versiyonu, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt XX, s. 225.

Ülkenin kriz karşısında aldığı ilk önlemler faizlerin yükseltilmesi ve yerel paranın değer yitirmesine izin vermek olmuştur. Basit bir anlatımla ülke sermaye kontrollerini uygulamadan önce IMF tipi krizden kurtuluş politikası izlemiştir. IMF destekli politikalar:

- Dalgalı kur rejimi
- Faiz oranlarını yükseltme
- Sıkı maliye politikası (özellikle faiz dışı fazla)
- Geniş özelleştirme uygulamalarını içermektedir.

Malezya hükümetinin uyguladığı program :

- Sabit kur rejimi
- Faiz oranlarını düşürmek
- Genişletici maliye politikası
- Sermaye kontrolleri uygulamalarını içermektedir.

1Eylül 1998 tarihinde Malezya Ekonomi Yönetimi aşağıda sunulan kontrolleri yürürlüğe koymuştur ;

- Döviz kuru 1 ABD Doları = 3,80 ringgit olarak sabitlenmiştir.
- Yabancıların forward ringgit alım ve satımı izne tabi kılınmıştır.
- Ringgite dayalı tüm varlıkların satışının onaylanmış yerli bir aracı kurum vasıtasıyla yapılması zorunlu hale getirilerek offshore ringgit piyasalarının kapanması sağlanmıştır.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımı sonucu yapılan satışlardan elde edilen gelirin değişimi ve yurtdışına transferi hariç, yabancıların yurtdışı hesaplarında tuttıkları ringgiti dövize çevirmek için Merkez Bankası onayı alması zorunlu kılınmıştır.
- İhracat ve ithalat ödemelerinin döviz ile yapılma zorunluluğu getirilmiştir. Diğer taraftan, tüm cari işlemler hareketi için



serbestçe döviz temin edilmiş ve Malezya mallarını ihraç eden yabancılara da ticari kredi sağlanmıştır.

- Yurtdışına çıkarken yolcuların yanlarında bulundurabilecekleri para miktarı Malezya vatandaşları için 10.000 ringgit, yabancılar için ise 1.000 ringgit olarak sınırlandırılmıştır.

- Yabancıların Malezya menkul değerlerinin satışından elde ettikleri geliri yurtdışına transfer etmeden önce 12 ay ülkede tutmaları zorunlu kılınmıştır.

- 5 Şubat 1999 tarihinde yatırımların yurtdışına çıkarılabilmesi için Malezya'da en az 1 yıl süreyle tutulması zorunluluğu aşamalı vergi sistemiyle değiştirilmiştir. Bu tarihten önce Malezya'ya giren sermaye, yurtdışına çıkarılmak istenmesi durumunda şu vergilere tabi kılınmıştır: Malezya'ya girişinden sonraki 7 ay içinde çıkarılıyorsa % 3,0 , girişinden sonraki 7 ve 9. aylar arasında çıkarılmak isteniyorsa % 2,0 , girişinden sonraki 9 ve 12. aylar arasında çıkarılmak isteniyorsa %10,1 yıldan uzun kalan sermayenin yurtdışına çıkarılmasında vergi alınmayacaktır.

- 15 Şubat 1999 tarihinden sonra Malezya'ya girecek fonlar için sermayenin giriş veya çıkışında vergilendirilmesi söz konusu olmayıp, ancak bir yıldan önce Malezya dışına çıkarılması durumunda bunlardan sağlanacak karın %30'u , bir yıldan sonra çıkarılması durumunda ise %10'u oranında vergilendirilecektir.

Görüldüğü üzere Malezya hükümeti sermaye çıkışları üzerine doğrudan kontroller getirmiştir. Buradaki amaç faiz indirimi yapılırken sermaye çıkışı tehditini yok etmektir. Ülkenin kriz sürecindeki temel sorununun ülkeye giriş yapan sermayeden ziyade çıkış yapan sermaye olarak görünmektedir. Ülke aynı dönem içerisinde genişletici makro politikalar izlemiştir. Ülkenin genişleyici ekonomi politikalarının sayesinde faiz oranı 10 Haziran 1998 yılında yüzde 11'den 16 Aralık 1998 tarihinde yüzde 6.6 düzeyine

düşmüştür. Aynı dönemde genişletici yönde hareket eden maliye politikasının gelişimi de ilgi çekicidir. Malezya bütçesi 1997'd e yüzde 4, ve 1998 yılı içerisinde %1 oranında fazla vermiştir. Altyapı yatırımları artırılmış ve bütçe açığının GSMH ' ye oranı yüzde 4.2'e yükselmiştir. Bu Malezya'nın yıllardır sürdürdüğü bütçe fazlası verme geleneğinden köklü bir kopuşu ifade ediyordu. Ülke kendisine kıyasla daha önce krize giren Güney Kore ve Tayland' la aynı dönemde bir iyileşme sağlamıştır. Ülke son 5 yıl içerisinde(2001 yılındaki yüzde 0.7 hariç) ortalama yüzde 6 düzeyinde büyüme oranı yakalamıştır . Adı geçen iki ülkenin IMF ' den büyük oranda destek alarak büyümeleri Malezya' nın başarısını açıkça ortaya koymaktadır.

Krizden çıkış konusunda Güney Kore, Endonezya ve Tayland hükümetleri IMF öncülüğünde (destekli) politikalar izlerken, Malezya hükümeti ise IMF yardımı almaksızın ve temelde IMF'in krizden çıkış için öngördüğü politikaların tam tersini yürürlüğe koyarak krizi aşmaya çalışmıştır.

Malezya'nın uygulamış olduğu sermaye kontrollerinin etkinliğin değerlendirdikleri çalışmalarında Rodrik ve Kaplan (2001), Malezya'nın, Asya Krizi sonrasında IMF politikaları uygulayan Tayland ve Güney Kore'den daha hızlı bir biçimde toparlandığını ve daha başarılı sonuçlar elde ettiği bulgusuna ulaşmışlardır<sup>263</sup> . Kriz ile mücadele kapsamında, sermaye kontrolleri uygulamış olan Malezya ile IMF programlarına başvuran Türkiye, Brezilya ve Rusya'nın kriz sonrasında, kısa dönem toparlanma sürecindeki performanslarını karşılaştıran Işık (2003)'a göre de, Malezya'nın uyguladığı

---

<sup>263</sup> Rodrik D, Kaplan E, **Did The Malasian Capital Controls Work?**, 2001, s. 32-33, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Malaysia%20controls.PDF>.

sermaye kontrollerinin, kısa dönemdeki toparlanma sürecine katkısı, IMF programları uygulayan ülkelere göre daha hızlı ve başarılı olmuştur<sup>264</sup>.

### 3.5.2 Şili Deneyimi

Sermaye girişleri üzerindeki kontroller, özellikle karmaşık mali kontrol sistemleri uygulayacak kapasiteleri olmayan GOÜ'lerde (Gelişmekte Olan Ülkeler), finansal sermaye girişlerinin neden olabileceği aşırı oynaklık gibi olumsuz etkileri azaltarak, uzun dönemli yatırımları özendirme gibi olumlu etkileri arttırmayı amaçlamaktadır. Sermaye girişlerini kısıtlamaya yönelik uygulamalar, aşırı sermaye girişlerinin reel döviz kurunu değerlendirerek ülkenin rekabet gücünü azaltması ve makroekonomik dengesizliğe sebep olmasından duyulan endişe nedeniyle uygulanmaktadır.

Asya Krizinin olumsuz sonuçlarından sonra, gelecekte ortaya çıkacak finansal krizleri önlemek amacıyla sermaye girişlerine kontrol konulması fikri büyük bir destek görmüştür. Sermaye girişlerine konan kontrollerin, GOÜ'leri (Gelişmekte Olan Ülkeler) uluslararası spekülatif saldırılardan koruyarak, döviz kurunun oynaklığını sınırlaması ve aynı zamanda bu ülkelerin bağımsız para politikaları uygulamalarına olanak vermesi beklenmektedir. Sermaye girişlerine yönelik kontrollerle ilgili önemli bir nokta, bu tür kontrollerin kriz esnasında değil, ekonominin görece istikrarlı bir dönemde uygulamaya konulmasıdır. Aksi halde bu tür kontroller, piyasada güven kaybına yol açarak, likiditeye ihtiyaç duyulduğu kriz sürecinde mevcut sermayenin de ülkeden kaçmasına, dolayısıyla da krizin derinleşmesine yol açabilir<sup>265</sup>.

---

<sup>264</sup> Işık G, *Finansal Krize Karşı Politika Tepkileri: IMF Programlarına Alternatif Olarak Sermaye Kontrolleri*, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 18, Sayı: 209, Ağustos 2003, s. 12.

Sermaye girişlerine sınırlama koyan ülkelerin bazıları Brezilya, Şili, Kolombiya ve Çek Cumhuriyeti'dir. Ancak ekonomistler tarafından en çok dikkat çeken ülke deneyimi Şili deneyimidir. Şili'nin sermaye girişlerine uyguladığı kontroller, kısa dönemli sermayeyi olumsuz yönde etkilerken, uzun dönemli fonları kendisine çekmeyi başararak ülkenin istikrara kavuşmasına katkıda bulunmuştur<sup>266</sup>. Şili'nin uygulamaya koyduğu piyasa odaklı sermaye kontrollerinin amacı; sermaye girişlerinin daha uzun vadeli olmasını sağlamak, aşırı değerli ulusal paranın değerini düşürmek, Merkez Bankasının bağımsız para politikası sürdürmesini sağlamak ve krizler karşısında, iç piyasanın kırılganlığını azaltmak için kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişini yavaşlatmaktır.

Şili, 1990 sonrasında, uzun dönem ve kısa dönem sermaye akımları için farklılaşan şekilde sermaye girişleri üzerinde piyasa bazlı kontroller uygulamıştır. Şili'de uygulanan en önemli sermaye kontrol tekniği, kazançsız rezerv/mevduat zorunluluğudur. Şili'de, 1991 yılında tüm portföy yatırımlarına %20 oranında kazançsız rezerv zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre, ülkede bir yıldan daha az kalacak olan yatırımların bu rezervi ülkede kaldığı süre boyunca, bir yıldan uzun kalanların ise sadece bir yıl boyunca tutacakları karara bağlanmıştır. Haziran 1992'de bu oran %30'a çıkarılmış ve rezervin ekonomide kalış süresi ise paranın çıkış zamanına bakılmaksızın bir yıl olarak belirlenmiştir. Asya krizinin ekonomideki likidite gereksinimini arttırması nedeniyle, Haziran 1998'de zorunlu rezerv oranı %10'a indirilmiş, Kasım ayında da sıfırlanmıştır<sup>267</sup>.

Genel anlamda Şili kontrollerinin temel amaçları şunlardı:

---

<sup>266</sup> Edwards S., "How Effective Are Capital Controls", *NBER Working Paper*, No: 7413, <http://www.nber.org/papers/w7413.pdf>, 1999, a.g.e, s. 19.

<sup>267</sup> Ökten Z., Yıldırım M.; **Sermaye Hareketleri ve Tobin Vergisi**, TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı, 2006, s. 10.

- Para ve döviz kuru politikalarının çevrim karşıtı kullanma olanağının artırılmasıdır. Sermaye akımlarının yerel talebi aşırı şişirmesi nedeniyle cari işlemler hesabı giderek büyüyen açıklar verecektir. Bu koşullar altında, sermaye kontrolleri daha düşük faiz ve yerel paranın değerlenmesine yönelik sermaye akımlarını caydırmaktadır.

- Sermaye kontrolleri uluslararası finansal çevredeki ani değişmelere yerli ekonomilerin kırılganlığını azaltmaktadır. Toplam sermaye akımları içinde likit ve kısa dönemli yükümlülükleri azaltma ve yerli ekonomik ajanların yabancı dövizdeki açık pozisyonlarını sınırlamaya yönelik girişimler bu çerçevede düşünülmelidir.

- Sermaye kontrolleri, yabancı tasarrufların ekonomiye yerli tasarrufların tamamlayıcısı olarak katılmasını sağlamaktadır. Tüketimi finanse eden kısa vadeli sermaye yerine üretken yatırımları finanse eden uzun vadeli sermaye akımlarına işaret etmektedir.

- Ülkenin 1989 sonrası yaşadığı sermaye girişleri ülkeyi enflasyonla mücadele ederken yakalamıştır. Normal koşullar altında, ülkenin yüksek faiz politikasıyla enflasyonu yenme arzusu yüksek faizin çekiciliğine yakalanan sermayenin ülkeye girişlerinin yol açtığı sorunlar nedeniyle gölgelenmektedir.

Şili'nin sermaye girişlerinin etkilerini azaltmak için kullandığı en önemli silah sermaye kontrolleri olarak görülmektedir. Ülkenin sermaye girişlerinin etkilerini azaltmak için hem doğrudan hem de dolaylı kontroller uygulamıştır. Doğrudan kontroller sadece ülke içerisindeki yabancı doğrudan yatırımlar ve yabancı portfolyo yatırımlarının bir yıl kalması zorunluluğu ile vücut bulmuştur. Şili'nin dolaylı sermaye kontrollerine 1981 sonrasında yerel finansal düzenlemelere ağırlık vererek başlamıştır. Ülkenin 1981 yılında krize sürüklenmesinde ülke içerisinde denetlenmeyen bankacılık sisteminin rolü büyüktür .

Finansal sektörden kaynaklanan nedenler; hızla özelleştirilen bankaların kamunun rutin kontrol ve gözetim mekanizmalarına dahi aldırış etmemeye başlaması, banka dışı finans kurumlarının sayısının finansal aracılık talebindeki artışa bağlı olarak çok hızlı bir şekilde artması, bankacılık sektöründe yoğunlaşmanın yüksek olması, yoğun dış kredi kullanımı ve azalan denetime bağlı olarak "ahlaki risk" problemleridir.

Aynı zamanda ülkenin yerel finansal düzenlemeler konusunda da 1989 sonrası yoğun çaba içerisinde olduğu görülmektedir. Bankalar yabancı ticari krediler haricinde yabancı dövizle borç vermeleri, bankaların rezerv ya da sermayelerinin yüzde 20 'si düzeyinde dövizde açık pozisyonda kalmaları ve vade uyumsuzlukları gibi temel konularda düzenlemeler yapılmıştır.

Şili’de uygulanan bu kontrollerin, sermaye girişlerin hacmini kısıtlamaktaki etkisi sınırlı ve kısa süreli olmuştur. Ancak uygulanan politikalar, kısa dönemli akımları caydırmak ve sermaye girişlerinin yapısını değiştirmek açısından başarılı olmuştur. Yani ülkeye giren toplam sermaye miktarı azalmamış, uygulanan kontroller sonucunda, kısa vadeli akımlardaki azalma tümüyle uzun vadeli sermaye girişlerindeki artışlarla giderilmiştir. Ülkeye giren toplam sermaye içerisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı %73 iken, bu oran 1998 yılında %3’e düşmüştür. Kısa vadeli sermaye girişlerinin azalması döviz kurunun aşırı değerlenerek cari işlemler dengesini bozmasını ve kurun çökmesine yol açabilecek bir yabancı sermaye kaçışını zorlaştırarak ekonominin kırılganlığını, dolayısıyla da finansal kriz riskini azaltmıştır<sup>268</sup>.

---

<sup>268</sup> Suvanto A, Honkapohja K, Mikkola A , “Promoting The Stability of International Capital Movements”, *Ministry of Finance Finland Research Report* ,No:1/2001, 2001, s.39, [http://www.vm.fi/vm/en/04\\_publications\\_and\\_documents/01\\_publications/07\\_financial\\_market/20010131Promot/3505.pdf](http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/01_publications/07_financial_market/20010131Promot/3505.pdf)

### 3.6 Uluslararası Finansal Kurumlar

1929 yılında yaşanan Ekonomik Bunalımın ardından Dünya ekonomisini sekteye uğratan olgulardan biri II. Dünya Savaşı olmuştur. Savaşın yarattığı yıkıcı etkileri ortadan kaldırmak amacıyla 1944 yılında ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kentinde Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı düzenlenmiştir. Bu Konferansta özellikle Dünya ekonomisinin içinde bulunduğu koşullar sonucunda, ulusal refah artışının ancak istikrarlı bir küresel ekonomik ortama bağlı olduğu ve uluslararası işbirliğini sağlayacak kuruluşların oluşturulmasının gerekliliği savunulmuştur. Bu savlara bağlı olarak kabul edilen “White Plan” çerçevesinde üç kuruluşun oluşturulması kararı alınmıştır. Bunlar; geçici ödemeler dengesi sıkıntıları çeken ülkelerin bu sıkıntılar nedeniyle ithalat kısıtlamalarına gitmemelerinin sağlanması için destek verecek bir para fonu, Avrupa'nın savaş sonrasında yeniden imarını gerçekleştirecek bir banka ve Dünya ticaretinin bu gibi durumlarda daralmasını önleyecek şekilde ticari işbirliğini sağlayacak bir ticaret örgütüdür. Bu çerçevede kurulan Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası ve 1995 yılında bu Plan'da öngörüldüğü üzere şekillenen Dünya Ticaret Örgütü zaman içerisinde bazı işlevsel değişikliklere uğramış olsalar da günümüzde hala faaliyetlerini sürdürmektedirler.

Uluslararası Para Fonu'nun ve Dünya Bankası'nın işlevsel değişimlerinin ortaya çıkışında etkili olan gelişme, ardı ardına yaşanan petrol şokları sonrasında 1980'li yılların başlarında gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına alan uluslararası borç krizi olmuştur. Dünya ekonomisinde yaşanan bu borç krizi, durgunluk ve makroekonomik dengesizlikler gibi olumsuz koşullar sonucunda, gelişmekte olan ülkelere ortaya çıkan şiddetli ödemeler dengesi açıkları, düşük büyüme oranları, artan işsizlik, yüksek enflasyon, dış ticaret açıkları ve ağır dış borç yükü gibi temel makroekonomik ve yapısal sorunlar uluslararası finansal kuruluşların bu ülkelere yönelişinin temelini

oluşturmuştur. Bu çerçevede Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası geliştirmekte olan ülkelerde yaşanan yapısal sorunların çözümüne yönelik olarak uygulattıkları geniş kapsamlı reform önerilerini içeren uyum programları ile destek vermeye başlamışlardır. Uluslararası Para Fonu ortodoks ve heterodoks nitelikli istikrar programlarıyla bu ülkelerde istikrarın sağlanması yönü ile ilgilenirken, Dünya Bankası bu programların yapısal uyum yanını üstlenmiştir.

Bu kuruluşların işbirliği içinde geliştirmekte olan ülkelerde uygulattıkları bu programlarda ele alınan politikalarda mali reform önerilerine geniş kapsamlı yer verilmektedir. Söz konusu reform önerilerinin ortodoks istikrar yönü bütçe açığının kapatılması amacıyla kamu harcamalarının azaltılmasını, heterodoks yönü ise kamu gelirlerinin artırılmasını öngörmektedir.

Ele alınan kamu harcamalarını azaltıcı öneriler genellikle gelir yönetimi politikaları, yatırımları ve sosyal harcamaları kısıtlayıcı önlemler şeklinde hayata geçirilmektedir. Kamu gelirlerini arttırıcı önerilerde ise, Olivera-Tanzi Etkisi'ne bağlı olarak programın ilk aşamasında enflasyonun düşürülmesi ile birlikte artan gelirler vasıtasıyla açıkların azaltılmasını hedeflenmektedir. Yüksek enflasyon ortamında düzenlenen tüm sözleşmelerin, sıfır enflasyon oranına göre düzenlenir hale getirilmesi ve yeni bir para biriminin yürürlüğe konulması da bu reform önerilerinin diğer bir bileşimini oluşturmaktadır. Bunların yanı sıra enflasyonist finansmandan radikal kopuşu sağlayıcı dönüşümü gerçekleştirmek amacıyla parasal kurumlarda da değişiklikler öngörülmektedir. Bunun için Merkez Bankasının bağımsızlığının güçlendirilmesi, para kurulu, enflasyon hedeflemesi gibi düzenlemelerin hayata geçirilmesi ve bütçenin finansmanına yönelik para basımına son verildiğinin ilan edilmesi gerekli görülmektedir.



Dünya Bankası aracılığıyla uygulanan programlarda ise, devletin ekonomideki ağırlığının azaltılarak; adalet, eğitim, sağlık gibi asli görevleri dışındaki işlevlerinin sınırlandırılması ve piyasaların müdahalelerden arındırılması (deregülasyon) amaçlanmaktadır. Bu kapsamda bu sektöre uygulanacak mali reform önerileri istikrar programlarında olduğu gibi kamu harcamalarını azaltıcı, kamu gelirlerini arttırıcı önlemleri içermektedir. Bu reformların kamu gelirlerin arttırılmasına yönelik önerilerinin merkezinde vergi sisteminde yapılacak düzenlemelerle vergi gelirlerinin arttırılması çabaları gelmektedir. Kamu gelirlerinin arttırılması için, vergi kanunlarının uygulanmasını daha verimli hale getirici ve vergi toplamanın rasyonalizasyonunu sağlayıcı vergi reformları, uyum paketlerinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Ayrıca, yurtiçi yatırımlar için elde edilebilecek tasarrufların arttırılması amacıyla bu programlar kapsamında kurumlar vergisinin azaltılması, kişisel ve kurumsal kazançların vergilendirilmesinde enflasyon muhasebesinin uygulanması, karların çifte vergilendirilmelerinin önlenmesi ve kişisel gelir vergilerindeki artışın azaltılması öngörülmektedir. Bu amaca bağlı olarak, program uygulamasının söz konusu olduğu ülkelerde harcamaları kısıcıcı nitelikteki dolaylı vergiler ön plana çıkarılmaktadır.

Özelleştirme uygulamaları da bu programlar kapsamında hayata geçirilen kamu kesimi reformunun diğer bir eksenini oluşturmaktadır. Bu çerçevede, mülkiyeti ve yönetimi kamuya ait olan iktisadi üretim birimleri satılmakta ve piyasaların devlet müdahalesinden arındırılması (deregulation) önerilmektedir. Bu uygulamalarda tekelci konumları ve uyguladıkları fiyat, yatırım v.b. politikalarla piyasa kurallarından bağımsız hareket ettikleri gerekçesiyle piyasa mekanizmasının işleyişine zarar verdiği düşünülen KİT'ler hedef alınmaktadır.

### 3.6.1 Uluslararası Finansal Kurumların Tarihsel Süreci

1929 Dünya Ekonomik Bunalımı kapitalist sistemin karşılaştığı en büyük bunalımdır. Bunalım süresince, temel sanayileşmiş ülkelerin ekonomik faaliyetleri zayıflamış ve pek çok ülke ekonomilerini ithalat kısıtlamaları yoluyla korumaya yönelmiştir. Fakat bu durum, Dünya ticaretini sekteye uğratmış, çıktıyı ve istihdamı olumsuz etkilemiştir. Bazı ülkeler, altın ve döviz rezervlerini koruyabilmek amacıyla ithalatı sınırlandırmış, ulusal paralarını devalüe etmiş ve hatta ülke içinde döviz kullanımını da sınırlayıcı önlemler almışlardır. Bu tür komşuyu zarara sokma politikaları sonucunda uluslararası ticaret hızla daralmış, istihdam ve yaşam standartları düşmeye başlamıştır<sup>269</sup>.

II.Dünya Savaşı'nın son yıllarında teknoloji ve iletişimdeki hızlı gelişmeler ulusal ülkelerin uluslararası entegrasyonunu arttırırken finansal krizlerin de ülkeler arasında daha çabuk yayılır hale gelmesine neden olmuştur. Bu gerçekleştirmeler ulusal refah artışının ancak istikrarlı bir küresel ekonomik ortama bağlı olduğu savını güçlendirmiş ve uluslararası işbirliğini sağlayacak kuruluşların oluşturulmasının gerekliliğini ortaya koymuştur:

- Geçici ödemeler dengesi sıkıntıları çeken ülkelerin bu sıkıntılar nedeniyle ithalat kısıtlamalarına gitmemelerinin sağlanması için destek verecek bir para fonu,
- Avrupa'nın savaş sonrasında yeniden imarını gerçekleştirecek bir banka,
- Dünya ticaretinin bu gibi durumlarda daralmasını önleyecek şekilde ticari işbirliğini sağlayacak Dünya Ticaret Örgütü'dür.

---

<sup>269</sup> IMF ( International Monetary Fund ),” What is the International Monetary Fund”, 2004, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what.htm#box1>, (22.11.2004).

John Maynard Keynes'in hazırladığı İngiltere Planında, bir tür Merkez Bankası rolü oynayacak olan Uluslararası Kliring Birliği'nin kurulması öngörülmekte ve birliğin temelleri; uluslararası ödemelerde kullanılacak "bancor" adı verilen bir hesap birimi ile işlemlerin yapılmasına dayandırılmaktaydı. Bu planda ayrıca, Avrupa'nın yeniden imarını destekleyecek bir para fonu ve uluslararası ticaretin esaslarını ortaya koyacak bir ticaret örgütünün gerekliliği savunulmaktaydı. Bu düşüncelerin tartışılması ve uluslararası ticari ve mali sistemin esaslarının belirlenmesi amacıyla 1 – 22 Temmuz 1944 tarihleri arasında ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kentinde Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı düzenlenmiştir. Bu konferansta 45 ülkenin temsilcileri bir araya gelerek uluslararası ticari ve mali sistemin esaslarını içeren iki tasarıyı tartışmışlardır. Bu tasarılarından ilki "Keynes Planı", ikincisi de "White Planı" olarak tarihe geçmiştir.

ABD Hazine Bakanı Harry Dexter White'in adını taşıyan White Planı'nda ise diğer iki kurumun aksine, Uluslararası Ticaret Örgütü (ITO)'nün kurulması öngörülüyor, uluslararası ticaretin bir örgüt eliyle değil konferanslar yoluyla ele alınmasının daha uygun olacağı savunuluyordu. Bretton Woods Konferansında gerçekleştirilen müzakereler sonucunda White Planı kabul edilmiş ve bugün hala işlevlerini sürdüren Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (WB) kurulmuştur. White Planı'nın öngördüğü gibi Uluslararası Ticaret Örgütü kurulmamış ve uluslararası ticaretin Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) çerçevesinde konferanslar yoluyla düzenlenmesi öngörülmüştür.

### **3.6.2 Dünya Bankası**

Bretton Woods Konferansında II.Dünya Savaşı'nın Dünya ekonomisinde yaratacağı muhtemel olumsuzlukları ortadan kaldırarak, yıkılan ekonomilerin yeniden

mimarı ve üretimin arttırılması amacı çerçevesinde uluslararası sermayeyi gerekli alanlara kanalize edecek bir uluslararası kuruluşun gerekliliği ortaya konmuştur. Bu bağlamda, uluslararası bankacılık ve yeniden yapılanma işlevlerinin yerine getirilmesi amacıyla hayata geçirilen kuruluş, Dünya Bankası olmuştur.

Bu Banka'nın kuruluş yıllarında temel hedefi, savaş yıllarının yarattığı yıkıcı etkilerin ortadan kaldırılmasıydı. Ancak, söz konusu yıllarda, Batı Avrupa'nın savaş öncesindeki gibi gümrük duvarlarını yükseltme ve ticari ilişkilerini iki taraflı anlaşmalarla yürütmeye başlama girişimleri, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) yönetiminin, bu ülkelerin üretim kapasitesinin yeniden inşası ve ABD'den yapacağı ithalatın finansmanı sağlamak amacıyla Marshall Planı'nı hayata geçirmesine neden olmuştur. Bu Plan çerçevesinde, 1946-1960 döneminde, Avrupa ülkelerine 41.3 milyar dolar yardım aktarılmış, Dünya Bankası'nın uluslararası kredi alanındaki payı ve dolayısıyla üye ülkeler üzerindeki etkisi ise önemsiz düzeyde kalmıştır. Ne var ki Marshall Planı deneyimi, 1950'li yılların sonlarından başlayarak "az gelişmiş" Dünyanın sorunlarını çözümlenmeye yönelik siyasal önerilerin gelişmesi ve Banka'nın genel tutumunun belirlenmesi sürecinde etkili olmuştur. Bu bağlamda Banka uzmanları, az gelişmiş ülkelerde üretim ve gelir artışının sermaye birikimi ve ticaret hacimlerindeki artış ve teknolojik gelişmeyle sağlanabileceğini savunmuş; ve bu amaçla özel teşebbüs için daha az çekici olan kritik alanlardaki ulaşım, iletişim ve baraj gibi altyapı faaliyetlerine yönelik proje kredilendirme faaliyetine yoğunlaşmıştır<sup>270</sup>.

Banka'nın faaliyetlerinde meydana gelen bu değişime ek olarak, Banka'yla beraber faaliyet göstermek üzere Uluslararası Finansman Kurumu (IFC) ve Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA) olmak üzere iki kurum oluşturulmuştur. Günümüzde de

---

<sup>270</sup> Peker A., **Dünya Bankası: "Büyüme" Söyleminden 'İyi Yönetme' Söylemine**, *Toplum ve Bilim*, s..69, 1996 , s. 10-14.

faaliyetlerine devam eden bu kurumlardan Uluslararası Finansman Kurumu (IFC), gelişmekte olan ÷lkelerde kalkınmaya hizmet edecek özel sektör kuruluşlarının yatırımlarına yardımda bulunarak Dünya Bankasının faaliyetlerini tamamlamaktadır. Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA) ise, ekonomik kalkınmayı ve verimliliğin arttırılmasını teşvik suretiyle azgelişmiş ÷lkelerin hayat standartlarının yükseltilmesine yardımcı olmaktadır. Bu üç kuruluş Dünya Bankası Grubu olarak adlandırılırsa da, her birinin fonksiyonları farklılık göstermekte; buna karşılık ulusların ekonomik gelişmelerine yardımcı olma ortak amacına hizmet etmektedirler.

### **3.6.3 Uluslararası Para Fonu**

Uluslararası Para Fonu (IMF), Bretton Woods Konferansında kabul edilen esaslara bağlı olarak, 27 Aralık 1945’de kurulmuş ve 1 Mart 1947’de finansal operasyonlarına başlayarak hayata geğirilmiştir.

Uluslararası Para Fonu’nun temel kuruluş amacı; uluslararası parasal işbirliğinin geliştirilmesini sağlamak, uluslararası ticaretin dengeli bir şekilde gelişmesine yardımcı olmak, çok taraflı ödemeler sisteminin kurulmasına destek olmak, ödemeler dengesi sıkıntısı çeken üye ÷lkelere gerekli geri dönüş önlemlerini almak kaydıyla yeteri kadar maddi destekte bulunmak, üye ÷lkelerin ödemeler dengesi sorunlarının derecesini ve süresini düşürmektir . Uluslararası Para Fonu’nun kuruluşunda benimsenen bu amaçlar, altın para sisteminin egemen olduğu ve sonrasında altına dönüştürülebilir dolar sisteminin yürürlükte kaldığı 1970’lere kadar olan dönemde pek bir değişim göstermemiştir. Ancak 1973 ve 1979 yıllarında ardı ardına yaşanan Petrol Krizleri sonucunda Dünya ekonomisini etkisi altına alan stagflasyon ile gelişmekte olan ÷lkelerin

içine düştükleri borç krizi, kuruluşun faaliyet alanında ve sağladığı kredilerde meydana gelen değişimin temel nedenlerini oluşturmuştur.

Bu koşullar çerçevesinde ülkelerin ödemeler dengesi problemlerini kısa vadede istikrara kavuşturma temeline dayanan ve bu dış dengesizliklerin toplam talep hacminin azaltılarak sağlanmasını esas alan istikrar programlarının kapsamı, daha uzun vadeli arza dayalı politikaları benimseyen yapısal düzenlemelerle genişletilmiştir. Genel olarak Dünya Bankası ile işbirliği içinde gerçekleştirilen geniş kapsamlı ve orta vadeli bu programların, değişen Dünya düzenine uyum sağlamaya çalışan ve bu süreçte dış destek gereksinimi artan gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde düzenlenmesi amaçlanmıştır.

Kuruluşun bu çerçevede uluslararası ekonomik ve mali ihtiyaçların gelişmesi sonucu günümüzde ortaya çıkan yeni fonksiyonlarını; mali kriz içine giren ve dolayısıyla ulusal parası yoğun spekülasyona uğrayan ülkelere krizin atlatılmasında mali kaynak sağlamak, üye ülkelerdeki dış ticaret ve kambiyo rejimlerinin liberasyonunu özendirici çalışmalarda bulunarak bu konularda üyelere teknik yardım ve eğitim hizmetleri sunmak ve Dünya Bankası ile işbirliği içerisinde üye ülkelerdeki makro ekonomik ve yapısal uyum politikalarına finansal destek sağlamak olarak sıralayabilmekteyiz<sup>271</sup>.

---

<sup>271</sup> Seyidoğlu H., a.g.e, 2003, s.569.

### 3.6.4 Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelişi

1980'lerin başlangıç yılları, gelişmekte olan ülkeler için istikrarsız ekonomik koşulların yaşandığı dönemi ifade etmektedir. Bu ülkelerdeki toplam cari işlemler açığı 1979'da 61.3 milyar ABD Doları iken, 1981'de 108.4 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 1976-78 döneminde ortalama %12.7 seviyesinde olan enflasyon oranı 1979-83 yılları arasında ciddi bir artış yaratarak %20.4 oranına kadar yükselmiştir. Aynı zamanda 1976-78 döneminde %5.9 olan ortalama reel GSMH artışı 1979-83'te %2.5 oranına düşmüştür. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı bir diğer olumsuzluk da, ticaret koşullarında meydana gelmiştir. Bu ülkelerin ticaret hacmi 1980 yılında %6.5 iken bir yıllık süreçte önemli bir düşüş göstererek 1981'de %4.9'a gerilemiştir<sup>272</sup>.

1980'li yılların başında yaşanan bu olumsuz ekonomik koşulların gerisinde 1960 ve 1970'li yıllarda Dünya ekonomisinde meydana gelen gelişmelerin etkili olduğunu söylenebilir. Özellikle 1960'lı yıllar, merkezi planlamayla kalkınmanın gerekliliğini ön plana çıkarmış, bu bağlamda ithal ikameci politikalar geniş kapsamlı uygulama alanı bulmuştur. Ancak, 1973-79 yıllarında petrol fiyatlarında ardı ardına meydana gelen büyük artışlar, 1979 yılında yaşanan faiz şoku, sanayileşmiş ülkelerde meydana gelen uzun süreli düşük büyüme oranı ve Dünya ekonomisini etkisi altına alan durgunluk; bu korumacı politikaların devamlılığını her geçen gün zorlaştırmış ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde meydana gelen sorunların temelini oluşturmuştur.

---

<sup>272</sup> Alba, S.A., **Adjustment Programs in Developing Countries: Expectations and Outcomes**, [http://www.nssa.us/nssajrnl/19\\_2/html/AnneliAlba%20paperNSSA.htm](http://www.nssa.us/nssajrnl/19_2/html/AnneliAlba%20paperNSSA.htm), 2005, s.1.

Uluslararası ekonomik konjonktürdeki bu bozulmaların yanı sıra; gelişmiş ülkelerin içinde buldukları enflasyon- durgunluk ve işsizlik süreçlerinden çıkmak için uyguladıkları yeni korumacılık; gelişmekte olan ülkelerin uluslararası ekonomide karşı karşıya kaldıkları sorunların en önemlisini meydana getirmiştir. Tarife dışı önlemler çerçevesinde uygulanan bu geniş kapsamlı korumalar, gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerini arttırmalarını ve ithalat kapasitelerini genişletmelerini zorlaştırarak, Dünyada ekonomik canlanma ve istikrarlı büyümenin önündeki en büyük engeli oluşturmuştur. Aynı zamanda bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ihracatını olumsuz etkilemiş ve sağlanan ihracat gelirlerinin ithalat giderlerini karşılayamaz hale gelmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda dış ticaret hadleri bozulan gelişmekte olan ülkelerin ödemeler bilançosu dengesizliklerine bağlı olarak, borç gereksinimleri artmış ve borç ödeme kapasiteleri zayıflamıştır. Fakat bu dönemde petrol ihracatçısı ülkelerin ellerinde biriken petrodolarlar, içe dönük sanayileşme stratejileri uygulayan ülkelerin artan finansman gereksinimini karşılamak amacıyla sanayileşmiş ülkelerdeki finans kuruluşları yoluyla gelişmekte olan ülkelere yönlendirilmeye başlanmıştır. Bunun sonucunda, kısa sürede önemli bir artış gösteren uluslararası özel finansal akımlar, gelişmekte olan ülkelere uygulanmakta olan içe dönük sanayileşme modelinin bir süre daha sürmesine olanak tanımıştır. Ancak 1980'lerin başından itibaren ithalat giderlerini karşılayamayan ve ağır borç yükü altına giren bu ülkelere dış kaynak aktarımı önemli ölçüde azalmış, hatta durma noktasına gelmiştir.

Ayrıca bu dönemde, yüksek faiz uygulamaları ile dış kaynak temin etme maliyetleri önemli ölçüde artmıştır. Artan maliyetler, özellikle 1981 yılından itibaren petrol ithal eden ülkelerin bu ithalatını önemli ölçüde azaltmıştır. Sadece birkaç ülke değişen koşullara hızla ayak uydurabilmiş, fakat pek çoğu verimsiz ekonomi politikaları ve kurumsal güçsüzlüklerin etkisiyle iç yapısal sorunlar yaşamaya başlamışlardır.



Bu olumsuz koşullar sonucunda, 1982 yılında Meksika'nın dış borç servisini askıya aldığı açıklamasıyla pek çok gelişmekte olan ülkeyi etkisi altına alan Uluslararası Borç Krizi patlak vermiştir. Aynı yılın sonunda gelişmekte olan otuz dört ülkenin dış borç servisini yerine getirememiş olması krizin daha da derinleşmesine neden olmuştur. Dünya ekonomisinde yaşanan bu borç krizi, durgunluk ve makroekonomik dengesizlikler gibi olumsuz koşullar sonucunda, gelişmekte olan ülkelere ortaya çıkan şiddetli ödemeler dengesi açıkları, düşük büyüme oranları, artan işsizlik, yüksek enflasyon, dış ticaret açıkları ve ağır dış borç yükü gibi temel makroekonomik ve yapısal sorunlar uluslararası finansal kuruluşların bu ülkelere yönelişinin temelini oluşturmuştur. Bu kapsamda, IMF uluslararası mali düzenin sağlanmasına yönelik görevleri ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin sorunlarına öncelik verir bir yapıya dönüşmüştür. IMF'nin fonksiyonlarının yeniden şekillenmesi, 1950'lerin ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen Dünya Bankası'nın 1980 sonrası politikalarında ve sağladığı kredilerde de yeniden şekillenişin tetikleyicisi olmuştur.

Böylece Dünya Bankası gelişmekte olan ülkelere sağladığı uyum kredileri ile geçmişte uyguladığı politikalarda değişiklikler yapmış ve önceden altyapının geliştirilmesine yönelik olarak sağladığı proje kredilerine ek olarak ekonominin bütününe yönelik önlemlerin alınmasını öngören uyum kredilerini hayata geçirmiştir. Bu yeni işlevleriyle bu iki kuruluş gelişmekte olan ülkelere ortaya çıkan finansal krizlere ve ekonomik istikrarsızlıklara, uygulattıkları geniş kapsamlı reform önerilerini içeren uyum programları ile destek vermeye başlamışlardır. Bu programlar, IMF'in stand-by düzenlemeleri ve genişletilmiş fon kolaylıkları yanında Dünya Bankası'nın uyum kredileri ile desteklenmeye başlanmıştır. Bu çerçevede 1980'li yıllardan itibaren, gelişmekte olan ülkelere yaşanan yapısal sorunların çözümüne yönelik uyum programlarında IMF ve Dünya Bankası, hem birbirlerini tamamlayıcı hem de güçlendirici nitelik taşır hale gelmiştir. En genel şekliyle, IMF bu programların istikrar yönü ile ilgilenirken, Dünya Bankası yapısal uyum yanını üstlenmiştir.

Bu iki kuruluşun uygulattıkları uyum politikaları genel olarak, o dönemde ön plana çıkan neo-liberal yaklaşımın temellerine dayanmaktadır. Bu politikalar; mal ve faktör piyasalarında müdahalelerin kaldırılması, dış ticaretin ve finans piyasalarının serbestleştirilmesi, kamu iktisadi kuruluşlarının özelleştirilmesi, doğrudan yabancı yatırımların ve dış finansal akımların serbestleştirilmesi, eğitim ve sağlık başta olmak üzere sosyal hizmet alanlarında özelleşme eğilimlerinin yaygınlaşması, ve işgücü piyasalarının esnekleştirilmesi ile bu ülkeleri dışa açık serbest piyasa ekonomisine dönüştürme amaçlarını gerçekleştirmeye çalışmaktadır<sup>273</sup>

---

<sup>273</sup> Şenses, F., **Neoliberal Küreselleşme Kalkınma İçin Bir Fırsat mı Engel mi?**, Orta Doğu Teknik Üniversitesi , Ankara, 2004, s.3.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME, FİNANSAL KRİZLER, ÇÖZÜM ÖNERİLERİ VE MODEL DENEMELERİ

#### 4. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME, FİNANSAL KRİZLER, ÇÖZÜM ÖNERİLERİ VE MODEL DENEMELERİ

Neo-liberal politikalardan olan finansal serbestlik politikaları, özellikle 1980 sonrası birçok gelişmekte olan ülke ekonomisi tarafından, IMF politikaları ile uygulamaya konulmuştur. Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan bu süreç, 1989 yılında 32 sayılı karar ile tamamlanmıştır. Serbestleşme süreci, dünyada Arjantin (1995-2000), Meksika (1995) ve Doğu Asya ülkelerindeki örnekler gibi, ağır finansal krizleri de beraberinde getirmiştir. Gelişmekte olan ülkeler açısından, küreselleşmenin daha çok üretken olmayan spekülasyonlu kısa süreli sermaye niteliğinde bulunan sermaye hareketlerini teşvik ettiği; bunun da yüksek reel faizlerle birlikte, sürdürülebilir istikrarlı büyümeyi, yatırımları, istihdamı, cari işlemler ile bütçe denkliliğini engellediği gözlenmiştir. Özellikle 1990 sonrasında para ve sermayenin niteliğindeki değişimlerin ve merkezden gelişmekte olan ülkelere doğru uygulama alanı bulan küreselleşme politikalarının Meksika, Arjantin, Doğu Asya ülkeleri ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülke örneklerinde de görüldüğü gibi, *küreselleşmenin para sermaye yönü ile yaşanan krizler arasında bir korelasyonun olma ihtimalini güçlendirmiştir.*

1980 sonrası uygulanmaya başlanan serbestleşme politikaları bu bölümde üç ana döneme ayrılarak incelenecektir. Bu kısımda Türkiye ekonomisinin serbestleşme politikaları ve bu politikaların getirdiği *sıcak para* olarak da adlandırdığımız kısa vadeli sermaye hareketlerinin, amacı, etkisi ve sonucu incelenecektir.

Yukarıda aktarılan olası çözüm önerileri çerçevesinde Türkiye’de sıcak para ile mücadele konusunda alınabilecek tedbirlere değinilecek, kur sistemleri tercihi, politik yön, çeşitli döviz kuru uygulamaları ve regülatif düzenlemeler konusunda bilgi verilecektir. Çalışmanın son bölümünde oluşturulacak 2 modelden birincisinde uluslararası sermayenin Türkiye ekonomisini tercih etme nedeni üzerinde durulacak ikincisinde ise sıcak para akımlarının oluşturduğu temel problem olan ödemeler dengesi açıklarının hangi parametrelerle ilintili olduğu konusuna değinilecektir.

#### 4.1 Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Türkiye’de finansal reform süreci 1980 yılı sonrası, yapısal uyum politikaları ve dışı açık piyasa ekonomisi başlıkları altında, finansal serbestleşme politikalarının birer uzantısı olarak gelişim göstermiştir. 1984’te döviz alım satımı serbestleştirilmiş, 1989’da da kambiyo kontrolleri kaldırılarak yurt içi ve yurt dışı sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Ulusal finans piyasalarında ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) oluşturularak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur.<sup>274</sup>

Bilindiği üzere, kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler dengesi içerisinde, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında, dışarıya verilen krediler; yükümlülükler kısmında ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçları yer almaktadır.<sup>275</sup> Bu çerçeveden bakıldığında, 1989 sonrası serbestleşme hareketlerinin tamamlanması ile Türkiye

---

<sup>274</sup> Yeldan E, **Türkiye’de Finansal Serbestleştirme Deneyimi**, *Petrol İş Yıllığı 95-96*, İstanbul: Petrol İş Send. Yayınları, 1995.

<sup>275</sup> Kepenek Y., Yentürk N., **Türkiye Ekonomisi**, 11. Baskı, İstanbul: Remzi Yayınevi, 2001.

ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin oldukça yüksek miktarlarda seyir ettiği görölmektedir.

Sermaye hareketlerinin seyrine bakıldığında, kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynak yapısı ve eksiye düştüğü yılların kriz dönemlerine denk gelmesi, bu sermaye hareketinin *risk priminden kaçmak* ve *elde ettiği yüksek getiriyi kaybetmemek* gereksiniminden kaynaklanmaktadır. Çalışmada, özellikle 1980 sonrası Türkiye ekonomisindeki serbestleşme dönüşümü başlangıç alınarak; üç bölüme ayrılacaktır. 1980-1989 arası çoğunlukla serbestleşme hareketlerinin alt yapılarının oluşturulduğu ve gerekli politikaların uygulanmaya başlaması hazırlık devresi olarak ele alınacaktır. 1990-1998 dönemi arası uygulanmaya başlanan politikalarla sermaye hareketlerinin gelişimi göz önünde bulundurularak 1994 krizi ele alınacaktır. Ardından 1998'den günümüze yaşanan iki önemli kriz daha incelenecektir.

#### **4.1.1 1980-1990 Dönemi**

1980'li yıllar Dünya ekonomisinin finansal serbestlik politikalarına öncelik verdiği yıllar olmuştur. Bu gelişmelerin sonucunda *dışa açık ekonomi politikaları* bu yeni ekonomik anlayışın temelini oluşturmuş; gelişmekte olan birçok ülke de bu yeni Dünya düzenine uyum sağlamak ve kendilerine bu yeni oluşumdan kazanç sağlayabilmek adına, hem içte hem de dışta *serbest ekonomi anlayışını* kendilerine uyumlaştırmaya çalışmışlardır.

Türkiye ekonomisi, 1980 öncesi dönemde, mal piyasaları açısından, ithalatın sınırlamalara tabi tutulduğu, iç pazara yönelik üretimin yapıldığı, dışa kapalı bir ekonomi

görünümü sergilemekte iken; finansal piyasalar katı bir denetleme sistemi altında bulunmaktadır. Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altında ve döviz işlemleri çok yüksek kısıtlamalara tabi tutulurken, kişiler portföylerinde döviz bulundurma hakkından yoksun bırakılmıştır. Rezerv ve likidite oranının yanı sıra, enflasyon oranı yüksek ve istikrarsız bir görünüm sergilemektedir. Finansal sistem kurumsallaşmamış olduğu için, yerli ve yabancı bankaların sisteme katılımı çok sınırlı düzeyde gerçekleşmektedir. Piyasada herhangi bir hisse senedi-bono piyasası mevcut olmamakla birlikte; TL piyasası yeterli düzeydedir.<sup>276</sup> 1980 yılında benimsenen anlayış doğrultusunda, ilk olarak *mal piyasalarının serbestleştirilmesine* yönelik politikalar uygulanmaya konulmuş; aşamalı olarak ithalatın serbestleştirilmesi gerçekleştirilirken, yüksek bir devalüasyonu takiben esnekleştirilen döviz kuru politikası, dolaylı teşviklerle sanayinin ihracata yönlendirilmesi yani dış pazarlar için üretim hedeflenmiştir.

Finansal piyasalarda serbestleşmenin ilk adımı olarak ise, dış finansal serbestleşmenin ön aşaması olan yurt içi finansal serbestliği sağlamak amacıyla, 1981 yılında faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış, mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Yine bu tarihten başlayarak faiz ve kredi dağılımı üzerindeki bütün kontroller kaldırılarak ulusal mali piyasalara derinlik kazandırılması amaçlanmıştır.<sup>277</sup>

Faiz oranlarının serbest bırakılmasına bağlı olarak, 1981 ve öncesinde negatif olan reel faiz oranları 1982 yılında pozitif olmuştur. 1980'lerin başlarında, sadece vadeli mevduat faizlerinin serbest bırakılması ve kredi faiz oranlarındaki değişikliklerin önceden bildirilmesi gibi bir uygulamaya gidilmesi, büyük bankaların kendi aralarında anlaşmaya gitmesine bağlı olarak, faiz oranlarının, belli bir düzeyde tutulması sonucunu doğurmuştur. Ancak faiz oranlarının, bankalar tarafından belli bir düzeyde tutulması, biri *bankaların saptadığı*, diğeri ise, *serbest piyasada oluşan ikili bir faiz yapısı* ortaya çıkarmıştır. Serbest

---

<sup>276</sup> Akyüz, Y., **Financial system and policies in Turkey in the 1980's**, *The Political Economy of Turkey*, Derl: Arıcanlı, T. ve D. Rodrik (New York: St. Martin's Press),1990.

<sup>277</sup> Yeldan, E., a.g.e., 1995.

piyasada oluşan faiz oranı ‘banker’ olarak adlandırılan kişilerin hızla çoğalmasına ve birikimlerin bankacılık sistemini sarsacak boyutlara ulaşmasına neden olmuştur.<sup>278</sup>

Bu dönemde işletmeler, faiz oranlarının yükselmesi sonucu, finansman yüklerini karşılayamaz duruma gelmişlerdir. Bunun sonucunda bankerlerden borçlanma yoluna gitmişler. Ancak, banker piyasasında ortaya çıkan faiz yükseltmeleri, bir süre sonra, işletmelerin borç aldıkları paraların faizini ödeyebilmek için, bankerlerden daha yüksek faizle borç almaya başlamasına neden olmuştur. İşletmelerin, bankerlere olan yükümlülüklerini bu yüksek faiz oranları nedeniyle yerine getirememesi, **banker krizi** olarak adlandırılan krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Böylelikle, serbestleşme sürecinin ilk aşaması, 1982 yılındaki krizle kesintiye uğramıştır. 1983 yılında, yaşanan bu krizi durdurmak amacıyla ek önlemler alınmış, *mevduat faizlerini belirleme yetkisi* MB’na verilmiştir. Bu gelişmenin ardından, mevduat faizlerinin serbestleştirilmesi ancak 1988 yılında sağlanmış; kredi faizlerinin serbestleştirilmesi ise 1983 yılının Aralık ayında gerçekleştirilmiştir.<sup>279</sup>

1980’e kadar sermaye ve mal hareketleri açısından dışa kapalı bir anlayış benimseyen Türkiye ekonomisi *24 Ocak 1980 İstikrar Programı Uygulamaları* ile bu oluşumun başlangıcını başlatmıştır.

24 Ocak 1980 İstikrar Programının temelinde, Türkiye’nin ithal ikameci büyüme modelinden, dışa açık bir büyüme modeline geçmeyi amaçlaması yatmaktadır. Bu

---

<sup>278</sup> Yentürk, N., **Finansal serbestlik ve makroekonomik dengeler üzerindeki etkileri**, *Gazi Üniversitesi Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, no.27, 1997, s:55–64.

<sup>279</sup> Uzunoğlu, S., Akalın K., Gürlesel F., **Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İMKB, 1995.

politikalar gereği gerekli uygulamaların temelini: *Küçültülmüş devlet, dışa açık ekonomik yapı ve gelir dağılımının içsel dinamiklerce belirlenmesi* gibi unsurlardan oluşturmaktadır.<sup>280</sup>

Bu yeni anlayış çerçevesinde 1980 yılının ikinci yarısından itibaren aşağıdaki önlemler alınmıştır:

- Sıkı para politikası uygulaması ile mevduat faiz oranlarında önemli ölçüde bir artış sağlanmış, bankaların mevduat münzam karşılıklarının sıkı bir takibe alınmasına ve ceza oranlarının yükseltilmesine karar verilmiştir. TCMB'nin iktisadi kamu kuruluşlarına verdiği kredilerin faiz oranları yükseltilmiştir.

- Daraltıcı maliye politikası uygulaması ile bütçe açıklarının TCMB kaynaklarının finansmanında, üst limitlerin IMF performans kriterine uygun olarak kullanılmasına ve hükümetin iç ödeme yükümlülüklerini yerine getirmesine karar verilmiştir. Ayrıca KİT'lere yapılan transferler önemli ölçüde kısıtlanmıştır. Bütçe gelirlerinin artırılması amacıyla vergi reformu yapılmış ve daha önce gelir vergisi mükellefli olmayan çiftçi ve küçük esnaf vergi kapsamına alınmış, 1984 yılı sonunda katma değer vergisi uygulamasına geçilmiştir.

- Sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmak için bankaların mevduat sertifikası pazarlamalarına olanak tanınmıştır. Bunun yanı sıra kredi faiz oranlarındaki değişikliğin altı ay öncesinden bildirilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ancak bu uygulamalar sonucunda bu döneme damgasını vuracak olan *banker krizlerinin* yaşanmasına neden olmuştur. Çünkü bu uygulamanın getirilmesi ile serbest piyasada birisi bankerler tarafından, diğeri de bankaların saptadığı ikili bir faiz yapısının oluşmasına neden olmuştur.

---

<sup>280</sup> Çarıkçı, E., 2000-2001 yılı ekonomik krizlerin sebepleri ve sonuçları, *Yeni Türkiye Dergisi: Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Eylül- Ekim 2001, s:475-490.



Bu sürecin sonucunda ise, bankerlerin tasfiyesi ve zor durumda olan bazı bankaların kurtarılması ile sonuçlanmıştır.

- Enerji fiyatlarının Dünya fiyatları düzeyine yaklaştırılması yönünde adımların atılacağı belirtilmiştir.

- Fiyat denetim komisyonu kaldırılarak, kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatı %100-400 arasında değişen oranlarda artırıldıktan sonra temel malların kapsamı kısıtlanmış; kömür, gübre, elektrik ile demir ve deniz yolu yük taşımacılığı dışında kalan tüm kamusal mal ve hizmetlerin fiyatlarının ilgili kamu kuruluşunca saptanması için KİT'lere yetki verilmiştir.

Dış ticaretin serbestleştirilmesine yönelik olarak ise:

- Döviz tahsisini ve vergi iadelerini içeren teşvikler verilmiş,
- İhracat teşvikleri verilmiş ve bunun için ihracatı denetleme teşvik fonu oluşturulmuş,
- İhracatçı sermaye şirketleri kurulmuş,
- İhraç edilen malların imalatında kullanılan malların ithalatına olanak verilmiş,
- Damga vergisinin azaltılması, ithalat teminatlarının düşürülmesi, fiyat istikrarına yönelik liberalizasyon listesinin düzenlenmesi gibi ithalatın serbestleştirilmesine yönelik önlemler alınmıştır.<sup>281</sup>

---

<sup>281</sup> Parasız, İ., **Enflasyon Kriz Ayarlamalar, Dünya da ve Türkiye'de Kalkınma Makroekonomi Sorunları**, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2001.

1984 yılının başında döviz kuru rejimi serbestleştirilmiş, bankaların döviz mevduatı tutmaları ve döviz cinsinden işlem yapabilmeleri olanaklı hale getirilmiştir. Döviz alım-satım işlemlerinin serbestleştirilmesiyle, ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek veya tüzel kişilerin, döviz cinsinden borç-alacak ilişkileri ve elde ettikleri varlıklar konusundaki fiyat ve miktar sınırlamaları ortadan kalkmıştır.<sup>282</sup> 1986 yılında ulusal finans piyasalarına yönelik olarak SPK oluşturulmuş; İMKB kurulmuştur. 1987 yılında TCMB açık piyasa işlemlerine başlamış ve bu sayede parasal araçlarını çeşitlendirmiştir.<sup>283</sup>

Bunların yanı sıra, TCMB bünyesinde, bankaların kısa dönemli fon arz taleplerini uygun ve kolay bir biçimde karşılamak amacıyla, 1988 yılında Bankalar arası Para Piyasası (Inter Bank) oluşturulmuştur.<sup>284</sup> Mevduat ve kredi faiz tavanları kaldırılmıştır. Bu dönemde ayrıca, finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirler üzerindeki *vergiler* azaltılmış, yerli ve yabancı bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin kısıtlamalar azaltılmıştır.<sup>285</sup> 1987'de ilk para programı uygulanmış; fakat bu program kamuoyuna açıklanmamıştır. Atıl fonların monetizasyonu açısından bu piyasalar önem taşımaktadır.

---

<sup>282</sup> Özer, M. , **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınevi, 2001.

<sup>283</sup> Yentürk, N., **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınevi, 2003.

<sup>284</sup> Uzunoğlu, S., a.g.e.,1995.

<sup>285</sup> Toprak, M., **Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Ankara: Siyasal Yayınevi, 2001.

Kısacası Türkiye ekonomisinde 1980-1989 döneminde,

- Mevduat ve kredi faiz oranlarının –zaman zaman kesintiye uğramakla birlikte- serbestliği sağlanmış,
- Faiz ve kredi dağılımı üzerindeki kontroller kaldırılmış,
- Döviz üzerinden yapılacak işlemler serbestleştirilerek, kişilere portföylerinde döviz bulundurma imkânı tanınmıştır,
- Menkul kıymet piyasaları oluşturularak işletmelere yeni finansman kaynakları yaratılmıştır.

Böylelikle, finansal serbestleşmenin ilk aşaması olan *yurt içi finansal piyasaların serbestleştirilmesi süreci* tamamlanarak; dış finansal serbestleşmeye ön hazırlık olarak değerlendirilebilecek uygulamalar başlatılmıştır.

1989 yılına gelindiğinde bu gelişmeler ışığındaki en önemli uygulama kuşkusuz, *32 Sayılı Karar: Türk Parası'nın Kıymetini Koruma Kanunu*'nda yapılan değişiklik ile sermaye hareketlerine sağlanan serbestlik olmuştur. Tüm bu gelişmeler sonucunda ise Türkiye ekonomisi, dış ticaret ve diğer konulardaki serbestleşme politikalarının uygulanması ile hem mal fiyatları baskısı hem de sermaye hareketleri baskısı altına girmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ilgili 32 No'lu KHK 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır. 32 No'lu kararname ile getirilen temel düzenlemeler şöyledir:

- Türkiye’de yerleşik kişiler; bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın *döviz alabilmekte ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tâbi olmamaktadırlar.*
- Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizî ülke içine getirebilmeleri serbest bırakılmıştır.
- Yurt dışındaki yerleşik kişilerin, İMKB’de kote edilmiş ve SPK izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote 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 yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurt dışında 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.
- Yurt dışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin TL hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri TL 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 TL göndermeleri serbesttir.<sup>286</sup>

---

<sup>286</sup> Togan, S., **Kasım ve Şubat krizleri üzerine**, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Eylül-Ekim 2001, s:511-517.

1989 sonrası dönemde, özellikle bu uygulama sonrası, ekonominin makro düzeyde performansı, *net sermaye giriş ve çıkışlarına aşırı duyarlı* bir konuma gelmiştir. Ekonomi *dolarizasyon sürecine* girmiş, ulusal paraya olan talep azalmış ve esnek kur politikası izlenmeye başlanmıştır. Türkiye'nin mali, kurumsal ve altyapı koşulları, doğrudan yabancı yatırımlar için cazip bir ortam oluşturmadığından, dış finansman daha çok *kısa vadeli sermaye hareketleri* ile sağlanmıştır.

Ticari ve yurt içi finansal serbestleşmenin gerçekleştirildiği ve yurt dışı finansal serbestleşmeye ön hazırlık niteliğindeki bu süreçte ortaya çıkan makroekonomik gelişmeleri kısaca özetlemek gerekirse:

- 1980-1987 kesitinde ekonomik büyüme rakamları olumlu gelişme göstermiş, *büyüme hızı % 3,1 ile 9,8* arasında değişen oranlarda gerçekleşmiştir,
- 1980'lerin başında *GSMH'nin % 9'u* düzeyinde olan *KKBG*, 1981-1982 aralığında *% 3,5* düzeyine gerilemiş,
- Aynı süreçte *cari işlem açıkları*, *GSYİH'nin % 5'i* düzeyinden yarıya inmiştir.<sup>287</sup> 1988 yılında ücret artışlarının enflasyon artışından düşük tutulması politikasından vazgeçilmiş ve değerli kur politikası benimsenmiştir.

Dönemin başında *% 115* oranında gerçekleşen enflasyon oranının, 1987 yılına kadar olumlu şekilde geliştiğini söylemek mümkünken, faiz oranlarındaki değişimin, dönem boyunca yükselme yönünde hareket ettiği anlaşılmaktadır.<sup>288</sup> Ancak 1987 yılında makroekonomik dengesizlikler yeniden ortaya çıkmıştır. 1980'lerin sonlarında cari işlem açıkları ya fazla ya da çok küçük bir açık şeklinde gözlenirken<sup>289</sup>, 1987 yılında *% 9,8* olan ekonomik büyüme oranı, 1988 yılında *%1,5'e* düşmüştür. 1981-82 Aralığında gerilemiş

---

<sup>287</sup> Boratav, K., *Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayrıştırılması ve Sıcak Para Tanımlar, Yöntemler, Bazı Bulgular, İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*, Derl: Köse, A. H., F. Şenses, E. Yeldan İstanbul: İletişim Yayınları, 1993, s.631.

<sup>288</sup> Yeldan, E., *Türkiye'de IMF Destekli Enflasyon Mücadele Programı: Bir istikrar ve Düzen Programı mı Yoksa Fakirleşme ve Mali Kaos Reçetesi mi?*, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, s. 41, Eylül –Ekim 2001.

<sup>289</sup> Boratav K., a.g.e., 1993, s.23.

olan kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı, dönem boyunca yükselme yönünde hareket etmiş; 1987 yılında %6,1, 1989 yılında ise % 5,3 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2006).

Makroekonomik göstergelerde ortaya çıkan bozulmalar ve kamu kesimi borçlanma gereğinin önemli boyutlara çıkması sonucu, *büyümenin finansmanının yurt içi kaynaklarla sürdürülemeyeceği ve kamu kesimi açıklarının yurt dışı kaynaklarla karşılanması düşüncesi* önem kazanmış, bu düşünce yeni bir politikanın devreye sokulmasını gerektirmiş ve uygulanacak politika, *1989 yılında yurt dışı finansal piyasaların serbestleştirilmesi* yönünde belirlenmiştir. Bu kararın alınmasındaki en büyük etken: Dış tasarrufların ekonomik büyümeyi hızlandıracağı görüşü olmuştur. Kamu kesiminin artan finansman ihtiyacının karşılanabilmesi için, uluslararası fonların ülkeye çekilebilecek olması, sermaye akımlarına serbesti tanınması yönündeki kararın alınmasındaki en büyük etken olmuştur.<sup>290</sup> 1984-1990 döneminde dış borç geri ödemeleri yoğunlaştığından, bu dönemde dış borç ödemeleri genelde *iç borçlanmaya* başvurularak 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 finansmanını ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır<sup>291</sup>

---

<sup>290</sup> Yentürk, N., a.g.e.,2003,s.23.

<sup>291</sup> Uygur, E., **Krizden Krize Türkiye: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri**, *Türk Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2001, s.11.

#### 4.1.2 1990-1998 Dönemi

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin altında yatan neden, 1986 yılından itibaren artan mali açıklar yurt içinden borçlanılarak giderilmeye çalışılmış, fakat bu durum özel yatırımları dışlayıcı bir etki ile sonuçlanmıştır. Bu açıkların kapatılmasında ikinci bir yol, yabancı fonların ülkeye girişinin sağlanması olarak görülmüştür. Bu fonların ülkeye girişini sağlamak için, *sermaye hesabı serbestleştirilmiştir*. 1990'lı yıllarda ülkeye sermaye girişi, özellikle kısa vadeli sermaye girişleri olarak artmıştır. Sermaye girişleri ile birlikte TL aşırı değerlenmiştir.

Bu değerlendirme sonucunda, *bankalar uluslararası finans piyasalarından borçlanmalarını arttırmış, toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmış veya yurt içi piyasalara kredi olarak verilmiştir*. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını artırır iken; TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması ihracatı zorlaştırmış, ithalatı kolaylaştırmıştır. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 1993 yılında 6,4 milyar dolara yükselmiş ve bu açıkların finansmanında, sermaye hareketleri önem kazanmıştır.<sup>292</sup>

Sermaye hareketlerinin Ağustos 1989'da serbest bırakılması ile 1990-1993 döneminde *yurt içi faizlerin* oldukça yüksek olması ve TL'nin nominal değer kaybının sifıra yakın kalması nedeniyle bu değer kaybının öngörülebilir olması, Türkiye'ye önemli ölçülerde sermaye girişlerine neden olmuştur.<sup>293</sup> 1990'lı yılların krizlere zemin hazırlayan bir diğer özelliği ise, *kamu açıklarının iç borçla finansmanında bankaların (kısa vadeli dış borçlanmayla, yabancı para pozisyonlarını açarak ve bilanço dışı repo işlemlerini*

---

<sup>292</sup> Parasız İ., a.g.e.,2001, s.369-370.

<sup>293</sup> Özer M., a.g.e., 2001, s.48.

*büyüterek) üstlendiği aracılık işlevinin hızla gelişmesidir.* Bu olgu bir taraftan iç borçlanmanın vadesini kısaltırken, diğer taraftan para politikasının iç borçlanma düzeyinin sürdürülmesi ve mali piyasalarda nispi istikrarın sağlanması amaçlarını ön plana çıkarmış, enflasyonu indirmek için güçlü bir irade oluşmasını engellemiştir. 1990 yılında yapılan para programı, kamuoyuna açıklanan ilk para programı olma özelliğine sahiptir. Yıllık bazda ve beş yıllık dönem için hedefleri olan bu programda rezerv para olarak MB parası kullanılmıştır. 1990 para programının, 1987 para programından temel bir farklılığı bulunmaktadır. 1987 para programı, M2 parasal büyüklüğünün kontrolünü amaçlamıştır. 1990'da ise politika yapıcı MB'nın parasal büyüklükleri kontrol edemeyeceğini ve kendi bilançosuna ait büyüklükleri kontrol edeceğini belirterek; para arzı kontrolünden bilançosundaki büyüklükleri kontrole yönelmiştir. 1990 para programı, 1991 yılından patlak veren *körfez krizi* nedeniyle uygulama alanı bulamamıştır.<sup>294</sup>

#### **4.1.2.1 1994 Krizi**

1980 öncesinin Türkiye'sinde, çoğu Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi yüksek enflasyon, dış borç, işsizlik, ithalat tıkanıkları ve ihracat durgunluğu ile karşı karşıya bulunmaktadır. 1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de finansal piyasaların gelişmemesine ve tasarruf oranlarının düşmesine yol açmıştır.

1994 krizi temelde, iç kaynaklı finansal sektör krizi niteliğindedir. Krizin ana nedenlerinden biri: 1990-1994 döneminde Türkiye'de kurumsallaşan ve neredeyse bilinçli bir politika olarak uygulanan *sıcak para* politikasıdır. Sıcak para akımının sürekli hale gelmesinin ön koşulları: *Ulusal paranın aşırı değerli ve reel faiz oranının yüksek* olmasıdır.

---

<sup>294</sup> Keyder N., *Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları*, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, sayı.183, 2001, s.42.



Türkiye sıcak para politikasını, döviz bolluğu yaratarak, ithalatın finansmanını sağlamak; dolayısıyla ithalatın ara malı ve girdileri kapsamı nedeniyle, ülkeyi büyüme yönüne çekmekte kullanmıştır. Ancak böyle bir büyüme *reel bir büyüme* değil *sanal bir büyümedir*.

Tüm bunların yanında, sıcak para politikasının ekonomi açısından yaratacağı iki önemli maliyet unsuru bulunmaktadır:

- İhracat olumsuz etkilenmekte, dış ticaret açığı ve cari açık oldukça riskli bir şekilde artmaktadır. Cari işlemler açığının artması, sermaye ihtiyacını artırarak *devalüasyon beklentilerini* pekiştirmektedir.

- *Reel faiz oranının yüksekliği*, ekonomide yatırımları durma noktasına getirmekte, özel sektörü dışlama etkisi yaratmaktadır. Bu duruma çarpıcı bir örnek olarak, 500 büyük firmanın karlarının % 80'inin faaliyet dışı gelirlerden elde edilmesi gösterilebilir.<sup>295</sup>

KKBG azaltılmadan, iç borçlanma faiz oranlarının yükselmesine neden olan etkenleri yok etmeden, hazine borçlanma ihalelerini iptal etmiştir. Bu şekilde suni bir biçimde ve artan miktarda, MB tarafından para basılarak borcun finanse edilmesi ile faiz oranları düşürülmeye çalışılmıştır. Bütün bunların yanı sıra, uluslararası kredi değerlendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştür. Bunun sonucunda açık pozisyon almış ticari bankalar, bunu kapatmak amacı ile dövize yönelmiştir. Bankalar döviz cinsinden tasarruflarının büyük bir bölümünü kaybetmiştir.<sup>296</sup>

---

<sup>295</sup> Uygur, E., *Türkiye'de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, vol.9, no.100, 1994, s.48.

<sup>296</sup> Özer M., a.g.e., 2001, s.52.

Türkiye’de 1989–1995 döneminde artan kamu açığı ve ithalatın finansmanı, çoğunlukla kısa vadeli sermaye hareketleri ile sağlanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerine olan bu aşırı yüklenme, kamu açıklarının artması ile birlikte daha da artmıştır. Artan bu kamu açıkları, yurt içi faizlerin üzerinde baskı yaratmış; faiz farklarının daha da artmasına neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketleri, bu faiz farklarını değerlendirmek amacı ile Türkiye’ye yönelmiştir. Bu yöneliş sonucu TL reel olarak değer kazanmıştır. Bu süreçte ithalat artmış, artan ithalat iç talebin canlı tutulmasında rol oynamıştır. *Aşırı bütçe açığının parasal finansmanı* sonucu sürdürülebilir olmayan bir büyüme ortamı oluşmuştur.<sup>297</sup> KKBG, 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 tutmanın 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 MB kaynaklarını yoğun olarak kullanmaya başlamıştır.<sup>298</sup> Bütün bu olumsuz gelişmelerin ardından, yabancı sermaye çıkışlarıyla birlikte döviz rezervleri de hızla azalmış; 1994 yılının başında Türkiye’de dolara olan talep hızla artmıştır. Bunun sonucunda serbest piyasada döviz kurları yükselmiş 19 Ocak ve daha sonraki günlerde 1 \$ = 15,000 TL’den 22,000 TL’ye yükselmiştir.

---

<sup>297</sup> Karacan, A., **Bankacılık ve Kriz**, 3. Baskı, İstanbul, Creative Yayıncılık, 2000, s.29.

<sup>298</sup> Danışoğlu, A.Ç., **Uluslararası sermaye akımları karşısında uygulanan politikalar**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 2001, s.113.

Faiz oranlarını düşürme hedefi gereği, MB İnter Bank faiz oranlarını yükseltmemiştir. Sonuç olarak piyasadaki likidite fazlası, devalüasyon beklentisiyle 1994 yılının başlarında dövize yönelmiştir. 1994 yılı başında resmi kur ile serbest kur arasındaki fark % 23'ü geçmiştir.<sup>299</sup> 26 Ocak 1994 tarihinde yaklaşık olarak %14 oranında devalüe edilen TL, Mart ve 17 Mart tarihlerinde yine devalüe edilmiştir. Nisan ayına kadar TL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı, Ocak-Nisan arasında TL'nin dolar karşısındaki değer kaybı nominal olarak %172'e kadar yükselmiştir. **Kur-Faiz makası** yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybı nedeniyle daralmış, açık pozisyonları kapatma amacıyla bankalar dövize hücum etmişlerdir. Bunun sonucunda da MB rezervleri hızlı bir şekilde erimiştir.

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, Türkiye ekonomisi krize sürüklenmiş ve 5 Nisan'a gelinmiştir. MB, TL'nin çok fazla değer kaybetmesini önlemek amacıyla, 20 Ocak 1994 tarihine kadar müdahale etmediği bankalar arası para piyasasına, müdahale ederek *gecelik faiz oranlarını yükseltmek* zorunda kalmıştır. Öte yandan Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) faiz oranları %50'lere kadar yükseltilmiş ve bu senetlerden 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 % 39 oranında değer kaybetmiştir.<sup>300</sup>

Türkiye'nin 5 Nisan da yaşamış olduğu kriz, Meksika ve Asya ülkelerinin yaşadığı krizlerle karşılaştırıldığında, *aşırı değerlenen döviz kuru, yurt dışı ve yurt içi faiz*

---

<sup>299</sup> Keyder N., a.g.e., 2001, s.51.

<sup>300</sup> Beyazıtöglü, Y., Ersel H., Öztürk E., **Financial reforms in Turkey between 1980-1990**, *The Central Bank Of Republic of Turkey Research Department Discussion Paper*, no: 9102, 1991, s. 27.

*oranlarındaki farklılıklarının artması, bankaların yurt dışından döviz cinsinden krediler alıp yurt içinde yerli paraya çevirerek borç vermeleri* bakımından benzer niteliklere sahip olmaktadır. 1994 yılında Türkiye'nin özel sektöre açılan kredilerin GSMH içindeki payının ise % 15'ler düzeyinde olduğu; kısa vadeli sermaye hareketleri ile birlikte özel sektöre açılan kredilerin 1995 yılında hızla artış kaydettiği görülmektedir.

Tüm bu gelişmelerin ardından, 5 Nisan kararları alınmıştır. Programın amaçları:

- Enflasyonu düşürmek,
- İhracatı artırıp ithalatı azaltmak,
- Dış borçları sınırlamak,
- Kamu gelirlerini artırıp kamu harcamalarını kısmak,
- Tarım, sosyal güvenlik ve özelleştirme alanlarında reformlar yapmak şeklinde sıralanmıştır.

Kısa vadede dış denge ve döviz piyasasındaki istikrarın sağlanması; orta vadede kamu açıklarının azaltılması ve enflasyonun düşürülmesi; uzun vadede ise ihracatı özendirerek tedbirlerin alınması, özelleştirmelerin hızlandırılması ve sürdürülebilir büyümenin sağlanması hedeflenmiştir. 5 Nisan kararları ile döviz kurunu belirleme yöntemi değişmiştir. MB'nın 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 edilmesi yöntemine başlanmıştır. Bu şekilde belirlenen döviz kurları, 13 Ağustos'tan itibaren, o tarihte belirlenen gösterge niteliğindeki MB kurları başlığı altında ilan edilmeye başlanmıştır. Bir gün sonraki resmi döviz kuru bir gün önceden ilan edilerek, döviz kurunda istikrar sağlanmak istenmiştir.<sup>301</sup> 1995 yılı itibari ile

---

<sup>301</sup> Karacan A., a.g.e., 2000, s.78.

1.5DM+1ABD dolarından oluşan kur sepeti belirlenmiş; kur sepetinin aylık enflasyon oranları kadar artırılması planlanmıştır. 1995 yılı için sepetteki artış oranı %38,4 olarak öngör÷lmüş ve bu tarihten itibaren kur sepetinin hedef değerleri piyasaya duyurulmuştur.

Genel olarak bakıldığında, *Nisan 1994 krizinin, izlenen politikalar sonucu sermaye hareketlerinden kaynaklanan ve finansal sektörün kontrolsüz bir şekilde serbestleştirilmesi nedeniyle oluşan bir kriz olduğu gör÷lmektedir.* Dışarıdan kısa vadeli dövizle borçlanan bankaların, vade ve para cinsinden taşıdığı risklerle, hükümet tarafından mevduat garantilerinin sebep olduğu *ahlaki risk*, banka panikleri ve aşırı krediler sonucu oluşan tüketim patlaması krizi başlıca sebepleri arasında gör÷lebilmektedir.

*5 Nisan 1994 İstikrar Programında* döviz kuru politikası, ekonominin dış ödemeler dengesizliği sorununu ortadan kaldırmaya yönelik biçimde oluşturulmuştur. Bu programın hedefleri şunlardır:<sup>302</sup>

- Kamu giderlerinin, ücret artışlarının enflasyonun altında tutulması da dâhil olmak üzere, çeşitli bütçe kısıntılarıyla düşür÷lmesi,
- Ek vergi alınarak kamu gelirlerinin artırılması,
- Konsolide bütçe açığının ve dolayısıyla kamu kesimi harcama gereğinin düşür÷lmesi,
- Hazine borçlanmasını çekici hale getirebilme için başlangıçta enflasyonun çok üstünde bir faizle kâğıt satılması ve zaman içinde bu faizin düşür÷lmesidir.

---

<sup>302</sup> Köfteoğlu F., 6. ayında 5 Nisan Kararları: Rakamlarla oynayarak sağlanan başarı, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, s.354, 1994, s.14.

Uygulanan bu politikalar beklendiği gibi GSMH'nın gerilemesine neden olurken, bir yandan da ilginç bir şekilde enflasyonu artırıcı etkiler yaratmıştır. Bu sonuçların yaşanmasında elbette ki bu programın eksiklileri yatmaktadır.

Bunlara bakacak olursak:

- Maliye politikası tek başına uygulanmış, piyasadaki aşırı likiditeyi düşürmeye yönelik para politikası araçları uygulanmamıştır. Hazine, MB'sından doğrudan para kullanmaya devam etmiş; MB bankalara yönelik kredilerini artırmış; Sonuçta bankalar bu kredilerle kısa vadeli yüksek faizli Hazine kâğıtlarını alarak Hazine'ye borç vermişlerdir.

- Uygulamaya konulan programın kredibilitesi çok düşük olmuştur. Dolayısıyla beklentiler olumlu hale çevrilememiştir.

- İstikrar önlemleri uygulaması sırasında, kurumsal yapılanmaya ilişkin önlemler alınamamış, hatta tersine önlemleri uygulamakta en büyük ağırlığa sahip olması gereken Hazine, Anayasa Mahkemesi'nin kuruluş kanununu iptal etmesi ve siyasi iktidarın yeni bir kanunu uzun süre yürürlüğe koymaması sonucu kanunsuz olarak yönetilen bir kurum haline gelmiştir. Bu gelişme, 1994 yılının ikinci yarısı boyunca mevcut belirsizlik ortamını daha da artırmış; beklentilerin daha da olumsuz yönde etkilenmesine neden olmuştur.

- İstikrar programının temel öğelerinden biri olan sübvansiyonların daraltılması politikasından siyasi kaygılar nedeniyle önemli tavizler verilmiştir.

- Bütün bu belirsizlik içinde Hazine kısa vadeli borçlanmayı sürdürmeye mecbur kalmış ve bu gelişme, ortamın belirsizliğini artırmaya katkıda bulunmuştur. Artan belirsizlik faizlerin yüksek düzeyde seyretmesine neden olmuş ve Hazine'nin borçlanması giderek daha pahalılaşmaya başlamıştır.

- 1994 yılı sonlarına doğru Türkiye önce ara seçim sonra da erken genel seçim havasına girmiş; bu gelişme siyasi iktidarın ömrünü tamamlamak üzere olduğu ve

dolayısıyla uygulamaya çalışılan istikrar programının terk edileceği inancının yerleşmesine sebep olmuştur.<sup>303</sup>

1994 krizi, iç ve dış borçlanmanın tıkandığının ifadesi olmaktadır. Ancak bu uygulamanın, yine para politikasının yanlış uygulandığı, paranın ve faizin iyi idare edilemediği savı ile öne çıkmış; krizden sonraki önlemler içinde Hazine'nin MB'dan kullandığı kısa vadeli avansların önce sınırlandırılması sonra da sıfırlanması en önemli politika değişikliği olarak ifade edilmiştir.<sup>304</sup> Bankacılık sisteminin nispi olarak az zararlarla atlatıldığı bu krizden çıkış, kamu dışı kesimlerin dış borçlanma olanaklarının geri dönmesi ile birlikte tahmin edilenden daha hızlı bir biçimde gerçekleşmiş ve ekonomi 1995'de % 8 büyümüştür. Mali sermaye girişlerini açıklayan başlıca iki değişken: Dış piyasalarda faizlerin düşmesi ve Türkiye'nin mali yatırımcılara sunduğu *arbitraj* fırsatlarıdır. Buna göre, 1996-1997'nin olumlu dış mali koşulları Türkiye'ye yansımış, cari işlemler açığından daha büyük miktarlarda net sermaye girişi sağlanmıştır. Türkiye'nin 1994 yılında yaşamış olduğu krize, *uluslararası kısa vadeli sermaye akımlarının spekülatif nitelikli ataklarının* neden olduğunu söylemek mümkündür. 1994 krizine kadarki son on yıl içinde, Türkiye'ye giren sermaye 32 milyar dolardır. Bu miktarın 14 milyar doları cari işlemler ve net hata ve noksanın telafi edilmesinde kullanılmıştır. Geriye kalan 18 milyar doların da ödemeler dengesi dışındaki faaliyetleri finanse ettiği kabul edilebilir. 18 milyarın, 7 milyar dolarını MB kendi borçlanması ile sağlamıştır. Buradan da anlaşıldığı üzere, Türkiye'ye MB'nın borçlanması ve ödemeler dengesinin finansmanı dışında 11 milyar dolarlık bir sermaye girişi gerçekleşmiştir.<sup>305</sup>

---

<sup>303</sup> Önder İ., Türel O., Somel C., Ekinci N., **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993, s. 67.

<sup>304</sup> Uygur E., **Krizden Krize Türkiye: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri**, Türk Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2001, s. 49.

<sup>305</sup> Yıldırım, S. Ve Altun O., **Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi**, Ankara: SPK Yayınları, 1995, s.74.

#### 4.1.3 1998 ve Sonrası

Türkiye, Asya krizinin ilk şoklarından etkilenmemesine karşın, 1998 Rusya Krizi'nin yansıması ile olumsuz etkiler yaşanmıştır. 1998'de net sermaye akımının negatife dönüşmesi, bavul ticaretinin gerilemesi, iç borçlanma faizlerinin yükselmesi ve maliye politikasının sıkılaştırılması sonucunda büyüme hızı düşmüştür. 1999'da deprem şoku, dış kaynak kullanımının tekrar artmasına ve kamu faiz dışı dengede açık verilmesine rağmen ekonominin % 6,1 küçülmesi ile sonuçlanmıştır.<sup>306</sup> Görüldüğü gibi, 1994 yılından itibaren, Türkiye artık sadece iç krizlerin değil, dış krizlerin de etkisi altında kalmaya başlamıştır. Türkiye'yi olumsuz etkileyen 97 Asya Krizi 5-6 milyar Dolar, 98 Rusya Krizi 7-8 milyar Dolar sermaye çıkmasına sebep olmuştur. Dolayısıyla artık Türkiye'de iktisat politikası uygulamak çok zor hale gelmiştir.<sup>307</sup> 1998 yılında yeni bir para programı yürürlüğe konulmuştur.

Program kendisine üç ana hedef belirlemiştir:

- İlk defa bir para programı, Hazine'nin iç borç yönetimi programı ile birlikte uygulanmıştır.
- MB temel parasal büyüklük olarak, rezerv parayı kontrol etmeyi amaçlamıştır.
- Yılın ilk altı ayında üçer aylık dönemler halinde uygulanmıştır. Ayrıca yılın ikinci yarısında, MB rezerv para büyüklüğünde net iç varlıkları (NİV) kontrol edeceğini açıklamıştır.<sup>308</sup>

---

<sup>306</sup> Yeldan E., a.g.e., 2001, s. 63.

<sup>307</sup> Yentürk, N., a.g.e., 2003, s. 71.

<sup>308</sup> Ekinci, N., **Kamu Açıkları ve Para Politikası**, *Görüş Dergisi*, no:6, 1997, s.38.



Ancak 1998 krizi ile birlikte uygulanmakta olan para programına son verilmiştir. 9 Aralık 1999'da IMF ile *üç yıllık* yeni bir *stand-by* anlaşması daha yapılmış; *enflasyonu düşürmeye yönelik* olan bu program döviz kuru hedeflemesine dayanmıştır. Buna göre (1\$ + 0,77 Euro), döviz kuru sepeti olarak belirlenmiş; bu sepetin yıllık artış oranının %20 olacağı, bunun ise ilk on sekiz ay boyunca sürdürüleceği ve sonunda dalgalı kura geçileceği önceden ilan edilmiştir.

*5 Nisan 1994 istikrar programında*, döviz kurunun enflasyonla paralel artması, dolayısıyla döviz kurunun dış dengeyi sağlayıcı rol oynaması öngörülürken; *1999 istikrar programında* döviz kuru artış oranı belirlenen % 20 enflasyon hedefine göre ayarlanmıştır.

1999 istikrar programının *Heteredoks özellikleri* son derece belirgindir. Oysa IMF programları genelde, Ortodoks karakterli olmaktadır. Ortodoks programlar, enflasyonu parasal bir olgu olarak görmekte, sıkı para ve maliye politikalarına dayanmaktadır. Heteredoks programlar ise, buna ek olarak gelirler politikasını da uygulamaktadırlar. 1999 istikrar programında bunlara örnek olarak ücret artış oranı, kira artış oranı ve döviz kuru artış oranı %20 olarak tespit edilmiştir.<sup>309</sup> Bu dönemin en önemli noktası, *sabit döviz kuru ve artan sıcak para girişlerinin kurumsal bir yapı oluşturmasıdır*. Dünya piyasalarında karlı yatırım alanları arayan spekülasyon nitelikli sermaye akımları, yurt içinde para arzının gidişatını belirleyerek ülkemizi, Dünya finans piyasalarından daha da etkilenir hale getirmiştir.<sup>310</sup>

Sonuç olarak, yaklaşık 10 milyar dolar cari açık ve 26 milyar dolar ödemeler bilançosu açığı ile Cumhuriyet tarihinin en büyük açıkları verilmiştir. Bu anlamda, Türkiye'nin 1989 sonrası deneyimleri, mali piyasaların henüz çok genç ve sığ olduğu;

<sup>309</sup> Erdoğan, N., **Türkiye'de ekonomik kriz ve bankacılık sistemi**, *Yeni Türkiye Dergisi: Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Eylül-Ekim 2001, s. 648.

<sup>310</sup> Berksoy, T., Saltoğlu B., *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İ.T.O., 1998, s. 21.

kalkınmakta olan bir ülke olarak, uluslararası para piyasalarının spekülasyonuna erken ve denetimsiz bir biçimde eklenme çabalarının maliyetlerinin ağır olduğu görülmüştür.<sup>311</sup> Türkiye'nin dışa açılma sürecinde tam sermaye hareketliliği, Türkiye ekonomisi açısından birtakım soru ve sorunları da beraberinde getirmiştir.

#### 4.1.3.1 2000 Enflasyonu Düşürme Programı

Türkiye 2000 yılında, IMF ve Dünya bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonu düşürmek için bir *dezenflasyon programı* uygulamaya koymuştur. Zira döviz kuru sabitleştirilmesi için önemli ölçüde dış desteğe gereksinim bulunduğu da ayrıca belirtilmelidir. Kredibilitesi yüksek olan *döviz kuruna dayalı istikrar paketinin* aynı anda enflasyonu ve nominal faizleri aşağı

çekeceği, böylece iç ve dış dengenin birlikte sağlanacağı öngörülmektedir.<sup>312</sup> 1999 yılının Aralık ayında, IMF'e verilen niyet mektubunda *2000 Enflasyonu Düşürme Programı*'nın genel çerçevesi şu şekilde belirlenmiştir.<sup>313</sup>

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

---

<sup>311</sup> Yeldan E., a.g.e., 1995, s.208.

<sup>312</sup> Yentürk, N., **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınevi, 2003.

<sup>313</sup> Alper, C. E. Ve Öniş Z, **Finansal Küreselleşme, demokrasi açığı ve yükselen piyasalarda yaşanan sürekli krizler: Sermaye hareketlerinin liberalleşmesi sonrasında Türkiye deneyimi**, *Doğu Batı Dergisi*, sayı:17, 2001, s.208.

Geçmiş dönemlere bakıldığında, maliye politikası yetersiz görülmüş; böylelikle enflasyonun temel kaynağının *kamu açıkları* olduğu ve bunun da *kamu kesimi finansman yönetiminden* kaynaklandığı kabul edilmiştir. Kamu açıklarının parasal finansmanın uzun dönemde enflasyona neden olduğu gerekçesiyle *kamu sektörü temel dengesi* kavramı geliştirilmiştir.<sup>314</sup> *Kamu kesimi temel dengesi*: Merkezi bütçe, bütçe dışı fonlar, yerel yönetimler, finans sektörü dışında faaliyet gösteren kamu teşebbüslerini, TCMB’ni ve kamu bankalarının görev zararlarını kapsamaktadır. Söz konusu harcama kalemleri içinde “*faiz ödemeleri*” yer almaktadır. Bu tanıma göre, program 1999 yılı itibari ile ulusal gelire oranla % 2,8 açık veren *kamu kesimi temel dengesini*, 2000 yılı için GSMH’nin % 3,7 seviyesinde bir fazlaya yükseltmeyi hedeflemiştir.<sup>315</sup> 2000 yılı enflasyonla mücadele programının ikinci önemli ayağını, *döviz kuru ve para politikalarındaki* değişiklikler oluşturmaktadır. Döviz kurlarının nominal çapa olarak kullanılması kararlaştırılmış ve bu şekilde oluşturulan kur sepetinin (1\$ + 0,77 Euro), 2000 yılı sonuna kadar beklenen enflasyon oranı kadar (% 20 TEFE’ye göre ) artırılması planlanmıştır. Ayrıca kurlardaki değişimin çapraz kurlardaki hareketliliğe göre belirlenmesi ve aylık olarak kurun sabit kalması planlanmış ve 2001 Haziran’da kademeli olarak kurun dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmıştır.

Para politikası alanında ise, TCMB’nin *net iç varlıklarına sınırlama* getirilmiştir. Net iç varlıkların döviz girişi oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Böylece MB’nin para basımı sınırlandırılmış ve bankaların para kurulu (currency board) gibi çalışması hedeflenmiştir. Döviz girişine bağlı olarak iç borçlanmanın azaltılmasına, piyasaya TL sürerek likiditenin artırılmasına ve faiz oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir. Zaten para kurulu sisteminin özünde de, parasal işlemlerin para kurulu ve MB arasında

---

<sup>314</sup> Atiyas İ., Ersel H., **İmpact of financial reform: The Turkish experience**, *Financial Reform Theory and Practice*, Derl: Atiyas, İ., G. Caprio, A.J. Hanson (New York:Cambridge University Press), 1994, s.116.

<sup>315</sup> Yeldan E., **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001, s.163.

paylaştırılması söz konusudur. Türkiye’de yaşanan 2000-2001 krizlerinin ayrıntısına inmeden önce, bu krizlerin ortaya çıkmasına neden olan unsurları sıralarsak:<sup>316</sup>

- Etkin denetimi yapılamayan bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışları,
- 2000 dezenflasyon programının sağlam bir zemine oturtulamayışı,
- 1990’lı yıllarda dış ödemeler dengesinde giderek artan öneme sahip olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı istikrarsızlıklar.

#### 4.1.3.2 2000 Kasım Krizi

Döviz kuru çıpası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme programları, mevduatlara verilen garantiler, sıkı para ve maliye politikaları IMF destekli reformlarının ortak noktalarını oluşturmaktadır. Bu tür politikalar uygulamaya konulduğunda yabancı sermaye girişi hızlanmakta, faiz oranları ve enflasyon düşme sürecine girmekte, artan ithalat ve tüketiminde etkisi ile ekonomik büyüme oranları yükselmektedir. Ancak enflasyon oranı istenen seviyeye düşürülemediğinde, ulusal para aşırı değerlendirildiğinde ithalat ve kısa vadeli dış borçlar hızlı bir biçimde artmakta, ihracat azalmakta ve cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Bu süreç, *devalüasyon beklentisi artan yabancı yatırımcıların, finansal yatırımlarını yurt dışına çıkarmaya başlamaları, açık pozisyonları yüksek olan yerli bankaların iflas edeceği endişe ile hareket eden yerleşiklerin mevduatlarını geri çekme eğilimine girmeleriyle krize dönüşmektedir.*

---

<sup>316</sup> Çarıkçı, E., a.g.e., 2001, s.482.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz öncesi göze çarpan önemli bir gelişme, kısa vadeli sermaye girişlerindeki hızlı artışlar ve bunun çoğunluğunun borçlanma şeklinde olmasıdır. 2000 yılının ilk on ayında, IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının desteği, nominal döviz kuru çapasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizlere rağmen sürmesi sayesinde, net yabancı sermaye girişi hızla artmış ve 15,2 milyar dolara ulaşmıştır. Sermaye girişleri ile başlayan bu süreç, TCMB'nin pasif para politikasıyla reel faizleri sıfıra düşürerek, iç talebin genişlemesine ve dolayısıyla cari işlemler açığının hızla artmasına nedene olmuştur.<sup>317</sup> Kamu açıklarının bankacılık sektörü tarafından finanse edilmesi nedeniyle, sektör etkin bir şekilde denetlenememiş ve gerekli yapısal düzenlemeler yapılamamıştır. Bankacılık kesiminin açık pozisyonun artmasına rağmen, bu *açık pozisyonlar sayesinde kamunun fonlanması, bu açığa göz yumulmasına* neden olmuştur. Ancak kriz ortamında avantaj gibi görülen bu durum, bir dezavantaja dönüşmüş ve krizin daha da büyümesine neden olmuştur. Kriz öncesinde, yabancı kökenli sıcak para girişleri Ocak-Ekim 2000 döneminde net yabancı sermaye girişlerinin % 18'ini oluşturmaktadır. Yerli sıcak para ise yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye çıkışlarının üçte ikisini oluşturmaktadır Eylül 2000'de, net sermaye hesabının negatife dönmesi ile sermaye akımları tehlikeli bir hale gelmiştir. Ekim ayında ise geçici bir düzelme yaşanmıştır. Yerli aktörlerin yurt dışındaki portföy yatırımlarının bu ay içinde devam etmesinin, kayıt dışı sermaye çıkışının ve yabancıların banka mevduatlarındaki azalmasının temsil ettiği net sermaye akımının -1,4 milyar dolar olmasına rağmen; diğer kalemlerdeki olumlu gelişmeler ekim ayında net sermaye girişini pozitif değerde tutmuştur. Bu durumu tersine çeviren ilk şok Kasım ayında yabancıların net 5,2 milyar dolar menkul değer satarak dışarıya çıkması ile gerçekleşmiştir. Sonuç ise, rezervlerin tamamen erimesi olmuştur. Aralık 2000- Ocak 2001 tarihlerinde IMF'den gelen 2,9 milyar doların katkısıyla sermaye hareketlerinde geçici bir istikrar sağlanmıştır. Şubat krizinde ise büyük boyutlu sermaye çıkışları üç kanaldan gerçekleşmiştir: Yabancıların tasfiye ettiği menkul değerlerden 3,8 milyar, yabancı bankaların yenileyemedikleri kredilerden 1,3 ve kayıt dışı hareketlerden 1,2

---

<sup>317</sup> Yeldan E..Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 Krizin Yapısal Kaynakları Üzerine, *Doğu Batı Dergisi*, s. 17, 2001, s.190.

milyar dolar olmak üzere bu üç kalemden oluşan net sermaye akımı -6,3 milyar dolardır. Dolayısıyla Kasım ve Şubat aylarında toplam olarak, belirlenen dört kalemden net olarak 11,5 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiş ve bunun 10,3 milyar doları yabancılardan kaynaklanmıştır. Türkiye’de Kasım 2000 krizi öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Türkiye 2000 yılının sonbaharında, % 27’lere ulaşmış TÜFE enflasyonu, GSYİH’nın % 4’ünü geçmiş cari işlemler açığı, artan ithalat giderleri, dış borçlar, azalan ihracat gelirleri, buna karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı ve devalüasyon beklentisinin arttığı bir ekonomik durum sergilemektedir. Sonuçta yabancı fon yöneticileri plasmanlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmış; piyasa da likidite sıkıntısı başlamıştır. TCMB artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri gereğince piyasaya likidite verememiştir. Döviz talebindeki artış, faiz oranlarının artırılması ile frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulduran Demirbank’a el konulmuş ve TMSF’na devredilmiştir. Diğer bankalara da el konulacağı kaygısı, paniğe yol açmış; 22 Kasım’da bankalar arası piyasalarda ortalama *gecelik faiz* % 110,8’e çıkmış; en yüksek değer olarak da % 210’a ulaşmıştır. 15 Kasım’da 13256 olan İMKB 100 endeksi sürekli azalarak, 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir.<sup>318</sup> Bunun yanı sıra kriz dönemlerinde, durumu sıkışan sağlam ve çok önemli bankaları destelemek TCMB’nın görevi olduğu halde; Ziraat Bankası’na yardım etmeyerek onun %7500 faizle borçlanmasına sebep olmuştur. Panik havasını dağıtmak isteyen MB piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan MB brüt döviz rezervi, 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyon dolara inmiştir. Bu gidişatın sonunda Kasım krizinin derinleşmesini önlemek amacıyla, IMF 7.5 milyar dolar tutarında ek kredi vermiştir.<sup>319</sup> Türkiye, uygulamaya koyduğu Kasım 2000 krizine yönelik

---

<sup>318</sup> Somçağ S., **Türkiye’nin Ekonomik Krizi Oluşumu ve Çıkış Yolları**, İstanbul, 2006 Yayınevi, 2006, s.39.

<sup>319</sup> Erdoğan N., a.g.e., 2001, s.648.

programla, yillardan beri süregelen yüksek enflasyonu, düşürmeye yönelik adımlar atmayı hedeflemiştir. Üç yıl sürdürülmesi üzerinde görüş birliğine varılan anlaşmanın temel amaçları:

- Tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılında %7 oranına indirmek,
- Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek,
- Ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak,
- Kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak olmuştur .

Program açıklandıktan sonra piyasada yarattığı olumlu etkiler sonucunda, 1999 yılında ortalama %106'ya ulaşmış olan Hazine'nin iç borçlanma yıllık bileşik faizi Ocak 2000'de %37 oranına, inter bank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da %66,6'dan %34,1 oranına gerilemiştir.

#### **4.1.3.3 2001 Şubat Krizi**

1999 yılı sonu IMF ile uygulamaya konulan, yarı sabit kura dayalı enflasyonu düşürme programı ile hedeflenen iyileşme, finans sektöründe yapılması gereken yapısal düzenlemelerin yapılmaması nedeniyle tam bir başarı sağlayamamıştır. Bankaların pozisyon açıklarını artırarak dövize bağlı borçlanmalarını yurt içinde DİBS ile yüksek getiri elde etmeleri ve piyasaya tüketici kredileri vererek tüketim harcamalarını kamçulamaları neticesinde; enflasyonda beklenen düşme gerçekleşmemiştir. TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu ve dış ticaret hadlerindeki bozulmalarla cari işlemler dengesi büyük açıklar vererek yabancı yatırımcıların piyasalardan çıkmasına sebep olmuştur. Kasım 2000'de meydana gelen dalgalanma, faizlerde hızlı bir yükselişe sebep olmuş; bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve Şubat 2001 yılında Hazine ihalesi öncesi de yaşanan olumsuz gelişmelerle

programa olan güvenin tamamen ortadan kaybolmasına sebebiyet vererek; Türk Lirasına karşı meydana gelen atak, likidite sıkışıklığı ve ödemeler sisteminin kilitlenmesine sebep olmuştur. Şubat 2001 krizi tüm bu gelişmeler doğrultusunda oluşmaya başlamıştır. Türkiye Aralık ayının sonlarına ve Ocak 2001'in başlarına doğru kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. 5 Ocak'ta Merkez Bankası döviz rezervleri yeniden 25 milyarın üzerine çıkmış ve Şubat krizine kadar da bu seviyenin altına inmemiştir. 2000 Aralık ayı sonunda ortalama % 199 olan inter bank gecelik faiz oranları, Ocak ayında % 42'ye düşmüştür. İMKB 100 endeksi de 4 Ocak'ta 10198 puana yükselmiştir. Ancak bu tür olumlu gelişmeler 19 Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışma ile son bulmuş; Kasım krizi nedeniyle zaten hassas olan piyasalar altüst olarak döviz krizi başlamıştır. Kasım krizinde TL pozisyonlarını koruyan insanların da Şubat'ta dövize hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerindeki baskı artmış, TCMB krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek pahasına piyasaya müdahale etmiş ancak 22 Şubat 2001 tarihinde, döviz kuru çapasının yürürlükten kaldırıp dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır.<sup>320</sup> Türkiye ekonomisi, Şubat 2001 yılına gelindiğinde şiddetli bir finansal kriz daha yaşamıştır. Bu krizin nedenlerine bakıldığında; dış ödemeler dengesinde giderek artan ve istikrarsız yapıya sahip olan kısa vadeli sermaye hareketleri, inandırıcı bir uygulamadan uzak olan döviz kuru politikası ve bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışlarının neden olduğu söylenebilir.<sup>321</sup> 16 Şubat (Cuma) 2001, 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri; 19 Şubat (Pazartesi) 2001 itibari ile 22 milyar 581 milyona inmiştir. TCMB böylece bir gün içinde 5 milyar doların üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir. Dalgalı kura geçiş kararından sonra, dolar 688 bin TL civarından 962 bin TL' ye yükselmiştir. Artan döviz talebi, yüksek faiz aracılığıyla durdurulmak istenince, İnter bank gecelik faiz oranları en yüksek % 50'den, % 6200'e çıkmış; daha sonra hızlı bir biçimde düşerek Şubat ayı sonunda % 103'lere inmiştir. 16 Şubat'ta 10169 puan olan borsa endeksi, 19 Şubat'ta 8683 puana inmiştir.<sup>322</sup>

---

<sup>320</sup> Keyder N., a.g.e.,2001, s.41.

<sup>321</sup> Eğilmez M., Kumcu E., **Krizleri Nasıl Çıkardık**, İstanbul, Creative Yayıncılık, 2001, s.142.

<sup>322</sup> Erçel G., **Bıçak Sırtında**, İstanbul, Dünya Basımevi, 2003, s.181.



Unutulmamalıdır ki özellikle 1997-1998 Uzakdoğu ve Rusya krizlerinin temelinde, “hedge” olarak da adlandırdığımız, *spekülatif sıcak para* girişleri yatmaktadır. Bu tip yabancı yatırımcının, en belirgin arayışı yüksek faiz oranları ve parasının güvence altında olmasıdır. Türkiye ekonomisinde bu ülkelerden biri olmaktadır. Sıcak para için uygun zemin bulunması, yüksek reel faizler, siyasi iktidarın politikaları ile bu olguyu desteklemesi, menkul kıymet piyasalarında yapılan işlemler nedeniyle herhangi bir sınırlama olmaması yabancı yatırımcı için cazip seçenekler olmaktadır.

#### **4.1.3.4 2007 Küresel Krizi**

Mortgage krizi olarak ortaya çıkan durum takip eden süreçte bir likidite krizine dönüşmüştür. ABD’de 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam dört sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır. Yatırımcıların risk almadan kazanç elde etme isteği maliyeti düşük, kolay kredi imkânlarına bağlı olarak tüketicilerin aşırı borçlanmasına ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olarak sistemin risk durumunu artırmıştır.

Finansal kriz gelişmiş ülkelerde başlamış olmakla birlikte Kasım 2008 ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlamıştır. Birçok gelişmekte olan ülke borsalarında ciddi değer kayıpları olmuş, ülke paraları değer yitirmiş, ülke tahvilleri ve ticari bonolarda risk primleri artmış, aynı zamanda bu ülkelere olan yabancı sermaye akımları ve banka borçlanmaları önemli oranda düşmüştür.

Düzenleme otoriteleri ve Merkez Bankaları hızlı kredi büyümesi ve aktif fiyatlarında oluşan balonun neden olduğu sistemik riskleri görememiş ya da gerekli önlemleri yeterli oranda ele alamamıştır. Uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler

karşısında finansal sisteme olan güvenin tekrar arttırılması için ABD ve Avrupa’da Merkez Bankaları ve hükümetleri tarafından çok sayıda önlem alınmış ve trilyon dolarları bulan kurtarma paketleri açıklanmıştır<sup>323</sup> .

Türkiye’deki bankacılık sisteminin mevcut yapısal özelliği ve piyasadaki aktörlerin kriz sırasındaki davranış biçimleri Türkiye’nin bu krizi görece az hasarla atlmasına neden olmuştur. Buna göre özellikle 2001 krizinden sonra atılan adımlar Türkiye’deki bankacılık sistemini sağlamlaştırmış ve bir istikrara kavuşturmuştur. Gerçekten de BDDK’nın sıkı bir şekilde bankaları gözetimi, bankaların sermaye yeterliliklerinde bir eksiklik olmaması, döviz varlıklarıyla döviz yükümlülükleri arasında bir denge olması ve ABD’dekinin aksine Türkiye’de konut ipotegine dayalı tahvil/bono ihracının yapılmaması olumlu birer yapısal özellik olarak karşımıza çıkmıştır.

Ayrıca, bankaların kendi aralarındaki kredi akışını kesmemeleri ve bir anlamda likiditeyi devam ettirmeleri, birey, şirket ya da başka bir finans kuruluşuna kullandırdıkları kredilerini paniğe kapılarak hemen geri çağırılmaları, mudilerin mevduatlarını çekmek için bankalara hücum etmemeleri ve bu anlamda piyasaya olan güvenlerini örtülü olarak açıklamaları da Türkiye’nin hanesine artı bir değer olarak geçmiştir.

Fakat uzmanlara göre krizin bu yöndeki olumsuz etkileri makul düzeyde kalmış ve yıkıcı olmamıştır. Hatta bazılarının göre kriz yeni fırsatların ortaya çıkmasına neden olabilir. Örneğin, artan konut kredisi faiz oranlarının konuta olan talebi azaltabileceği, bunun da hem yeni hem ikinci el konut fiyatlarını düşürebileceği yorumları yapılmıştır. Öte yandan hali hazırda konut piyasasında var olan durgunluğun küresel krizden ziyade yanlış hedef kitleye hitap eden planlamalar ve buna bağlı olarak yanlış fiyatlandırma politikalarından kaynaklandığı belirtilmiştir.

---

<sup>323</sup> Erdönmez P, a.g.m, 2009, s 85.

Öte yandan, krizle birlikte uluslararası piyasalarda ortaya çıkan likidite sorunu nedeniyle Türkiye'deki bankaların yurt dışı kaynaklı kredi bulmaları zorlaşmış ve neticede bu bankalar iç piyasaya yönelmek zorunda kalmıştır. Bu ise doğal olarak mevduat faiz oranlarını yükseltmiştir.

Hükümetin krize yanıt olarak hazırladığı tasarı ise şunları öngörmektedir:

- Yurtiçi yerleşikler yurtdışında tuttıkları varlıklarını herhangi bir vergi ödemedense ülkeye getirebilecekler,
- KOBİ'lerin kullandığı kredilerin faiz yüklerinin bir bölümü Hükümet tarafından karşılanacak.

Eken'e göre yaşanan küresel kriz ABD ekonomisinin belirli bazı yapısal özelliklerinden kaynaklanmış ve hızla Dünyaya yayılmıştır. Fakat finansal yapısı ABD'den farklılık gösteren Türkiye'de kriz faiz oranlarını ve döviz kurlarını yükseltmesine rağmen yine de görece daha az hasara yol açmıştır. Ayrıca, hemen her krizde olduğu gibi bu krizde de yeni fırsatlar ortaya çıkmıştır. Düşmesi öngörülen konut fiyatları, artan mevduat faiz oranları, yurtdışı varlıklara transferleri halinde vergi muafiyetinin ve KOBİ kredi faiz yüklerinin paylaşılmasının öngörülmesi bunlara örnektir. Dünya global finans krizini yaşarken, Türkiye'de mali kesimin büyümeye devam etmesinin yanı sıra, reel sektörün yere çakılacak ölçüde küçülmesi Türkiye'nin krizi Dünya'nın geri kalan kesiminden farklı yaşadığının bir göstergesidir.

Diğer bir deyişle, Türkiye global finans krizini bir finans krizi olarak değil de, bir ekonomik kriz olarak yaşamaktadır.

Ancak, Türkiye'nin yaşadığı ekonomik kriz global krizden bütünüyle bağımsız değildir. Zira Türkiye, 2002 yılından beri uyguladığı “yüksek faiz düşük kur” politikası nedeniyle, ekonomik dengelerini bir bütün olarak global gelişmelere hassas hale getirmiştir. Çözüm için Türkiye kendine özgü önlemler geliştirmelidir.

Bu nedenle, Türkiye kendi krizini yaşamakta ve yaşamaya devam edecektir. Ancak bu kriz yaşanan global krizden farklı etkiler yaratmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye'nin çözüm için de farklı, kendine özgü ve amaca uygun araçlar kullanılmalıdır.<sup>324</sup>

Çözüm kapsamında, Türkiye bir an önce “yüksek faiz düşük kur” politikasına son vermelidir. Bunun ilk adımı olarak, Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi borçlanma tercihini TL den yana kullanmayarak, borç yapısını döviz lehine değiştirmeye başlamalıdır. Bu kapsamda, gerçekçi bir kur politikası uygulanarak aşırı değerli TL nin neden olduğu hasar azaltılacaktır. Bu çerçevede, iki başarı elde edilecektir. İlk olarak reel kesime yüklenen döviz kuru riski azaltılacak ve ikinci olarak reel sektörün TL cinsi finansman maliyeti azaltılacaktır. Bunun neticesinde, yeni yatırımlar ve yerel kaynaklara dayalı üretim teşvik edilecektir.

#### **4.2 Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Ekonomiye Etkisi**

Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası yaşanan bu gelişmeler, finansal serbestleşme sonrası artan ölçülerde ekonomiye yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomik yapı üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermektedir. Ülke ekonomisine sermaye girişleri ile

---

<sup>324</sup> [http://www.finanskulup.org.tr/Assets/Makale/Hasan\\_Eken\\_Dunyada\\_Finans\\_Krizi\\_Turkiyede\\_Ekonomik\\_Kriz.pdf](http://www.finanskulup.org.tr/Assets/Makale/Hasan_Eken_Dunyada_Finans_Krizi_Turkiyede_Ekonomik_Kriz.pdf), Hasan Eken, 2 Nisan 2009.

birlikte, yerli paranın değer kazanmaya başlaması, ekonominin dış ticaret dengesindeki bozulma, faiz oranlarındaki yükselme, tüketim ve yatırım eğiliminde ortaya çıkan artışlar, sermaye girişleri ile sözü edilen göstergeler arasında anlamlı bir ilişki olduğuna işaret etmiş ve sermaye akımlarının makroekonomik yapı üzerindeki etkilerini saptamak amacıyla pek çok çalışma yapılmıştır. Aşağıda, finansal serbestleşme sonrası Türkiye ekonomisine yönelen sermaye akımlarının, Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çeşitli çalışmaların sonuçları özetlenecektir.

1989-1997 dönemi çeyrek dönemlik veriler kullanarak Türkiye ekonomisinde özel kesim tüketim talebi ve özel kesim yatırım talebi ile sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan regresyon analizinde, özel kesim tüketim talebinin sermaye girişleri ile pozitif ilişkili olduğunu, sermaye girişleri ile özel kesim yatırım talebi arasında ise tüketim ve sermaye girişi arasındaki ilişki kadar açık olmasa da pozitif bir ilişki olduğunu saptamışlardır. (1999), Türkiye’de 1987.IV-1998.II dönemi için net kısa vadeli sermaye akımlarının çeşitli makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, kısa vadeli sermaye girişlerinin TL’yi reel olarak değerlendirdiği ve enflasyon oranını düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Çeviş ve Kadılar (2001)’in Türkiye’de, 1989:10 – 1997:09 dönemi için aylık verilerle kısa vadeli sermaye akımları ile seçilmiş makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırdıkları çalışmada, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin cari hesap üzerinde negatif etkisi olduğunu saptamışlardır. Buna göre, kısa vadeli sermaye girişi, TL’de değerlenmeye neden olmakta ve bu yolla cari işlemler dengesi üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Bununla birlikte çalışmada, kısa vadeli sermaye girişinin nedeninin yüksek faiz oranı ve düşük kur olduğu, cari işlemler açığı ve bütçe açığının kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edildiği vurgulanmaktadır.

Yeldan vd (2002)'nin, 1992: 01 ve 2001: 12 dönemi aylık verileri kullanarak, kısa vadeli bankacılık kredileri ve portföy yatırımları şeklinde tanımladıkları finansal sermaye girişi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırdıkları çoklu regresyon analizlerinde, finansal sermaye girişlerinin TL'nin değer kazanmasına neden olduğunu ve ihracat/GSMH'nin düşmesine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, aynı çalışmada özel imalat sanayindeki sabit yatırımların finansal sermaye girişi ve fiyatlar karşısındaki eğilimi araştırılmış, sermaye girişleri ile ilgili bütün bulgular anlamsız bulunmuştur. Ticari sektörlerde sermaye girişlerinin etkisiz olduğu anlaşılmış ve bu da sermaye girişlerinin özel imalat sanayi yatırımlarının finansmanında kullanılmadığını göstermiştir.

Kara (2002), yabancı sermaye yatırımlarının alt kalemlerinin yurt içi yatırımlar üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında, kısa vadeli sermaye girişlerinin yurt içi yatırımları azalttığı sonucuna ulaşmıştır.

Yentürk ve Çimenoglu (2002), Türkiye'de 1987:1 – 2001:4 dönemi üçer aylık veriler kullanarak uluslararası sermaye akımlarının yatırım ve tüketim üzerindeki etkilerini analiz ettikleri regresyon çalışmalarında, net yabancı sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Yine bu çalışmada, yabancı sermaye girişi ile tüketim ve yatırım arasındaki ilişki bir VAR modeli çerçevesinde analiz edilmiş, net yabancı sermaye girişinin özel yatırım harcamaları üzerinde dört çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu, özel tüketim harcamaları üzerinde ise üççeyrek dönem pozitif etkisi olduğu saptanmıştır.

İnsel ve Sungur (2003), toplam sermaye akımları ve sermaye akımlarının alt kalemleri ile seçilmiş 42 ekonomik gösterge arasındaki ilişkileri inceledikleri nedensellik

analizinde, kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmadığını, kısa vadeli sermaye akımlarından özel sektör sabit sermaye yatırımlarına, cari açıklara, DİBS faiz oranı artışına ve enflasyona doğru bir nedensellik olduğunu saptamışlar. Yine aynı çalışmada, kısa vadeli sermaye akımlarının, kurların aşırı değerlenmesine bağlı olarak ithalatın artmasına neden olduğu ve dış dengeyi etkilediği; bunun yanı sıra, özel sektörün kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak yoluyla özel sektörün üretimine olumlu etkide bulunduğu ileri sürülmüştür.

Ancak kısa vadeli sermaye akımları ile büyüme arasında nedensellik ilişkisi bulunmadığı göz önünde bulundurulduğunda kesimler arasındaki olumlu etkilerin geçici olduğunu öne sürmüşlerdir.

Yentürk ve Çimenoglu (2003), Türkiye’de 1987-2001 dönemi üçer aylık verilerle, toplam yabancı sermaye yatırımları, özel sektör tüketim ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki karşılıklı etkileşimi incelemişlerdir. Yapılan nedensellik analizine göre, sermaye akımları hem özel yatırımlara, hem de özel tüketime Granger anlamında neden olmaktadır. Yine bu çalışmada yer alan VAR modeli sonuçlarına göre, net sermaye akımlarındaki artışlar, özel tüketim harcamaları üzerinde üç, özel yatırımlar üzerinde ise dört çeyrek dönem, yani 1 yıl pozitif etkide bulunmaktadır. Aynı çalışmada yabancı sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki etkisi sınanmış ve yabancı sermaye akımlarında ortaya çıkan artışların, Hazine’nin borçlanma faizlerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yentürk ve Ülengin (2003), 1987:1-1997:4 dönemi için Türkiye’de yabancı sermaye girişlerinin derneşik harcama kategorileri üzerindeki etkisini VAR modeli yardımıyla araştırmışlar, uzun dönemde, yabancı tasarrufların yurt içi yatırımlar için ek kaynak yaratmak yerine esas olarak özel tüketimi etkilediğini saptamışlar ve özel tüketimin de özel yatırımı etkileyebileceğini vurgulamışlardır.

Emil ve Vehbi (2003), 1987:1 – 2002:4 dönemi için Türkiye’de sermaye akımları ile reel döviz kurları arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla yaptıkları nedensellik analizinde, sermaye akımlarının reel kurdaki değişimler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. 1989:2 – 2002:4 dönemi için reel kurdaki değişimlerin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini test etmek amacıyla bir regresyon denklemi tahmin etmişler ve yerli paradaki değerlenmenin tüketimi artırıcı etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.

Berument ve Dinçer (2004), Türkiye’de 1992.01-2001.06 dönemi aylık verileri kullanarak sermaye girişlerinin makroekonomik etkilerini VAR yöntemi ile incelemişler, toplam sermaye girişlerindeki bir artışın, faiz oranlarının ve enflasyon oranının düşmesine, yurt içi paranın reel olarak değerlendirilmesine ve ekonomik büyümeye neden olduğunu öne sürmüşlerdir.

Görüldüğü gibi bu konuda yapılan ampirik çalışmaların genelinde kısa vadeli sermaye girişlerinin tüketim artışına yol açtığı, yerli parayı değerlendirdiği ve buna bağlı olarak cari işlemler açığı üzerinde negatif etkili olduğu vurgulanırken; kısa vadeli sermaye girişlerinin yatırımlar, ekonomik büyüme ve diğer bazı göstergeler üzerindeki etkisine ilişkin oldukça farklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

### **4.3 Temel Ekonomik Göstergeler Ve Kriz Rasyoları İle Analiz**

#### **4.3.1 Temel Ekonomik Göstergeler ile Analizi**

Türkiye, 1989 yılında IMF tarafından önerilen politikalar gereği mal hareketlerini serbestleştirdikten sonra finansal serbestliği de gerçekleştirmiş; ardından 1990 yılından



itibaren Dünya genelinde yaşanan spekülâtif nitelikli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yarattığı krizler gibi, bir dizi krizlerin yaşanması söz konusu olmuştur. Tüm bu gelişmeler *spekülâtif nitelikli kısa vadeli sermayenin yöneldiği, serbestleşme politikalarının uygulanmaya başlanıldığı* ve gelişmekte olan ülke sınıflandırması içinde bulunan tüm ülkelerde aynı sonuçları yaratmıştır; *döviz rezervlerinin azalması, ihracatın azalması, döviz kurundaki oynak yapı, KKBG' nin artması, yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlenmesi, faiz oranlarının yükselmesi ve iç talebin artması*<sup>325</sup> Bu bölümde KVSH' nin etkileri ve KVSH'ni hazırlayan politika önermelerinin doğruluğu, temel ekonomik göstergeler çerçevesinde, analiz edilmeye çalışılacaktır.

#### 4.3.1.1 Yerli Para ve Döviz Kuru

Finansal hareketlerin serbestleşmesi ile ortaya çıkan spekülâtif sermaye girişi, yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlenmesine; ihracat ürünlerinin dış fiyatlarının artmasına ve ithalatın ucuzlamasına neden olmaktadır. Oluşan bu durum, dış ve iç pazarlarda uluslararası rekabet gücünün azalması ile sonuçlanmış; imalat sanayi ihracatı ve üretimi azalma göstermiştir. Bunun yanında, ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırımlar artış göstermiştir. Bu konuyu farklı şekilde açıklamaya çalışırsak; bir ülkenin dış Dünya ile yaptığı mal ve hizmet alışverişi nedeniyle oluşan döviz açığının, yani cari açığın üzerinde döviz girişi olması, TCMB'nin fazla döviz piyasadan çekmemesi halinde ülke parasının döviz karşısındaki reel (enflasyondan arındırılmış) değerinin artmaya başlamasına neden olmaktadır. Bunun sebebi, döviz bolluğu nedeniyle kur artışının gerilemesi, hiç olmazsa kurun artış temposunun, yani devalüasyonun, enflasyonun gerisinde kalmasıdır. Bu olguya “TL'nin (döviz karşısında) reel değerinin artması” denmektedir.

---

<sup>325</sup> Çarıkçı E., a.g.e., 2001, s.481.

#### 4.3.1.2 Faiz Oranları

Faiz oranları, *reel yatırımlarla finansal yatırımlar* arasındaki tercihin yapılmasında belirleyici bir unsur olmaktadır. Faiz oranlarının yüksekliği, finansal araçların getirisinin yükselmesine, yatırımcıların reel yatırımlar yerine finansal yatırımları tercih etmesine neden olmaktadır. Spekülatif nitelikli kısa vadeli sermaye girişi, oldukça yüksek seviyelerdeki kamu borçlanması, alınan kısa dönemli ve yüksek faizli borçların cari harcamalarda kullanılması, kamuda *faizi dış borçla ödeme* dönemini başlatmıştır. Kamu harcamalarının en önemli kaleminin faiz harcamaları olduğu, yatırım harcamalarının ise durduğu, 1980 sonrası dönemin ve serbestleşme politikalarının sonuçları olmuştur. Yine bu döneme, faiz oranlarının gelişimi çerçevesinden bakıldığında, beklenenin aksine yüksek miktarlardaki yabancı kaynak girişinin faiz oranlarını düşürmediği; aksine daha da arttığı görülmektedir (UNCTAD,1992). Finansal yatırımın bir aracı olan yüksek faiz oranları, kısa vadeli ve yüksek kazançlı olan finansal yatırımları daha da özendirerek; reel yatırımların göreceli olarak azalmasına yol açmıştır.

Bu gelişmelerin sonucunda 1989-1990 dönemi,

- Reel sektöre verilen kredilerden çok tüketici kredilerin arttığı,
- Finansal sektörün kamu iç borç senetlerine yöneldiği,
- Bankaların açık pozisyonlarını oldukça yüksek miktarlarda artırarak; ülkeye getirilen kaynakların reel sektör yerine finansal sektöre yönlendirilmesi,
- Gelen yabancı kaynakların yarattığı aşırı dolarlaşma nedeniyle likidite riskinin arttığı bir

ekonomik yapıya sahip olmaktadır. Tüm bu gelişmeler gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, *yatırımlara dönüşmeyen karlılık* olgusunun etkin olmasına neden olmuştur.<sup>326</sup>

1996 yılı faiz harcamalarının payının arttığı; 1994 Kriz dönemine bakıldığında kriz öncesi ve sonrası faiz oranlarının artmaya devam ettiği görülmektedir .

#### 4.3.1.3 İhracat- İthalat Dengesi

1980-1989 yılları arası Türkiye’de de uygulanan mal hareketlerinin serbestleştirilmesinin yatırımlar üzerindeki olumsuz sonuçlarının nedenleri, gerek DB’ nin çalışmaları gerekse DB’nin yaklaşımını eleştiren çalışmalar tarafından ortaya konulmuştur.

*İhracata yönelik sanayileşme* stratejileri, IMF tarafından 1970’lerden sonra döviz sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkelere, sanayileşme ve dış pazarlara açılmaya yönelik olarak önerilen uygulamalar olmaktadır. Türkiye 1978-1979 yıllarında yaşadığı önemli döviz sıkıntısı nedeniyle, bu politikaları uygulayan ülkeler arasına katılmıştır.

*Ekonomik istikrar paketleri* ile başlayan ve 1980’den sonra uygulamaya koyulan sanayileşme stratejisi ile önemli bir artış sağlanmış; ancak bu ihracat artışı daha çok imalat sanayi ürünlerinde yoğunlaşmıştır. Türkiye’nin 1980 yılı sonrasında başlanan *ihracatı artırma politikalarının* dayandığı uygulamalar, devalüasyonlarla paranın değerinin

---

<sup>326</sup> Akyüz Y., Held G., **Finance and the real economy, issues and case studies in developing countries**, UNCTAD Discussion Paper, no.91, 1993, s.21.

düşürülmesi, iç talebin ve iş gücü maliyetlerinin düşürülmesi, İhracata sağlanan doğrudan parasal destekler olarak özetlenebilmektedir.<sup>327</sup>

1989-1994 yılları arasında yaşanan aşırı borçlanma, borcun borçla ödenmesi ve sürdürülemez hale gelen faiz yükü ekonominin kısır bir döngüye girmesine neden olmuştur. Öte yandan dış ticaret açığı, 1989 sonrası rekor seviyelere ulaşmış, reel sektörün rekabet gücü zayıflatılmış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı 1980 yılı seviyesine düşmüştür.

1994 krizinin yaşanmasının ardından *5 Nisan ekonomik paketinin* uygulamaya konulması ile bazı olumlu sonuçlar elde edilebilmiştir. Devalüasyon nedeniyle ihracatın ithalatı karşılama oranı düzelmiş, çifte vergileme ve cari harcamaların düşürülmesi ile kamu açıkları azalmış ve kısa vadeli spekülatif sermaye girişinde duraklama gerçekleşmiştir.

1996 yılına bakılacak olursa, sermaye girişlerinin hızla arttığı görülmektedir. Bunun sonucunda dolarlaşma ve döviz kuru değerlenmesi kaçınılmaz olarak dış açığı artırmış; ihracatın ithalatı karşılama oranı da düşmüştür. İhracat miktarının azalması ile genel olarak karşılaşılan durum, ithalatın artması ve rezervlerde açık verilmesi olarak gerçekleşmektedir. Bu durum, yurt dışına döviz çıkışına neden olarak, likidite kıtlığı sorununu doğurmaktadır.

---

<sup>327</sup> Atiyas İ., Ersel H., a.g.e., 1994, s.120.

#### 4.3.1.4 Parasal Taban

Spekülatif nitelikli kısa vadeli sermaye girişi reel döviz kurunun değerlenmesi, faiz oranlarının yükselmesi ve iç talebin artması gibi bir takım olumsuz etkiler yaratırken; gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün uluslararası rekabet gücünü azaltan ve yatırımların ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmesini teşvik eden politikaların uygulanmasına devam edilmesi dikkat çekmektedir.

Türkiye’de, spekülatif nitelikli bu sermaye girişlerinin yarattığı ithalat hacminin artması, yerli paranın değerlenmesi gibi olumsuz bir takım etkileri önlemek amacıyla TCMB rezerv biriktirme yoluna gitmiştir. Ancak bu durum parasal tabanın genişlemesi şeklinde olumsuz sonuçlar doğurmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde parasal tabanın genişlemesine karşı iki farklı seçenek söz konusu olmaktadır. Bunlardan birincisi, “*zorunlu karşılık oranları*” adı altında spekülatif sermaye girişlerini engellemeye yönelik oranların uygulanması; İkincisi ise, parasal tabandaki genişlemenin yaratacağı enflasyonist etkilerin oluşmasını engellemek amacıyla, “*sterilizasyon politikaları*” olarak da adlandırdığımız, MB’nın piyasaya süreceği kâğıtlar aracılığıyla oluşan fazla likiditeyi emme girişimidir.<sup>328</sup> Gelişmekte olan ülke olarak nitelendirilen Latin Amerika ülkeleri, bu iki uygulamayı da sistemli olarak TCMB’ları aracılığıyla sürdürmüş; 1990 yılı sonrası kriz yaşamayan ülke olmuşlardır. Türkiye ise, uyguladığı politikalarla faiz oranlarının artmasına neden olmuş ve enflasyonist sürecinin devamlılığını sağlamıştır. *TCMB tarafından parasal tabandaki genişleme strelize edilmek yerine, piyasada oluşan aşırı likidite hazine kâğıtlarıyla kamu tarafından kullanılır hale getirilmiştir.* Bunun sonucunda kamu harcamalarını artırmak için gelirlerini artırma yoluna gitmemiş, bu şekilde kendine kaynak yaratmıştır.

---

<sup>328</sup> Akyüz Y., a.g.e., 1990, s. 101.

1989 sonrası Türkiye ekonomisinin karşılaştığı temel sıkıntı, *sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerinde baskı oluşturmasıdır*. Bu durum, para arzının içinde yabancı para miktarının payında ve para arzında artış yaratmaktadır. Öte yandan yaşanan yüksek para ikamesi sorunu ile yerli para birimine olan güvenin azalması ve reel faiz oranlarının artması TCMB'nın istikrarlı bir para programı yürütmesine engel olan nedenler arasındadır.<sup>329</sup>

*M2Y/Rezervler* rasyosu, dövize çevrilebilecek likit parasal varlıkların geniş tabanlı bir ölçütü olması bakımından önem taşımaktadır. Türkiye'de bu oranın yüksek olması, bankalarda mevduatları bulunan kişilerde bir paniğe yol açabilmektedir. Bu rasyonun, finansal serbestliğin sağlandığı dönem ile kriz dönemleri arasında üç katı büyüklüğe ulaştığı görülmektedir.

Kasım 2000 krizi ile başlayan ekonomik dengelerin çöküş süreci, takip eden yıllarda da sürmektedir. Şubat 2001 krizi, yaşanan olumsuz etkilerin devam ettiğinin göstergesidir. Tüm bu bilgiler doğrultusunda, çoğu uluslararası ampirik çalışmalarda da gösterildiği gibi, ekonomik kriz yaşayan ülkelerde, Türkiye örneğinde olduğu gibi, kriz dönemlerinde net uluslararası rezervlerdeki dalgalanmaların seyri oldukça değişken bir yapı sergilediği ifade edilmektedir.

---

<sup>329</sup> Beyazitoğlu vd., a.g.e., 1991, s.21

#### 4.3.1.5 Kamu Dengesi

Dış borçların büyük bir kısmı kamu sektörüne ait olduğundan, dış borçlarda spekülative nitelikli finansal şişkinliklerin yarattığı artış, faiz ödemelerinin yükünü artırarak, kamu harcamalarında ani bir yükselişle sonuçlanmaktadır.<sup>330</sup> Bu yükselişte, faiz oranlarında büyük bir sıçramaya neden olmakta ve faiz dışı bütçe açığı olmayan ülkelerde bile sürekli kamu açıklarını yukarı doğru iten bir kısır döngü yaratmaktadır. Sonuç olarak faiz oranlarının tırmanmasına yol açan etken, kamu tasarruflarındaki düşüş ve dış borçlardaki artış olmaktadır.<sup>331</sup>

Artan kamu açıklarının makroekonomik dengeleri bozan sonuçlarını engellemek için faiz dışı bütçe fazlası verilmesi gerekli hale gelmektedir. Faiz dışı bütçe fazlası, kamu yatırımlarının veya faiz dışı harcamalarının azaltılmasına yol açmaktadır.

Sonuç olarak sermaye girişi olan ülkelerde, vergilerin artırılmasında kısıtların olduğu durumlarda gelir transferi sorunu ile karşılaşmaktadır. Finansal serbestleşme politikalarının uygulanması ile birlikte, 1989 yılı Türkiye'nin bütçe açıklarının finansman yapısının da değiştiği bir yıl olmaktadır. Bu dönemde açıkların finansmanına yönelik olarak, iç borçların payının dış borçlara oranla arttığı görülmektedir. *İç Borç/KKBG* rasyosuna bakıldığında, 1989'da %80'i aştığı, 1987'de %87 ile rekor seviyelere ulaşarak, 1994 yılında %78'lik payla hala çok yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir (TCMB, 1995). Bu rakamlara bakıldığında bütçe açıklarının uluslararası piyasalardan daha çok borçlanılarak finanse edildiği söylenebilmektedir. Öte yandan diğer bir dikkat çeken nokta:

---

<sup>330</sup> Frankel, J. A., **No single currency regime is right for all countries or at all times**, *NBER Working Paper Series*, no: 7338, 1999, s. 244.

<sup>331</sup> Vos, R., **Prospects of financial flows to developing countries in the 1990's: The global macroeconomic Trade-offs**, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, UNCTAD, vol.2, 1993, s. 42.

1989 sonrası sermaye girişlerinin yapısındaki değişimin, vadelerinin kısalması yönünde iken; iç borçlanmanın yapısında da kısa vadeli olarak değişimin yaşanmasıdır.

Türkiye’de 1990 öncesinde *KKBG/GSMH* rasyosuna baktığımızda %5’i dolaylarında olduğu görülmektedir. 1990 sonrasında bu oran 1994 krizine kadar %10 gibi yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. 1990 öncesi *Bütçe Açığı/GSMH* oranı ise %3 dolaylarındadır.

Sonuç olarak, finansal serbestleşmenin kamu kesimi üzerindeki etkisi *bütçe açığının, iç borçlanmanın ve kısa dönemli iç borçlanmanın artmasıdır*. 1994’de sıcak paranın negatif getirisi kısa dönemli sermaye çıkışı yaratmış; 1995 ve 1996 yıllarında ise, sıcak paranın getirisi yine aşırı yüksek bir düzeye ulaşmıştır.

#### **4.3.1.6 Cari Açık ve Sermaye Hesabı**

1990’da kısa vadeli sermaye girişlerinde bir artma yaşanmıştır. 1992 yılına bakıldığında ise artışın portföy yatırımlarında gerçekleştiği görülmektedir. 1991 ve 1994 yıllarında kısa vadeli sermaye hareketlerinde bir azalma görülmekte; bunun nedeni olarak da 1991 Körfez krizi ve 1994 finansal krizi yer almaktadır. Öte yandan 1995-1996 yıllarına gelindiğinde kısa dönemde sermaye girişleri yeniden başlamıştır. *KVSH /GSMH* rasyosunun yıllar itibari ile gelişimine bakıldığında, 1995 yılında bu oranın 2,1’e yükseldiği, 1996 yılında ise finansal serbestlik sonrası dönemler içinde 3,7’lik oran ile en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. Tüm bu gelişmelerin sonucunda, yerli paranın değerlendirilmesi ve uluslararası rekabet gücünün azalması aşırı sermaye girişlerinin yarattığı sonuçlar olmaktadır. 1994 yılında görülen cari işlemler fazlasının nedeni %169’luk devalüasyon olmaktadır.



#### 4.4 Türkiye’de Finansal Krizlere Çözüm Önerileri

Finansal krizlerin hiç olmaması temennisi sıcak para hareketlerinin hiç olmadığı veya yasaklandığı bir Dünyada gerçekleşebilir. Küreselleşen bir Dünyada ise bu hareketin durdurulması mümkün değildir. Ancak finansal krizlerle karşılaşmamak ya da karşılaşılan finansal krizleri en az zararla geçiştirebilmek için alınabilecek tedbirler de bulunmaktadır. Özellikle küreselleşme kaynaklı finans akımlarının yarattığı krizlerle mücadelede bir takım “zorlayıcı” tedbirler uygulanmaya konulabilir. Borç dondurma yada ötelemeden doğrudan piyasaya müdahale anlamına gelebilecek kısıtlamalara kadar birçok uygulama bu çerçevede değerlendirilebilir.

Ancak gelinen noktada Dünya ekonomisinden bağımsız ve koruyucu bir politika uygulamak imkansız görünmektedir. Büyümelerin temeli dış ticarete dayalı işlemler olarak algılandığından bu tip kontrollerin ulusal refah seviyesinin azalması ile sonuçlanacağını söylemek zor değildir.

Türkiye’de finansal piyasalar özellikle 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte liberalleşmeye başlamıştır. Ancak özellikle 11 Ağustos 1989 tarihinde yayınlanan 32 Sayılı Karar ile Türkiye’deki yerleşiklerin 3 bin dolara kadar döviz alımı, yurtdışında yerleşiklerin Türk menkul kıymetlerini, yurtiçinde yerleşiklerin de yabancı menkul kıymetleri alabilmeleri, yurtdışından her türlü kredi temini, ihracatçıların elde ettikleri dövizin belli bir kısmını serbestçe kullanabilmeleri, 25 milyon dolara kadarlık bir limit içinde yurtdışına yapılacak transferlerde hazine izninin kaldırılması gibi uygulamalar yürürlüğe girmiştir. Böylelikle Türk mali piyasaları kısa süreli sermaye hareketleri için serbest hale getirilmiştir. Bundan sonraki düzenlemelerde bu gelişmelerin yaygınlaşmasına hizmet etmiştir.

Türkiye ekonomisinin sermaye yetersizliği, borçlanma ihtiyaçları, döviz darboğazları da bir anlamda bu finansal liberalleşmeyi zorlamıştır. Ancak, yüksek faiz ve düşük kur avantajları ile ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıkça gerçekleşen belirsizlik ve istikrarsızlık sinyallerini paniğe dönüştürmesi ile ülkede finansal krizler de gerçekleşebilmektedir. Bu anlamda kısa vadeli sermaye hareketlerine kısıtlayıcı hükümler getirilmesi konusu Türkiye’de de tartışılmaktadır.<sup>332</sup>

Bir yandan ekonomik büyüme ve talebi harekete geçirmek amacıyla sermaye akımlarına izin verilmesi, diğer yandan da bunların getirebileceği istikrarsızlıkların önlenmesi, politik bir seçim konusunu oluşturmaktadır. Bu nedenle sermaye akışlarını hızlandıran etkenlerin dikkate alınması gerekmektedir. Sermaye akımlarındaki artış, ülkedeki rekabetin ve verimliliğin artması ile oluşan sürekli bir iyileşmenin etkisi ile sağlandığında bunların istikrarlandırıcı rolleri çok daha fazla olabilmektedir. Buna karşılık sermaye akımları, daha çok dışsal etkilerden ya da kredi kısıtlamalarından kaynaklanmakta ise, ortaya çıkabilecek etkiler istikrarsızlıklara yol açabilecektir.

Finansal entegrasyon sürecinde Türkiye global sermaye hareketlerinde, kendisine fayda sağlayacak politikaları sürdürmeli ve bu süreçteki tehlikelerden kaçınmalıdır. Bu bağlamda, makro ekonomik yapı güçlendirilmeli, finansal yapı iyileştirilmeli, bankacılık denetim ve gözetim düzenlemeleri yapılmalıdır.

- Ülkede bankacılık sistemindeki zayıflık bilirse de sermaye girişleriyle ilişkili olarak kredi artışlarının kontrol edilmesi önem kazanmaktadır.

---

<sup>332</sup> *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl:6, Sayı:36, Mayıs-Haziran 2004, s.36-48.

- İyi işleyen sermaye piyasalarının varlığı, artan portföy yatırımlarını çekerek potansiyel istikrarsızlık riskini azaltabilmektedir.
- Türkiye, ekonomik istikrarsızlıklara açık bir yapıya sahip olmasından dolayı, istikrarsızlıklara tepki gösterecek mekanizmaları geliştirmeli ve şokları ortadan kaldırııcı düzenlemeleri yapması gerekmektedir.
- Bütün bu düzenlemeleri yapan ve bilginin tam yayılmasını sağlayıcı birimler arasındaki işbirliği, güvenli ve etkin piyasalar için son derece önem arz edebilmektedir.

Diğer yandan ülkemizin uluslararası fonlardan yeterince pay alması, bu fonların ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkiler yaratması ve yine ülke üzerinde oluşabilecek muhtemel olumsuzlukların giderilmesi amacıyla bu fonların yönetilmesi, esas itibariyle ülkenin rekabetçi bir serbest piyasa ekonomisi oluşturmuş olmasına bağlıdır. Rekabetçi bir serbest piyasa ve rasyonel makroekonomik politikalar, enflasyonun düşük tutulmasını ve verimli yatırımların artmasını sağlayacak ve sonuçta gerek yurt içi gerekse yurt dışı işlemlerdeki riskler minimize edilmiş olacaktır. Kısaca Türkiye'nin kendisine yönelen fonların olumlu yönlerini çıkarabilmek ve olumsuz etkilerini giderebilmek amacıyla, bu fonlarla ilgili kısıtlayıcı ve müdahaleci politikalar yerine siyasi ve ekonomik istikrarı sağlayıcı, piyasaları geliştirici politikaları ön plana çıkarması gerekmektedir.

#### **4.4.1 Sıcak Para ile Mücadelede Politik Yön**

Bu çalışmada belirtildiği üzere birçok ülkede farklı politik tercihlerin sonucu olarak sıcak para ile mücadelede sert tedbirler alınabilmektedir. Yukarıda anlatılan Malezya ve Şili örnekleri politik anlamda Türkiye'den çok farklı örneklerdir. Ülkemiz uluslararası ticari ilişkileri bakımından küresel piyasaları ile tam entegre olmuş durumdadır. Bu durumun

doğrudan yansıması küresel düzeydeki rahatlamalardan ve daralmalardan aynı şekilde etkilenmesidir.

Aşağıda bahsedilecek vergilendirme, döviz kuru politikası vb uygulamalarda ülkelerin buldukları politik durumda önemli olduğunu belirtmeliyiz. Tek parti rejimlerinin yada askeri bir yönetimin diktası altında uygulanması mümkün olacak bazı tedbirleri Türkiye için konuşmak yersiz olacaktır. İlginçtir ki ekonomi literatüründe başarılı olarak adlandırılan sıcak para ile mücadele politikalarının sert rejimlerde uygulanabilir olduğunu belirtmeliyiz. Ücretlerin dondurulması moratoryum, sermaye akışının doğrudan izne tabi bırakılması gibi bazı öneriler artık ülkemiz için geçerliliğini yitirmiş önerilerdir.

Politik yön kavramı ile açıklanmak istenen ülkelerin ekonomik yapılarının yönetilme tarzıdır. Demokratik bir rejim gibi görünen rejimlerde piyasa ekonomisi oturmamış olabilir. Devlet ekonominin her sahasında tekel konumunu sürdürüyor olabilir. Bu şekildeki ekonomi yönetimlerine biçimsel olarak kapalı ekonomilerden ayıramayız. Doğrudan kontrollerin bu rejimlerde uygulanması kolay ancak uluslararasıarenada rağbet görmesi zordur. Giderek artan oranda küreselleşen Dünya ekonomisi özellikle son 10 yıl içerisinde dış dünyadan bağımsız ekonomik uygulamaları imkansız kılmıştır. Sert para kurulu uygulamaları yada uluslararası ticareti ve sermaye akışını doğrudan engel getiren uygulamalar artık literatürde sadece teorik bazda yer almaktadır. Ülkemiz gerçeğinde son 30 yılda yaşanan liberalizasyon ve küresel entegrasyon, ardı ardına yapılan özelleştirmeler ve kamunun ekonomiden çekilme arzusu olası çözümlerin küresel ölçüde ele alınması gerektiği düşüncemizi destekleyen niteliktedir.

Bu nedenle Türkiye için çözüm önerisi mevcut piyasa ekonomisi çerçevesinde aranmalıdır. Doğrudan kontroller yerine maliye ve para politikalarının daha etkin bir şekilde kullanılması gündemde olmalıdır. Sıcak para ile mücadelede politik yön literatürde

yazması kolay ama gerçek hayatta uygulaması zor seçenekleri detaylı incelerken daha dikkatli ve temkinli olmayı gerektirebilir.

#### **4.4.2 Döviz Piyasalarının İstikrarına Yönelik Öneriler**

Ulusal ekonominin küresel piyasalarla etkileşimi ulusal döviz kurunun rejimi ile ilgili oluşan durumlar sonucunda gerçekleşmektedir. Kurun dalgalı, sabit yada katlı rejimlerde uygulanması yada bir para kuruluna bağlanması ülkeye giren sermaye miktarını doğrudan etkilemektedir. Esasen döviz kurunun değerinin aşırı değerli olması ülkeye dış sermayeyi çekici bir misyon getirirken tam değerinde bir kur dış sermayeyi sınırlayan bir yapı arz edebilir.

Döviz kuru rejiminin doğru belirlenmesi ülkeye gelecek yabancı sermayenin yapısal yönünü de belirler. Aşırı değerlenmiş ulusal kur daha çok spekülasyon nitelikte dış sermayeyi ülkeye çekecektir. Kısa vadede kar alma güdüsü ile hareket eden bu tarz bir küresel akımın ilk spekülasyon atakla yurt dışına çıkma eğiliminde olması doğaldır. Dengeli bir kur sisteminde ise yabancı sermaye ülkeye doğrudan yatırım amacıyla daha uzun vadeli gelme eğiliminde olacaktır. Bu ise ulusal ekonominin büyümesinde motor görevi görecektir.

Sıcak para ile mücadelede temel hareket noktası bu nedenle döviz kuru üzerinedir. Kurun rejimi ve yabancı döviz türlerine karşı değerinin belirlenmesi sıcak para ile mücadelede temel etkidir. Bu nedenle hem vergi politikaları hem de para politikaları kur düzeyinin arzu edilen noktada kalması çabasına yöneliktir.

Yeni finansal krizlerin olmaması veya olabilecek krizlerin derinleşmemesi açısından döviz piyasalarında alınabilecek önlemler aşağıdaki başlıklar altında sunulmuştur.

#### 4.4.2.1 İşlemlerin vergilendirilmesi

Uluslararası finansal sistem küresel olduğundan, uluslararası sermaye akımlarına karşı getirilecek en iyi çözüm de küresel nitelikte olmalıdır. Bugünkü uluslararası finansal sistem içinde, tek bir ülkede uygulanan sermaye kontrollerini hem uzun süre uygulamak güç olmakta hem de idari olarak maliyetli olabilmektedir. Bu durum ülkelerin bireysel olarak sermaye kontrolleri uygulayamayacakları anlamına gelmemekle birlikte, küresel düzeyde uygulanacak sermaye kontrollerinin amaca ulaşmak bakımından daha etkin olacağını söylemek mümkündür. Küresel düzeyde işbirliğine dayalı kontrollerden en önemlisi, Tobin vergisi olarak bilinen, döviz işlemlerinden alınacak vergidir.

Tobin vergisine benzer bir uygulama Türkiye’de 1994 krizinde uygulanmıştır. Merkez bankası tarafından 1994 krizinde, bankaların pasifine giren döviz kredilerini mevduat munzam karşılığına tabi tutuldu. Ayrıca bir yıldan kısa vadeli olan kredilere Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) adıyla ek vergi konuldu. Fakat kredilerin çoğu ‘bir yıl bir gün vade kaydı’ ile gelerek vergiden kurtulmuştur. Mevduat munzam karşılığına tabi tutulanlar ise bu ek maliyeti kullanıcıdan faizi artırarak geri almıştır. Sonuç itibariyle bu iki önlem de beklenen etkiyi meydana getirememiştir.

Ülkemizdeki iç borç döngüsü Tobin Vergisi de dahil olmak üzere aşağıda belirteceğimiz birçok uygulamanın sadece biçimsel olması sonucunu doğurmaktadır. Devlet kağıtları üzerinden alınan stopaj bunun en güzel örneğidir. İç borçlanma ihtiyacı yüksek düzeyde kaldıkça doğrudan kamu borçlanmasına yönelik olan işlemlere konulan

vergi ve benzeri yükümlülükler faiz oranının yükselmesi ile sonuçlanmaktadır. Bu seçeneklerin her zaman sıcak paraya karşı bir uygulama olarak gündemde tutulması ekonomi yazını ve pratik uygulamaya kılavuz olması bakımından önemlidir. Ancak dış sermaye akışlarının kontrol altına alınması öncelikle ulusal ekonominin tasarruf seviyesinin yükselmesi ve dış kaynak ihtiyacının azalması ile ilintilidir.

#### **4.4.2.2 Kur rejiminin düzenlenmesi**

Sıcak para ile mücadele politikalarındaki temel noktanın döviz kuru ile ilgili rejimin düzenlenmesinde olduğu söylenebilir. Neticede ulusal enflasyon düzeyi yurtdışı paraların değer kazanması yada kaybetmesi uygulanan döviz kuru sistemi ile alakalıdır. İncelenen krizlerde görünen temel problem ulusal paranın bir şekilde daha değerli hale gelmesinin getirdiği arbitraj imkanlarıdır. Söz konusu arbitraj imkanı spekülatif ataklarla dövize hücum şeklinde krizle sonuçlanmaktadır.

Türkiye ekonomisinde son dönem tecrübelerimiz serbest piyasa mantığı çerçevesinde dövizin fiyatının serbest olarak piyasada belirlenmesinin daha doğru bir yöntem olacağını bize göstermiştir. Bu yöntemin de başka bir riski mevcuttur. İşleyiş olarak serbest görünen kur rejimi piyasalardaki derinliğin az olması siyasi otoritenin örtülü bir şekilde de olsa düşük kur politikalarına göz yumar bir davranış içinde olması fiili durum olarak düşük kur rejiminin devamı anlamına gelebilir. Böyle bir sarmal nihayetinde yine krizlere davetiye çıkarabilir.

Esasen serbest kur rejiminin sağlıklı çalışabilmesini temin bakımından derinleşmiş sermaye piyasaları ve çok güçlü bir bankacılık yapısı şarttır. Son küresel kriz Türkiye’de bankacılık sektörünü 2001 yılında alınan derslerle nispeten daha kuralcı ve denetim altında olduğunu göstermiştir. Piyasalardaki derinlik şartı sağlanamamış olsa da küresel likiditenin

ulusal ekonomiye enjekte edildiği en önemli nokta olan bankalar bakımından riskin daha kontrol edilebilir bir düzeyde tutulduğu anlaşılmaktadır.

#### **4.4.2.3 Katlı Döviz Kuru Uygulanması**

Mevcut kur rejimi uygulamalarında farklılaştırma yapılabiliriyorsa böyle bir yönetime gidilebilir. Reel piyasalar için farklı bir kur uygulaması dış ticaret açığı giderici etkilerde bulunabilir. Böylelikle sıcak para girişinin cari denge üzerinde yaratacağı baskı azaltılmış olacaktır.

Ancak ülkemiz şartlarında hangi sektörlere ne şekilde ayrı döviz kuru uygulaması yapılacağını netleştirmek zordur. Ayrıca sermaye piyasaları ile reel sektör arasında farklılaştırmanın yeni bir illegal arbitraj imkanı sağlamayacağı da kestirilemez. Bu nedenle, katlı döviz kuru uygulamasının ülkemizde zor olduğunun söylemek mümkündür.

#### **4.4.2.4 Uluslararası Bankacılık Denetiminin Arttırılması**

2001 krizi Türkiye’de bankacılık sektörü ile başlayan ancak reel sektörle genişleyerek derinleşen bir kriz olmuştur. Birçok bankanın TMSF bünyesine alınması ile sonuçlanan bu krizin getirdiği ortamda bankacılık regülasyonu kökünden değişmiştir. Öz sermaye yapıları güçlendirilen bankalar sıcak paraya dayalı düşük kur yüksek faiz sarmalını ayırmaya ve tüketim ile yatırımı teşvik eden bir yapıya teşvik edilmiştir.

Bu dönemde bankalarla ilgili yapılan düzenlemeler sektörde ciddi bir konsolidasyon getirmiştir. Birçok orta ölçekli banka hem ulusal hem de uluslararası zorunluluklar nedeniyle birleşme, satın alma ve devir işlemleri ile tanışmışlardır. Kredi vermenin derecelendirmeye bağlanması zorunluluğu getiren basel



kriterleri ağırlığını sektörde hissettirmiştir. Bu yeniden yapılanma güçlü ekonomiye geçiş modeli ile beraber bankalara sıkıntılı ama güçlenmeye yarayan bir süreç yaşatmıştır.

Küresel likidite krizi 2008 yılından itibaren Dünyanın gelişen ve gelişmekte olan piyasalarında yansımalarını bulurken ülkemiz ekonomisi “nispeten” yumuşak bir süreç geçirmiştir. Bununla beraber üretime tam destek sağlamak bakımından ülkemiz bankalarının halen çok efektif çalıştığını söyleyemeyiz. Günümüz Türkiye’inde dalgalı olarak tabir edilen serbest kur uygulaması yürürlükte olsa da bankalarımızın halen hazine işlemleri vasıtasıyla ve çeşitli devlet tahvillerini portföyünde tutarak örtülü bir biçimde düşük kur yüksek faiz politikasından faydalandığını görmekteyiz. Küresel ekonomideki kırılmalıklar özellikle bu tip pozisyon taşıyan bankaları likidite sorunu ile karşı karşıya bırakabilmektedir.

Küresel likiditenin ulusal ekonomiye giriş ve çıkışında önemli rol oynayan bankalarda özellikle sermaye yükümlülük rasyoları düzenleyici kurumlar tarafından sürekli kontrol altında tutulmaktadır. Basel 2 kriterlerinin tam uygulanmasını temin için bankalar kendi kurullarının oluşturmuşlar çalışmalarını devam ettirmektedirler. Son küresel krizin Türkiye ekonomisinde tahripkar sonuçlar üretmemesini bir bakıma 2001 yılından sonra bankacılık sektöründe yapılan düzenlemeler olduğunu söyleyebiliriz.

#### **4.4.2.5 Market Kapama Uygulamaları**

Market Kapama uygulamaları döviz piyasaları başta olmak üzere tüm finansal marketlerde spekülasyon ataklarının olduğu dönemlerde işlemlerin durdurulmasını ifade eder.

Bu durum sermaye çıkışını kriz zamanlarında engellemeye yönelik bir tedbirdir. Amaç spekülative atakla yurtdışına çıkmaya hazırlanan küresel sermayenin ülke ekonomisinde bir süre daha durarak krizin denge durumuna dönüşümünün beklenmesini sağlamaktır.

Son dönem küresel krizde Rusya borsası başta olmak üzere bazı borsalarda uygulandığını görüyoruz. Hisse senedi değer kayıplarının belli oranların üzerine çıkması, derinliğin kaybolması ve işlemlerin panik hal alması durumunda bu yöntem uygulanmaktadır. Ancak Türkiye’de 1999 Adapazarı depremi dışında bu tarz bir kesinti yaşanmamıştır. O dönemde yaşanan bu kesintinin nedeni de, küresel bir spekülative atak değil ülke çapında yaşanan yas halidir.

Sermaye piyasaları özünde likiditeyi sağlamak temelinde oturmuş piyasalardır. Oluşan fiyatların ne ortamda oluştuğuna bakılmaksızın o gün için gerçek fiyat olduğu varsayılır. Bu nedenle likiditenin kaybedilmesi piyasa etiği bakımından kabul edilebilir bir durum değildir. Bununla beraber Market Kapama uygulamaları çok büyük kriz zamanlarında ekonomi otoritesinin mevcut yatırımcıları kızdırma pahasına alabileceği bir önlem olarak görülmektedir.

Görüldüğü gibi sıcak para ile mücadele tek boyutlu bir çözüm bulunmamaktadır. Teorik bölümde bahsedilen doğrudan mücadele yöntemleri son bölümde irdelediğimiz sıcak para ile mücadelede politik yön sebebi ile uygulama dışında kalmaktadır. Ancak ülkelerin çok ciddi buhranlar yaşadıkları dönemlerde bu tip yöntemlere de başvurması mümkündür. Bunu istisna olarak kabul edersek sıcak para ile mücadelenin özünde uluslararası bir sorun olmakla beraber çözümlerin ulusal düzeyde bulunmak zorunda olduğunu da belirtmeliyiz. Neticede küresel sermayeye ihtiyaç duyan ekonomi bir şekilde bunun olası zararlarından kendini koruyacak formülleri de bulmalıdır.

Basitçe bir anlatımla iyi düzenlenmiş bir bankacılık sektörü, riski doğru algılanmış bir kur politikası sıcak para ile mücadelede ayrılmaz bir ikilidir. Bir yandan ulusak ekonomiye sermaye girişini teşvik edici kanalların oluşturulması bir yandan da sermaye çıkışını bir panik havasına sokmadan çözümleyebilecek bir kur yapısı tesis edilmelidir.

## **4.5 Kısa Vadeli Sermaye Girişi Hakkında Model Denemeleri**

### **4.5.1 Sermaye Girişi Karar Modeli**

#### **4.5.1.1 Modelin Amacı**

1980'li yıllardan itibaren gittikçe artan sayıda gelişmekte olan ülke, ulusal finans piyasalarının olası avantajlarından yararlanmak amacıyla dış sermaye akımlarına açılmışlardır.Çalışmada öncelikle kısa vadeli sermaye girişine etki eden makro ekonomik değişkenler incelenmiştir. Temel alınan değişkenlere bağlı olarak kısa vadeli sermaye girişi karar modeli oluşturulmuştur.<sup>333</sup>Daha sonra model için öncelikle ülkelerin temel değişken değerleri ile Türkiye'nin değerleri karşılaştırılmış ve karşılaştırma matrisi elde edilmiştir. Ardından karşılaştırma matrisi yardımıyla karar matrisi elde edilmiş ve sonuç olarak; Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişi optimizasyonu için temel kriterler ve izlenmesi gereken politikalar konusunda öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

Sermaye akımlarının ve özellikle de kısa vadeli portföy yatırımı amaçlı sermaye akımlarının son otuz yıl içerisinde büyük bir hacme ulaşması gelişmiş ülkelerin

---

<sup>333</sup> Aksaraylı M., Tuncay Ö., **Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği**, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 24, Sayı:1, 2009.

yatırımcıları ile finans kurumlarının gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarına girmesiyle birlikte gerçekleşmiştir. Bu genişlemede gelişmekte olan ülkelerin kalkınma için ihtiyaç duydukları fonları gelişmiş ülkelere sağlamak amacıyla kambiyo işlemleri ile sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırması ve yüksek getiri olanakları sağlaması etkili olmuştur.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ideolojik temelinde zengin ya da yoksul bütün ülkelerin bundan kazanç sağlayabileceğini savunan neo klasik ekonomik paradigmaya dayalı görüşler yer almakta; ancak söz konusu kazançların gelişmekte olan ülkelerdeki finansal krizler şeklindeki maliyeti gözden kaçabilmektedir. Nitekim, sermaye hareketlerinin gelişmiş ülkelerde portföy çeşitlendirmesi ve finansal yatırımlar için yüksek getiri sağlaması gibi avantajları; gelişmekte olan ülkelerde etkin piyasalar aracılığıyla sermayenin optimal dağılımını sağlamanın yanı sıra hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskılar, reel kurun değerlenmesi ve cari açıklar gibi makro ekonomik istikrarı bozucu etkileri de beraberinde getirebilmektedir.

#### **4.5.1.2 Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Girişi Karar Modeli**

Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri; faiz oranı, enflasyon oranı ve döviz kurlarındaki değişimin bir fonksiyonu olarak kabul edilerek kısa vadeli sermaye hareketlerinin optimizasyonuna dayalı bir model oluşturulmuştur. Faiz oranının sermaye akımlarının gelişiminde temel bir role sahip olduğu düşünülmüştür. Kısa vadeli sermaye akımları aşağıda belirtilen değişkenlerin bir fonksiyonu olarak kabul edilmiştir.

$$\text{Kısa Vadeli Sermaye} = f(\text{faiz oranı}, \text{enflasyon oranı}, \text{kur değişimi}) \quad (1)$$

Bu bağlamda herhangi bir ülkenin faiz oranını yükselttiği takdirde ülkeye giren sermaye miktarının artacağı kabul edilmiştir. Yine, döviz kurlarının değişmemesi ya da ulusal paranın değer kazanmasının sermaye hareketlerini teşvik edeceği; enflasyonun düşük olmasının ise ulusal paradaki aşırı değerlenmeyi önleyerek ülkenin dış rekabet gücünü korumayı ve böylece mevcut dış dengesizliğin daha uzun süre devam ettirilebilmesi imkânını sağlayacağı kabul edilmiştir.

Tablo 1’de ülkelerin kısa vadeli sermaye girişi için temel kriterlere ilişkin 2005 yılı verileri verilmiştir. Verilerin seçiminde OECD tarafından yapılan gruplandırma çerçevesinde sermaye girişinin yoğunlaştığı gelişen piyasalar dikkate alınmış; analizin mümkün olduğunca yeni veriler ile yapılabilmesi için 2005 yılına ilişkin veriler kullanılmıştır.

Analizde temel olarak seçilen ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye girişi miktarlarına bağlı olarak Türkiye’nin kısa vadeli sermaye girişinin optimizasyonunu sağlayacak faiz, enflasyon ve kur değişimi kriterleri oranları elde edilmiştir. Tablo 1’de 2005 yılı portföy sermayesi milyar dolar olarak kısaltılmıştır. Ülkelere ait 2005 yılı portföy sermayesi değeri eğer pozitif bir değer ise 2005 yılı sermaye girişini eğer negatif bir değer ise sermaye çıkışını ifade etmektedir. Bu amaçla bir karar modeli oluşturularak, ilgili modelde yatırımcıların ülke tercihi söz konusu üç değişkeni dikkate aldığı kabul edilmiş; her bir değişkenin sermaye hareketlerinin açıklanmasında eşit derecede belirleyici olduğu varsayılmıştır. Çalışmada, tüm ülkelere giren toplam sermaye miktarının belirleyici faktörlerin birinde, bir kısmında ya da tamamında meydana gelecek değişiklikler karşısında yer değiştirebileceği esas alınarak böyle bir durumun diğer ülkeler ile birlikte Türkiye’ye nasıl yansıtacağı araştırılmaya çalışılmıştır.

### Kısa Vadeli Sermaye Girişi İçin Karşılaştırma Matrisi

Ele alınan ülkelerin faiz, enflasyon ve kur değişimi oranları ile Türkiye'nin ilgili oranları arasındaki ilişkiye dayanan matris elde edilmiştir. Matris Türkiye ve diğer ülkelerin ilgili değişken değerlerinin farkları alınarak oluşturulmuştur.

$\Delta fi$  : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki faiz oranı farkını

$\Delta ei$  : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki enflasyon oranı farkını

$\Delta ki$  : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki kur değişimi farkını göstermektedir. (i= 1,2,...16; Diğer ülkeler)

$$\Delta fi = (\text{Faiz Oranı})_i - (\text{Faiz Oranı})_{\text{Türkiye}} \quad (2)$$

$$\Delta ei = (\text{Enflasyon Oranı})_i - (\text{Enflasyon Oranı})_{\text{Türkiye}} \quad (3)$$

$$\Delta ki = (\text{Kur Değişimi})_i - (\text{Kur Değişimi})_{\text{Türkiye}} \quad (4)$$

5 nolu eşitlik olan ; kısa vadeli sermaye girişi için “*karşılaştırma matrisi*” olarak tanımlanmıştır. Matris; faiz, enflasyon ve kur değişimi farklarında oluşmaktadır ve açık formu 6 nolu eşitlikte görüldüğü gibidir.

$$\Delta K = [\Delta_{f_i} \quad \Delta_{e_i} \quad \Delta_{k_i}]_{1 \times 3} \quad (5)$$

$\Delta_{f_i}$	$\Delta_{e_i}$	$\Delta_{k_i}$	No	Ülkeler
-12,5	-6,4	-5,4	1	Çin
-12,6	-5,1	-6,1	2	Malezya
-4,9	2,3	-15	3	Endonezya
-13,3	-3,7	-6,4	4	Tayland
-14	-6,3	-13,7	5	Çek Cum.
-9,5	-4,6	-4,9	6	Macaristan
-12,1	-6	6,5	7	Polonya
-9,47	1,5	-2,4	8	Rusya
-11,6	1,4	-5,7	9	Arjantin
-1,02	-1,3	5,5	10	Brezilya
-11,8	-5,1	2,6	11	Şili
-4,6	7,7	-16,9	12	Venezuela
-9	-4,2	-11	13	Meksika
-6,1	3,2	0,6	14	Mısı
-5,4	-2,2	-9,1	15	Hindistan
-8,96	-3,6	-12,8	16	G. Afrika Cum.

(6)

matrisinde,değişkenine ilişkin negatif değerler ilgili değişken değerinin Türkiye’de daha yüksek olduğunu diğer bir deyişle Türkiye’nin daha avantajlı olduğunu göstermektedir. 6 nolu eşitlik olan değişkenine ilişkin negatif değerler ise enflasyon oranı açısından Türkiye’nin daha dezavantajlı olduğunu ve son olarak da değişkeni açısından negatif değerler Türkiye’de ulusal paranın diğer ülkeye nazaran ABD Doları karşısında daha fazla değer kazandığını ifade etmektedir. Buna göre Türkiye’nin Çin karşısında faiz

oranı % 12.5 daha yüksek; enflasyon oranı Çin'den % 6.4 daha yüksek ve ulusal parası ise Çin ulusal parası karşısında % 5.4 oranında fazla değer kazanmış olacaktır. Ülkeler arası kısa vadeli sermaye hareketleri için ülkelere ait portföy yatırım miktarı değerlerinin mutlak değeri (milyar dolar) alınmıştır. Çalışmada kullanılan hesaplamalarda kullanılan P matrisi mutlak portföy değerlerini göstermektedir. 7 nolu eşitlik P matrisini ve ilgili değerleri göstermektedir.

$P =$	Mutlak Portföy		No	Ülkeler	(7)											
	19,00	0,90	0,20	5,30		1,50	0,00	1,30	0,20	0,00	6,50	1,70	0,10	3,40	0,70	12,20

### Kısa Vadeli Sermaye Girişi İçin Karşılaştırmalı Karar Matrisi

Türkiye'nin kısa vadeli sermaye girişi modeli için, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler karşılaştırılarak elde edilen fark verileri Türkiye'nin diğer ülkeler göre avantajlı olup olmadığı açısından değerlendirilmiştir. Türkiye'nin avantajlı olduğu durumlar için "1", dezavantajlı olduğu durumlar için "0" olarak tanımlanan "*karar matrisi*" elde edilmiştir. Kısa vadeli sermaye girişi oluşturulan karar matrisi ve kullanılan kavramlar 8, 9, 10 ve 11 nolu eşitliklerde ifade edilmiştir.



Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki faiz oranı üstünlük katsayısını, Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki enflasyon oranı üstünlük katsayısını,  $i_e a$

Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki kur değişimi üstünlük katsayısını  $i_k a$  göstermektedir.

$$a_{f_i} = \begin{cases} 1 & \Delta_{f_i} < 0 \text{ ise} \\ 0 & \Delta_{f_i} \geq 0 \text{ ise} \end{cases} \quad (8)$$

$$a_{e_i} = \begin{cases} 1 & \Delta_{e_i} > 0 \text{ ise} \\ 0 & \Delta_{e_i} \leq 0 \text{ ise} \end{cases} \quad (9)$$

$$a_{k_i} = \begin{cases} 1 & \Delta_{k_i} < 0 \text{ ise} \\ 0 & \Delta_{k_i} \geq 0 \text{ ise} \end{cases} \quad (10)$$

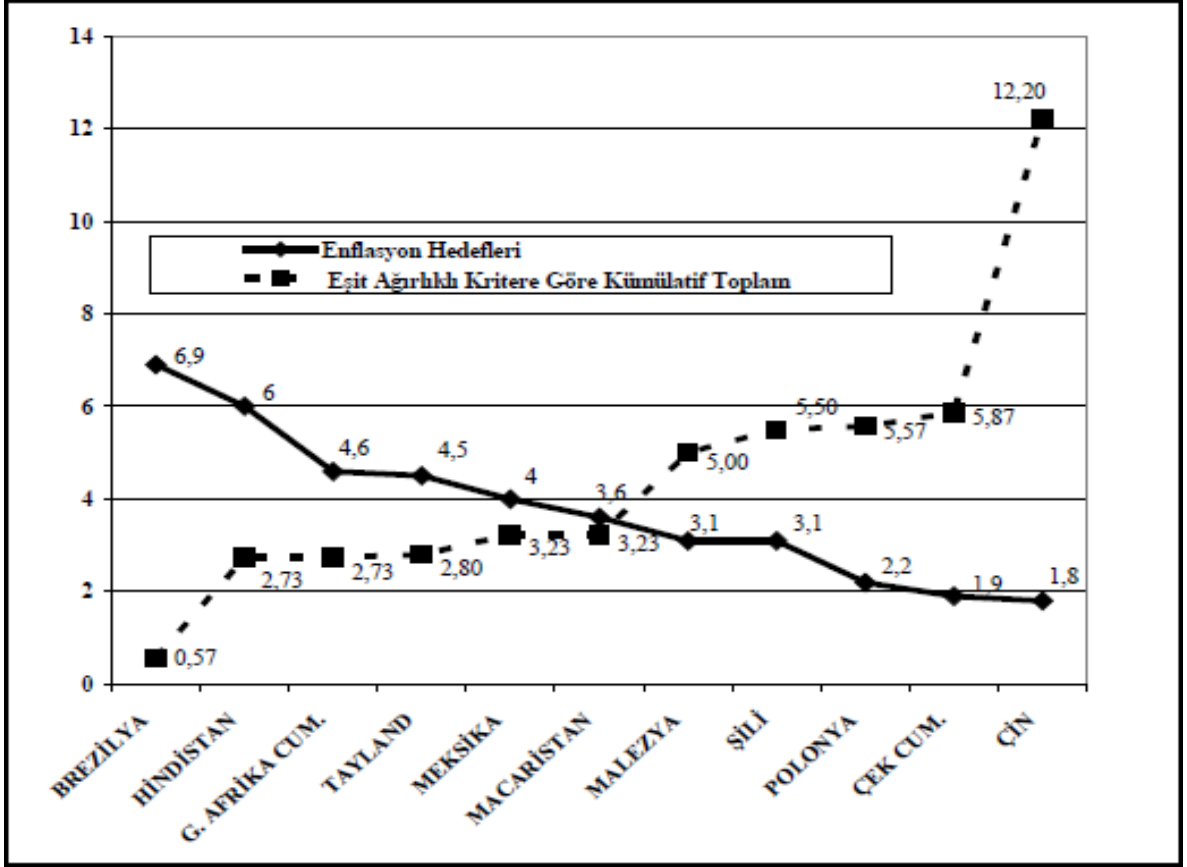
$A =$	$\overset{a_{f_i}}{\uparrow}$	$\overset{a_{e_i}}{\uparrow}$	$\overset{a_{k_i}}{\uparrow}$	$\underbrace{\text{No}}_1$	$\underbrace{\text{Ülkeler}}_{\text{Çin}}$	(11)
	1	0	1	1		
	1	0	1	2	Malezya	
	1	1	1	3	Endonezya	
	1	0	1	4	Tayland	
	1	0	1	5	Çek Cum.	
	1	0	1	6	Macaristan	
	1	0	0	7	Polonya	
	1	1	1	8	Rusya	
	1	1	1	9	Arjantin	
	1	0	0	10	Brezilya	
	1	0	0	11	Şili	
	1	1	1	12	Venezuela	
	1	0	1	13	Meksika	
	1	1	0	14	Mısır	
	1	0	1	15	Hindistan	
1	0	1	16	G. Afrika Cum.		

11 nolu eşitlikte Türkiye'nin faiz oranı kriteri açısından diğer tüm ülkelerden avantajlı olduğu; enflasyon oranı açısından büyük ölçüde dezavantajlı olduğu, ulusal para TL'nin ise genelde aşırı değerlendirildiği görülmektedir. Nitekim 16 ülke içerisinde Türkiye, 12 ülke karşısında döviz kuru kriteri açısından daha avantajlı durumdadır. Fakat enflasyon kriteri açısından bakıldığında sadece 5 ülke karşısında avantajlı iken, faiz oranı yönünden diğer bütün ülkelerden avantajlı durumdadır.

Şekil 1'de verilen grafikler dış piyasalardan sermaye girişini artırabilmek amacıyla Türkiye'nin ilgili değişkenlerinin hangi seviyede olması gerektiğinin tespitine yönelik olarak elde edilmişlerdir.

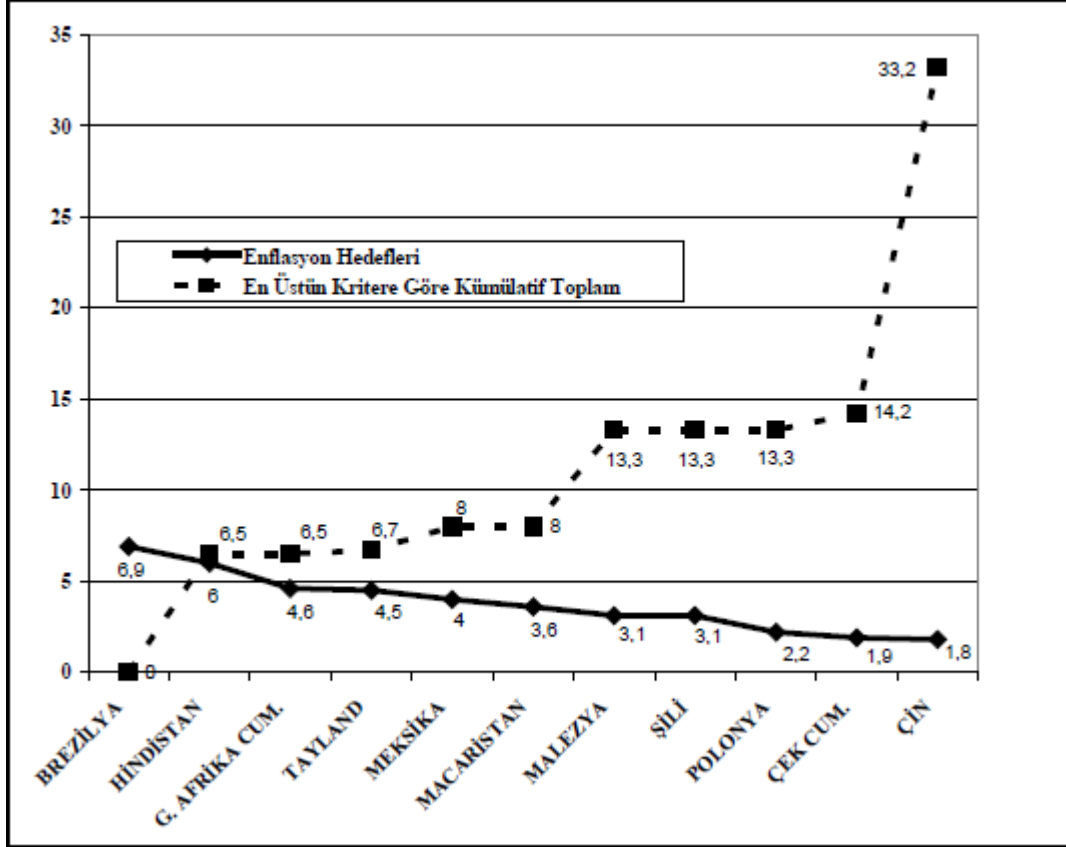
Aşağıdaki şekilde enflasyon hedef değerlerinin gerçekleşmesi sonrasında kısa vadeli sermaye girişi için ele alınan değişkenlerin eşit ağırlıkta olduğu yaklaşımını ele alan kritere göre gerçekleşecek kısa vadeli sermaye girişi grafik üzerinde gösterilmiştir. Şekil 1'den de görüldüğü gibi enflasyon hedefinin Brezilya'nın hedefi olan 6,9 ve ardından Hindistan'ın hedefi olan 6,0 oranına ulaşması sermaye girişini önce 0,57 ardından 2,73 milyar dolar düzeyinde arttıracaktır. Daha sonraki hedef enflasyon değerlerinde Çek Cumhuriyeti'nin 1,9 ve Çin'in enflasyon oranı olan 1,8 değerlerine kadar kısa vadeli sermaye girişindeki artış miktarının birbirine yakın ve doğrusal şekilde

gerçekleştiği görülmektedir. Ancak Çin'in enflasyon oranı olan 1,8'in gerçekleşmesi ani bir yükselmeye 12,20 milyar dolarlık bir kısa vadeli sermaye girişi sağlayacaktır.

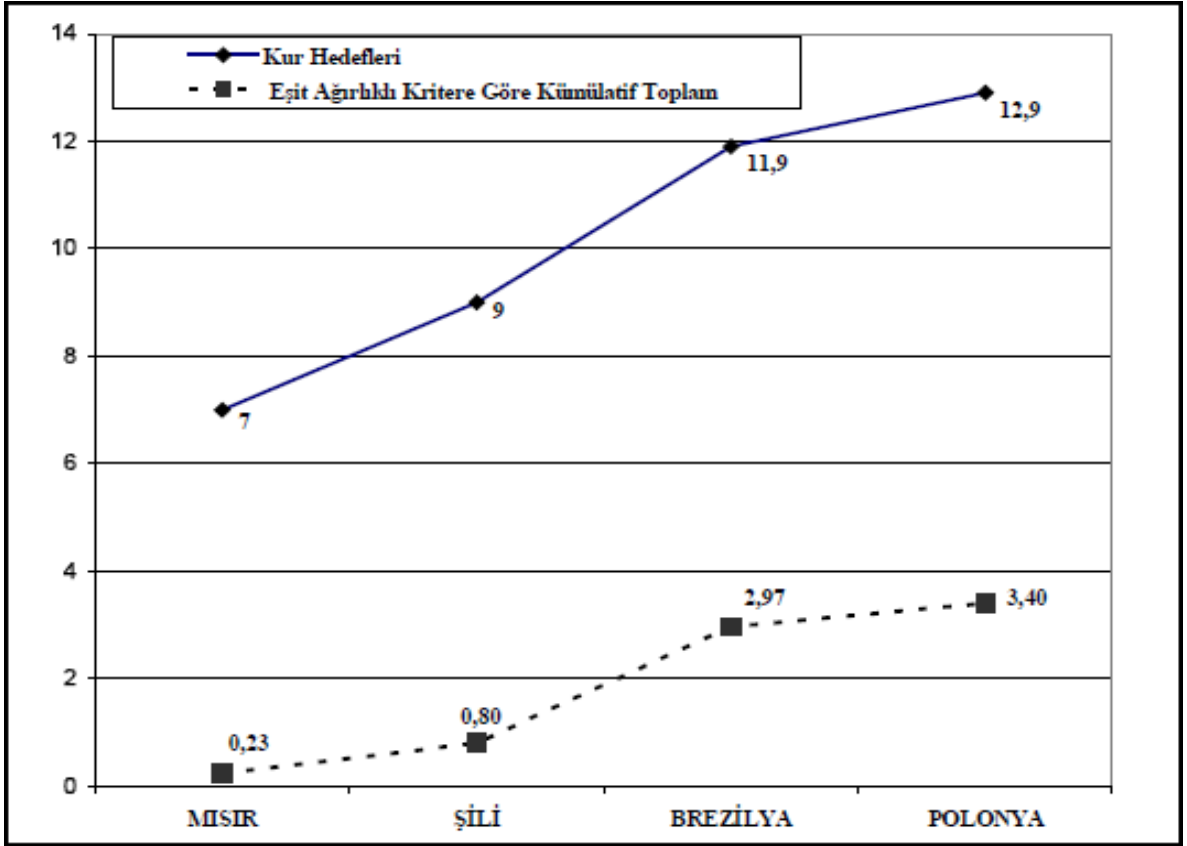


Şekilde enflasyon hedef değerlerinin gerçekleşmesi sonrasında kısa vadeli sermaye girişi için ele alınan değişkenin diğer değişkenlere göre en üstün olduğu yaklaşımını esas alan kritere göre gerçekleşecek kısa vadeli sermaye girişi grafik üzerinde gösterilmiştir. Aşağıda bulunan şekil ise enflasyon oranının kısa vadeli sermaye girişi için en üstün kriter olduğu yaklaşımına göre oluşturulmuştur. Görüldüğü gibi enflasyon hedefinin Çek Cumhuriyeti'nin hedefi olan 1,9 ve ardından Çin'in hedefi olan 1,8 oranına ulaşması sermaye girişini önce 14,2 ardından 33,2 milyar dolar düzeyinde arttıracaktır. Daha önceki hedef enflasyon değerlerinde Çek Cumhuriyeti'nin 1,9 ve Çin'in enflasyon oranı olan 1,8

değerlerine kadar kısa vadeli sermaye girişindeki artış miktarının birbirine yakın ve doğrusal şekilde gerçekleştiği görülmektedir.

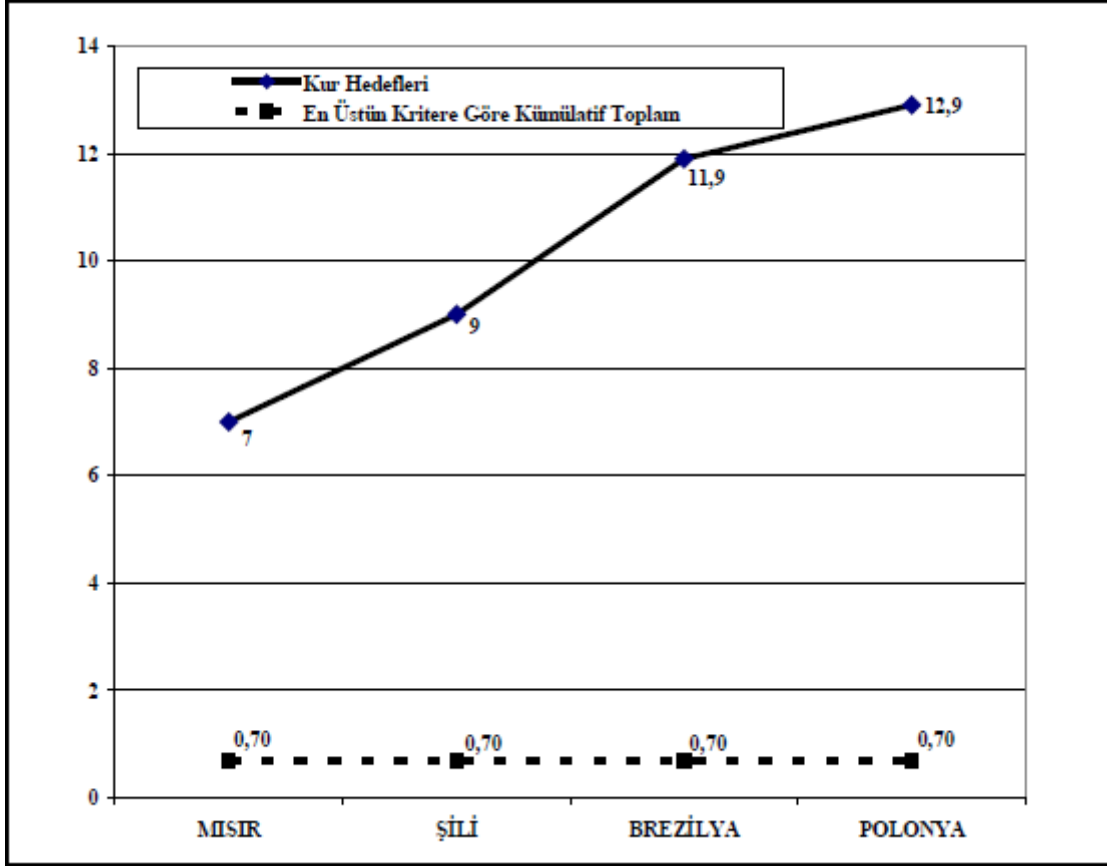


Tablo 13. En Üstün Kritere Göre Enflasyon Hedeflemesinin Kısa Vadeli Sermaye Girişine Etkisi



Yukarıdaki şekilde kur oranı değerlerinin gerçekleşmesi sonrasında kısa vadeli sermaye girişi için ele alınan değişkenlerin eşit ağırlıkta olduğu yaklaşımını esas alan kritere göre gerçekleşecek kısa vadeli sermaye girişi grafik üzerinde

gösterilmiştir. İlk şekilde de görüldüğü gibi kur oranı hedefinin Mısır, Şili, Brezilya ve Polonya hedefi olan sırasıyla 7; 9; 11,9 ve 12,9 oranına ulaşması sermaye girişini kümülatif olarak sırasıyla 0,23; 0,80; 2,97 ve 3,40 milyar dolar düzeyinde arttıracaktır.



Kur oranı değerlerinin gerçekleşmesi sonrasında kısa vadeli sermaye girişi için ele alınan değişkenin diğer değişkenlere göre en üstün olduğu yaklaşımını esas alan kritere göre gerçekleşecek kısa vadeli sermaye girişi grafik üzerinde gösterilmiştir. Kur oranı hedefinin Mısır, Şili, Brezilya ve Polonya hedefi olan sırasıyla 7; 9; 11,9 ve 12,9 oranına ulaşması sermaye girişini kümülatif olarak 0,70 milyar dolar arttıracaktır. Dolayısıyla ilgili kriter temel alındığında kur hedefinin Mısır'ın kur oranına (% 7) eşit olmasının hedefleri gerçekleştireceği söylenebilir.

#### 4.5.1.3 Karar Modelinin Değerlendirilmesi

Doğrudan yatırımların gelişmekte olan ülkelerin kalkınma çabalarına sağladığı katkılar yönünden çok büyük görüş ayrılıkları olmamasına ve ülkeye yönelik doğrudan yatırımlarda etkili olan faktörler üzerinde yoğunlaşılmasına karşın kısa vadeli sermaye hareketleri konusunda literatürde ciddi tartışmalar bulunmaktadır. Çoğunlukla yüksek getiri odaklı olan bu tip sermaye akımları; özellikle finans piyasalarının yeterince gelişmemiş olduğu ülkelerde tetiklediği ve etkileri uzunca süreler devam edebilen para krizleri ile bunun reel ekonomi üzerinde yarattığı zincirleme tahribatlar yönünden sert eleştirilere konu olmaktadır. Yüksek yatırım oranı ihtiyacı içinde olan; ancak bunu karşılayabilecek düzeyde sermaye birikimine sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerde, finansman maliyeti nispeten yüksek olan bu tip sermaye akımları, sabit sermaye stoğuna ilave şeklinde yeni yatırımların finansmanına imkan veriyorsa ve ilgili ülkelerde hükümetler istikrarlı makro politikalar izleyerek finansal sistemin denetim ve gözetimi konusunda kararlı bir tavır alıyorsa borç ödeme kapasitesini artıracığından ülke açısından yararlı olacağı söylenebilecektir.

Nitekim hazırlanan çalışmada içerisinde barındırdığı risklere rağmen kısa vadeli sermaye akımlarının optimizasyonuna yönelik olarak oluşturulan karar modeli çerçevesinde, belirleyici olduğu kabul edilen değişken değerlerinin farkları alınarak bir karar matrisi elde edilmiştir. Karar matrisine dayalı olarak, ithal edilebilecek olası sermaye miktarı araştırılmaya çalışılmıştır.

Türkiye'nin enflasyon oranı açısından diğer ülkeler karşısında oldukça dezavantajlı olmasına karşın faiz ve kur değişimi açısından son derece avantajlı bir konuma sahip olduğu görülmektedir. Ancak, Türkiye'nin yurt dışı fon sahiplerine yüksek getiri oranı vaat etmekle birlikte aynı zamanda dış rekabet gücünü kaybederek cari işlemler açığını daha hızlı artırdığı ve gelecekte ani fon çıkışlarına bağlı olarak finansal kriz ile karşılaşabileceği anlamına da gelebilecektir.



Çalışmada kısa vadeli sermaye girişinin getiri maksimizasyonuna dayalı bir optimizasyon denemesi yapılmasının sebebi; tasarruf açığını doğrudan yabancı yatırımlar yoluyla kapatamayan Türkiye gibi ülkelerin uygulayacakları ekonomi politikaları ile bu akımları sabit sermaye yatırımına dönüştürebilme olanağının bulunduğu düşüncesidir. Şöyle ki, yüksek büyüme hızına ulaşma ihtiyacı ve baskısı altında bulunan gelişmekte olan ülkelerin ilgili değişkenleri kontrol edip yönlendirerek ve ülkeye giren fonların doğrudan yatırımlar da kullanılması için gerekli tedbirleri alarak hem riskleri aza indirme hem de kalkınma çabaları için gerekli fonları sağlama imkanına kavuşması mümkün olabilecektir. Belirtmek gerekir ki yatırımcıların sadece kullanılan değişkenleri dikkate alarak yatırım kararı vereceklerini ve ilgili ülkelerin söz konusu değişkenler açısından durumlarına göre tüm fonları ülkelere çekebileceklerini kabul etmek doğru olmayacaktır. Çünkü yatırımcıların risk algılamaları ve değerlendirmeleri en yüksek kazanç vaat eden ülkelere fonların akmasını engelleyebilecektir. Ancak finans piyasalarının gittikçe artan oranda entegrasyonu ve sermaye transferlerini teşvik edici düzenlemelerin yaygınlaşması ile modelde kullanılan değişkenlerin sermaye akımlarını belirleme gücünün yüksekliğine ilişkin yapılmış analizler dikkate alındığında modelin sermaye hareketlerinin optimizasyonuna yönelik yeni bir yaklaşım getirdiği ifade edilebilecektir.

#### **4.5.2 Sermaye Hareketlerini Açıklamaya İlişkin Model Denemesi (1992- 2008)**

##### **4.5.2.1. Modelin Amacı**

Kurulan ekonometrik modelin amacı, tez konusu olan kısa vadeli sermayenin Türkiye ekonomisine hangi parametreler eşliğinde, ne büyüklükte girdiğinin tespit edilmesi ve buna uygun çözüm önerilerinin üretilmesidir.

Bu amaçla, veri seti olarak temel makroekonomik parametreler ele alınmıştır. Modelin çıktısı kısa vadeli sermaye olmak üzere gayri safi milli hasılanın artış hızı, döviz kuru, cari hesaplar, doğrudan yatırım, portföy yatırımları, faiz ve enflasyon oranı bağımsız değişken olarak tespit edilmiştir.

İlgili parametrelerin 1992 yılından 2008 yılına kadar olan değerleri modele işlenmiş ve bağımlı değişkene etkileri başka bir deyişle beta katsayıları tespit edilmiştir. Bu katsayılar tespit edilirken öncelikli olarak doğrusal bir regresyon analizi yapılmış ve çeşitli varsayımlar yapılmıştır. İlgili varsayımları veri seti tablosunu takiben incelenebilir.

Beta katsayılarının tespitinde iki ana model kullanılmıştır. Bunlardan birincisi sıradan en küçük kareler modeli (SEK) olmuştur. Tahmini fonksiyon ortaya çıkarılmış, ilgili veriler test edilerek elde edilen beta katsayılarının modeli ne seviyede açıkladığı sınanmıştır. Bu sınama yapılırken 1995 ve 2005 yılı verileri kullanılmıştır.

Beta katsayılarının tespitinde kullanılan ikinci yöntem ise ağırlıklı en küçük kareler (AEK) modeli olmuştur. Bu modelde elde edilen veriler ve kurulan fonksiyon çalışmaya eklenmiştir.

Modelin sonuç bölümünde ise olası tedbirlerin hangi ekonomik parametrelere uygulanması gerektiği konusunda bir değerlendirme yapılacaktır.

#### **4.5.2.2 Kullanılan Değişkenler**

Data setinde kullanılan bağımsız değişkenlerin ulusal ekonomiye sermaye girişinde etkili olan parametreler olmasına dikkat edilmiştir.

GSMH: Ulusal ekonominin büyüme hızı yabancı sermayeyi cezbedici bir özellik göstermektedir. Büyüyen ekonomilerin daha yüksek düzeylerde dış sermaye girişine tabi olduğu düşünülmektedir.

Döviz Kuru: Döviz kurunun düzeyi, uygulanan rejim enflasyon ve diğer makro ekonomik büyüklüklere uygun bir artış içinde olup olmadığı özellikle kısa vadeli sermayeyi birinci derecede etkileyen unsurlardan biridir. Yapılacak modelde döviz kuru üzerinde yapılan çalışmaların ve spekülasyonların ne derecede önemli olduğu konusu bağımlı değişkene etkisi oranında anlaşılacaktır.

Cari hesaplar: Cari işlemler hesabında, ülkenin diğer ülkelerle gerçekleştirdiği mal ve hizmet işlemleri yer alır. Cari işlemler hesabı çeşitli alt hesaplardan oluşur. Bu hesapta gerçekleşen açıkların ne şekilde finansmanının yapıldığı önemlidir. Başka bir deyişle bu hesaptaki değişiklikler ülkenin yurtdışından sermaye ihtiyacını belirleyebilir.

Doğrudan Yatırım: Yurtdışındaki yerleşiklerin ulusal ekonomi bünyesinde doğrudan sermaye malı almak suretiyle yaptığı harcamaları ifade eder. Elbette dış sermayeden beklenen doğrudan yatırımların arttırılmasıdır. Doğrudan yatırımların kısa vadeli sermayeye ne derecede etkisi olduğu modelde incelenmiştir.

Enflasyon: Ulusal ekonominin enflasyon düzeyiyle ülkeye girişi söz konusu olan döviz kuru ülkesinin enflasyon farkı ve ilgili faiz hesaplamaları sermaye giriş tercihlerini doğrudan etkilemektedir. Aslında bu etkileme döviz kuru üzerinden dolaylı yolla olmaktadır. Ulusal ekonominin enflasyon düzeyi tutarınca artış göstermeyen döviz kuru dış yatırımcıları faiz düzeyiyle kur artışı arasındaki arbitraj imkanına yöneltmektedir.

Faiz: Ülkeye giren kısa vadeli sermaye için önemli referanslardan birisinin de ulusal faiz düzeyi olduğu düşünülmektedir. Neticede yurtdışı para ülke cari faiz düzeyinde değerlendirilmek üzere ulusal ekonomiye enjekte edilmektedir.

Portföy Yatırımları: Yatırımcıların faiz veya kâr payı sağlamak amacıyla bono, tahvil, hisse senedi gibi kıymetli evrakları toplamalarıdır. Devlet tahvillerinin alımı portföy

yatırımlarına bir örnektir. Bu yatırımların tutarı da kısa vadeli sermaye girişi üzerindeki etkisi incelenmektedir.

#### 4.5.2.3. Verilerin Belirlenmesi Ve Ekonometrik Modelin Kurulması

Oluşturulan ekonometrik model çerçevesinde, yukarıda açıklanan bağımsız değişkenlerin, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde ne derecede açıklayıcı oldukları incelenmiştir. Data seti Merkez Bankası arşivinden yararlanarak oluşturulmuş olup, 1992 - 2008 yılları arasındaki ilgili değişkenlerin aldıkları değerler çalışmaya dahil edilmiştir.

Kısa Vadeli Sermayeye dayalı ekonometrik modeli kestirebilmek için, yani  $\beta_1, \beta_2, \beta_3..$ 'in sayısal değerlerini bulabilmek için aşağıdaki zaman serisi verileri kullanılmıştır.

Dönem	Kısa Vadeli Sermaye(Y)	Döviz Kuru (X1)	Cari Hesaplar (X2)	Doğrudan Yatırımlar (X3)	Portföy Yatırımları(X4)	Enflasyon(X5)	Faiz((X6)	GSMH(X7)
1992	2376	0,0088	-974	-145	-36	61,4	4,20	6,4
1993	4141	0,0149	-6433	-243	264	60,3	74,80	8,1
1994	-4795	0,0391	-2631	-102	-542	149,6	5,56	-6,1
1995	8965	0,0617	-339	-272	-741	92,41	92,32	8
1996	3211	0,1080	-2437	-175	-517	80,31	93,77	7,1

<b>1997</b>	-44	0,2064	-2638	-142	-53	84,52	96,60	8,3
<b>1998</b>	-3348	0,3173	2000	-227	15	86,58	94,80	3,9
<b>1999</b>	4257	0,5452	-925	-167	89	68,80	45,38	-6,1
<b>2000</b>	-1318	0,6748	-9920	89	-434	39,00	56,56	6,3
<b>2001</b>	-19337	1,4525	3760	52	-694	68,50	70,02	-9,5
<b>2002</b>	-1669	1,6555	-626	-108	-835	29,70	55,92	7,9
<b>2003</b>	10152	1,4045	-7515	-440	-1207	18,40	25,51	5,9
<b>2004</b>	16638	1,3530	-14431	-799	-1195	9,30	20,44	9,9
<b>2005</b>	21830	1,3455	-22198	-850	-924	7,70	13,84	7,6
<b>2006</b>	7208	1,4165	-32193	-1053	-662	9,60	21,17	6,0
<b>2007</b>	2911	1,1715	-38311	-2100	383	8,39	16,63	5,0
<b>2008</b>	9202	1,5345	-41947	-2610	972	10,06	16,43	6,6

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/>

Ekonometrik modelimizi oluşturan parametreler şöyledir:

$X_1 = \text{Döviz Kuru}$

$X_2 = \text{Cari Hesaplar}$

$X_3 = \text{Doğrudan Yatırımlar}$

$X_4 = \text{Portföy Yatırımları}$

$X_5 = \text{Enflasyon}$

$X_6 = \text{Faiz}$

$X_7 = \text{Gsmh}$

$Y = \text{Kısa Vadeli Sermaye}$

Y bağımlı değişkeni ile 7 tane bağımsız değişken içeren ana kütle regresyon modelini şöyle yazabiliriz.

$$Y = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7)$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{“ARF: } Y_{(KVS)} = \alpha + \beta_1 X_1 \text{ (döviz kuru)} + \beta_2 X_2 \text{ (cari hesaplar)} + \beta_3 X_3 \\ \text{(doğrudanyatırımlar)} + \beta_4 X_4 \text{ (portföy yatırım)} + \beta_5 X_5 \text{ (enflasyon)} + \beta_6 X_6 \text{ (faiz)} + \beta_7 X_7 \text{ (gsmh)} \text{”} \end{array} \right\}$$

#### 4.5.2.4 Beta Katsayılarının Tespit Edilmesi

Beta katsayılarının tespit edilmesi, diğer bir deyişle bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin ortaya konması için iki ayrı model kullanacağız.

4.5.2.4.1 Sıradan En Küçük Kareler(SEK), kullanılan gözlemler: 1992-2008  
İki Değişkenli Regresyon Modeli Çözümlenmeleri:

Bağımlı değişken: Kısa Vadeli Sermaye

Söz konusu modelde öncelikli olarak her bir parametrenin bağımlı değişkene olan etkisini inceleyeceğiz.

Bu inceleme sonucunda çıkacak verilerin anlamlılık düzeyini tartışacağız.

Aşağıdaki tablolarda her bir değişkenin  $Y=a+bx$  modeli çerçevesinde korelasyon katsayılarını, her bir katsayının ölçme hatası, t oranı, p değeri gibi istatistiki verileri incelenmiştir. Her bir testin Durbin Watson doğrulaması ve F değeri tabloya eklenmiştir.

	Katsayı	Ölçme Hat	t-oranı	p değeri	R-kare	Durbin-Watson	F Değeri
<b>Sabit</b>	1572,31	1435,83	1,095	0,2908	0,032123	1,239261	0,423623
<b>Döviz kuru</b>	2598,29	3884,52	0,6509	0,5250			

<b>Sabit</b>	332,924	2562,03	0,1299	0,8983	0,230098	1,338391	0,423623
<b>Cari Hesaplar</b>	-0,304411	0,148436	2,051	0,0582			

	<b>Katsayı</b>	<b>Ölçme Hat</b>	<b>t-oranı</b>	<b>P değeri</b>	<b>R-kare</b>	<b>Durbin-Watson</b>	<b>F Değeri</b>
<b>Sabit</b>	808,909	2568,07	3150	,571	0,172568	1,346324	3,393824
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	5,01814	2,72394	-1,842	0,0853			
<b>Sabit</b>	2638,99	1953,75	1,351	0,1968	0,02716	1,199920	0,353655
<b>Portföy Yatırımları</b>	-2,53672	4,26562	0,5947	0,5609			

<b>Sabit</b>	9779,49	3194,95	3,061	0,0079	0,279378	1,092615	7,759068
<b>Enflasyon</b>	-119,687	42,9676	-2,786	0,0139			

<b>Sabit</b>	12569,8	3729,95	3,370	0,0042	0,318250	1,223055	7,901865
<b>Faiz</b>	-159,040	56,5772	2,811	0,0132			

<b>Sabit</b>	-906,651	2412,75	-0,3758	0,7123	0,405959	1,482136	8,328999
<b>Gsmh</b>	1006,55	348,769	2,886	0,0113			

İki değişkenli model çözümlene sonuçlarında bulunan sabit değer katsayıları bağımsız değişkendeki değişimler sıfır ya da sabit kabul edildiğinde kısa vadeli sermayede oluşan değişimlerdir. Bağımsız değişken katsayıları ise bağımsız değişkendeki 1 birimlik değişimin kısa vadeli sermayeyi hangi miktarda etkileyeceğini gösterir.



Model sonuçlarındaki F değerlerini anlamlılık düzeyindeki F değeri ile karşılaştırdığımızda ( $\alpha=0,05$ ) ise çok büyük çıktıklarını dolayısıyla H1 hipotezinin kabul edildiğini görüyoruz. Bu bize kurduğumuz modelin anlamlı olduğunu gösterir, yani kısa vadeli sermaye ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin  $y=a + bx$  şeklinde kurulan doğrusal regresyon modeli yardımıyla incelenebileceğini gösterir.

Sonuçlarda t istatistiklerinin oldukça düşük ( $<1$ ) olduğu gözlemlenmiştir. Yani ölçüm hataları bağımsız değişken katsayılarına oranla göz ardı edilemeyecek kadar fazladır. Sadece enflasyon ve faize göre oluşturulan denklemlerde t oranları kabul edilebilir bir değerdedir ve t oranının bu değerden yüksek çıkma olasılığı yani p değeri ise %1 den düşüktür. Faiz ve enflasyon parametrelerine göre tanımlanan iki değişkenli modelde bulunan ölçme hatalarında alt üst değerlerin anlamlı düzeyde olduğunu görüyoruz.

Bulunan diğer bir değer de R kare değeridir. Bu değer; bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama oranını tahmin etmemize yardımcı olur. Model özetine görüldüğü gibi R kare değerleri %10-%40 oranları arasında bulunmuştur. Bu değerler bize kısa vadeli sermayedeki değişimlerin %10-%40'nın ilgili bağımsız parametrenin değişimi ile açıklanabildiğini gösterir. Bu sonuçlara bakarak “değişkenimiz modelimizi açıklıyor, yani kurduğumuz model geçerlidir” diyemeyiz. Çünkü R kare doğru, gerekli fakat yeterli olmayan bir ölçüdür.

### Çok Değişkenli Regresyon Modeli Çözümlemesi:

Yukarıdaki modellemede tek tek incelediğimiz bağımsız değişkenlerin çoklu bir değerlendirme içinde Y değerine etkisini de aşağıdaki tablo yardımıyla ortaya koyabiliriz. Söz konusu tablonun F değerinin yüksek değeri, kurulan modelin tutarlılığı hakkında fikir verecektir.

	Katsayı	Ölçme Hat	t-oranı	p	R-kare	Durbin-Watson	F değeri
<i>Sabit</i>	20986,7	4779,56	0,391	0,0017	0,821039	2,150770	114,6645
<b>Döviz Kuru</b>	-7218,75	3073,32	2,349	0,0434			
<b>Cari Hesaplar</b>	0,336982	0,161389	0,088	0,0664			
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	-4,61406	3,55338	- 1,298	0,2264			
<b>Portföy Yatırımları</b>	-3,22997	2,17958	- 1,482	0,1725			
<b>Enflasyon</b>	232,414	89,8024	2,588	0,0293			
<b>Faiz</b>	-527,637	93,3728	- 5,651	0,0003			
<b>Gsmh</b>	1336,76	252,574	5,293	0,0005			

Tahmin edilen fonksiyon şöyledir:

$$Y(\text{Kısa Vadeli Sermaye}) = 20986,7 \text{ (sabit)} - 7218,75 X_1(\text{döviz kuru}) + 0,336982 X_2(\text{cari hesaplar}) - 4,61406 X_3(\text{doğrudan yatırımlar}) - 3,22997 X_4(\text{portföy yatırım}) + 232,414 X_5(\text{enflasyon}) - 527,637 X_6(\text{faiz}) + 1336,76 X_7(\text{gsmh})$$

Model sonuçlarına baktığımızda iki değişkenli modele göre kısa vadeli sermaye için daha doğru bir model olduğunu görüyoruz. F değeri oldukça yüksek. Model kısa vadeli sermaye değişimlerini %82 oranında açıklamıştır. T oranlarına baktığımızda ise ölçme hatalarının katsayılarla oranla küçük ve alt-üst değerlerinin anlamlı olduğunu görüyoruz.

Elde edilen fonksiyon incelendiğinde kısa vadeli sermayeye etkisi bakımından ters korelasyonla döviz kurunun oldukça etkin olduğunu görüyoruz. Aynı şekilde daha düşük olmakla beraber faizin de ters korelasyonu dikkat çekmektedir.

Buna karşılık GSMH ve enflasyon oranının pozitif yönde korelasyonla bağımlı değişkene etki ettiği görülmektedir. Aşağıdaki çalışmalarda modeli test ederek doğruluğunu göstermeye çalışacağız.

Modelin Test Edilmesi:

SEK modeli doğruluğu aşağıdaki 1995 ve 2005 yılı verileri kullanılarak test edilmiştir ve KISA VADELİ SERMAYE parametresi gerçeğe yakın bir değerle bulunmuştur.

1995 yılı verileri:

Döviz Kuru	= 0,0617
Cari Hesaplar	= -2339
Doğrudan Yatırım	= -272
Portföy Yatırımları	= -741
Enflasyon	= 92,41
Faiz	= 92,32

44 Y(gerçek) = 8965

2005 yılı verileri:

Döviz Kuru	= 1,3455
Cari Hesaplar	= -22198
Doğrudan Yatırım	= -850
Portföy Yatırımları	= -924
Enflasyon	= 7,7
Faiz	= 13,84
Gsmh	= 7,6

2005 yılı için  $Y$  (*bulunan*)= 15346,46  $Y$  (*gerçek*)= 21830

Yapılan testler modelin beta katsayısı yapılandırmasının doğru olduğunu göstermektedir.

#### 4.5.2.4.2 Ağırlıklı En Küçük Kareler (AEK) , Kullanılan Gözlemler: 1992-2008

En küçük kareler yöntemi kullanılırken yapılan temel varsayımlarından biri hata terimi varyanslarının birbirine eşit olduğudur. Eğer gözlem hataları birbirine eşit olmayan hata terimi varyansları gösteriyorlarsa, en küçük kareler yönteminin bu önemli varsayımı ihlal edilmiş olur ve *en küçük kareler* yöntemi ile elde edilen regresyon kestirimleri anlamlı olmayabilir. Bu sorunu çözümlemek için her gözleme ayrı ağırlık vererek en küçük kareler yöntemi uygulamak imkânı vardır ve bu genelleştirmeye ağırlıklı en küçük kareler adı verilir. Ağırlıklı En Küçük Kareler Yöntemi, değişkenlere ağırlık vererek veya değişkenlerin önem derecesini değiştirerek uygulanan en küçük kareler yöntemidir.

Model 2: AEK (WLS), kullanılan gözlemler: 1992-2008 (T = 17)

Bağımlı değişken: KISA VADELİ SERMAYE

Ağırlık olarak kullanılan değişken: döviz kuru

İki Değişkenli Regresyon Modeli Çözümlemesi:

	Katsayı	Ölçme Hat	t-oranı	p değeri	R-kare	Durbin-Watson
<b>Sabit</b>	3006,02	3877,60	0,7752	0,4503	0,002276	1,203511
<b>Döviz kuru</b>	1413,07	4879,73	0,2896	0,7761		

<i>Sabit</i>	-838,842	5383,51	-0,1558	0,8783	0,250613	1,307472
<b>Cari Hesaplar</b>	-0,345503	0,194623	-1,775	0,0961		

<i>Sabit</i>	544,296	5522,15	0,09857	0,9228	0,164051	1,345267
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	-5,13948	3,47096	-1,481	0,1594		
<i>Sabit</i>	4039,34	3407,50	1,185	0,2543	0,010743	1,168854
<b>Portföy Yatırımları</b>	-1,65148	4,07288	-0,4055	0,6908		

<i>Sabit</i>	13282,8	3299,21	4,026	0,0011	0,511098	0,459443
<b>Enflasyon</b>	-307,052	111,087	-2,764	0,0145		

<i>Sabit</i>	17556,1	4361,98	4,025	0,0011	0,577281	0,432174
<b>Faiz</b>	-349,211	111,920	-3,120	0,0070		

<i>Sabit</i>	-1772,89	2379,72	-0,7450	0,4678	0,564642	1,987570
<b>Gsmh</b>	1445,11	300,837	4,804	0,0002		

Model 2: AEK (WLS), kullanılan gözlemler: 1992-2008 (T = 17)

Bağımlı değişken: Kısa Vadeli Sermaye

Çok Değişkenli Regresyon Modeli Çözümlemesi:

	Katsayı	Ölçme Hat	t-oranı	p-değeri	R-kare	Durbin-Watson
<i>Sabit</i>	10335,5	4319,38	2,393	0,0378	0,921683	2,281872
<b>Cari Hesaplar</b>	0,0367915	0,0942394	0,3904	0,7044		
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	1,70649	2,21541	0,7703	0,4589		
<b>Portföy Yatırımları</b>	-1,26982	1,66494	0,7627	0,4633		
<b>Enflasyon</b>	617,155	88,0577	7,009	3,68e-05		
<b>Faiz</b>	-807,847	76,6693	-10,54	9,82e-07		
<b>Gsmh</b>	1831,90	134,064	13,66	8,54e-08		

Tahmin edilen fonksiyon şöyledir:

$$Y(\text{Kısa Vadeli Sermaye}) = 10335,5(\text{sabit}) + 0,0367915 X_1(\text{cari hesaplar}) + 1,70649X_2(\text{doğrudan yatırımlar}) - 1,26982 X_3(\text{portföy yatırım}) + 617,155X_4(\text{enflasyon}) - 807,847X_5(\text{faiz}) + 1831,90 X_6(\text{gsmh})$$

AEK modeli doğruluğu aşağıdaki 1995 ve 2005 yılı verileri kullanılarak test edilmiştir ve KISA VADELİ SERMAYE parametresi gerçeğe yakın bir değerle bulunmuştur.

1995 yılı verileri:

Cari Hesaplar	=-2339
Doğrudan Yatırım	=-272
Portföy Yatırımları	=-741
Enflasyon	=92,41
Faiz	=92,32
Gsmh	=8

1995 yılı için  $Y(\text{bulunan})=7832,275$   $Y(\text{gerçek})= 8965$

2005 yılı verileri:

Cari Hesaplar	=-22198
Doğrudan Yatırım	=-850
Portföy Yatırımları	=-924
Enflasyon	=7,7
Faiz	=13,84
Gsmh	=7,6

2008 yılı için  $Y(\text{bulunan})=16735,53$   $Y(\text{gerçek})= 21830$

AEK modelinde de yine aynı yıllar alınarak beta katsayılarının doğruluğu sınanmıştır.

#### 4.5.2.5 Modelin Yorumlanması

Yapılan her iki modelleme de bize kısa vadeli sermaye çıkışına etki eden ana unsurların, dört başlık altında toparlanabileceğini söylemektedir. Bunlardan döviz kuru ve faiz negatif, GSMH ve enflasyon pozitif yönde kısa vadeli sermayeye etki etmektedir.

Model katsayıları yorumlandığında en etkin parametrenin döviz kuru olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre kurdaki ufak düşüşler ciddi anlamda kısa vadeli sermayenin çekilmesini gündeme getirebilir. GSMH her ne kadar etkin bir parametre olsa da sonradan değiştirilebilir bir parametre olmadığı için aşağıdaki sonuç bölümünde detaylı irdelenmeyecektir. Enflasyon oranının pozitif etkisi ile faiz oranındaki değişikliklerin negatif etkisi modelde katsayılar itibarıyla bakıldığında ihmal edilebilir düzeydedir.

Modelde yer alan diğer değişkenler olan cari yatırımlar, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları katsayılar incelendiğinde kısa vadeli sermayeye yüksek oranda etki eden parametreler değillerdir.

Modelin bize gösterdiği önemli sonuç, kısa vadeli sermaye ile mücadelede etkin unsurlardan döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı üzerinde yoğunlaşılması gerektiğini aktarmasıdır. GSMH artış hızı da önemli bir unsur olmakla beraber, artış hızının düşürülmesine yönelik çalışma ve tedbirlerin toplumsal bir dirençle karşılaşacağını dikkate alınması gerekir. Büyüme rakamlarını azaltıcı ekonomi politikalarının toplumsal destek bulmasının zor olacağı ifade edilmelidir.

Bu durumda eldeki diğer üç parametreye yoğunlaşılması gerekecektir. Bu parametrelerin her biri iç içe geçmiş bir etkileşim içindedir.

Döviz kurunun yükselmesi ya da düşmesi enflasyon oranı ve faiz ilişkisiyle doğrudan ilintilidir. Düşük kur yüksek faiz uygulamasının realize olabilmesi için yıllar itibarıyla ödenen faizin kurun artışından daha düşük kalması gerekmektedir. Bu üç parametreye baktığımızda enflasyon kontrolü en zor olan parametre olarak gözükmektedir. Faiz ise para politikaları doğrultusunda daha ayarlanabilir bir konumdadır. Bununla beraber faiz oranının enflasyondan bağımsız bir biçimde tasavvur edilmesi mümkün değildir.

Faiz politikaları doğrudan kurdaki giriş çıkışları etkileyen niteliktedir. Daha yüksek faiz oranları ülkeye giren sıcak parayı daha fazla döviz bozdurulması marifetiyle etkileyecektir. Bu nedenle faiz ile enflasyon arasında doğrusallık arz edecek bir politika



güdülmelidir. Böyle bir politika ulusal ekonomi ile dış Dünya ekonomisi arasındaki enflasyon-faiz farkını minimumda tutacak, böylelikle düşük kur-yüksek faiz döngüsüne daha yüksek montanlı katılımları engelleyecektir.

Döviz kuru ise son dönem krizlerde, son derece etkin olduğu bilinen ve modelde de baskın parametre olarak gözümüze çarpan bir unsurdur. Kur seviyesinin belirlenme rejimi ülkeye gelen kısa vadeli sermaye ile birebir ilintilidir. Yukarıda detaylarıyla bahsedildiği için bu konuya ayrıca girilmeyecektir. Ancak, döviz kurundaki suni değerlenmelerin bu kısa döngüye yol açtığı realitedir. Enflasyon ve faiz oranında yükseltilmeyen kur düzeyleri sıcak para girişini tetiklemektedir.

Bu amaçla döviz kurunun serbest biçimde belirlenmesi retoriğinin ne derece doğru olduğu iyi algılanmalıdır. Kısa vadeli sermaye arz edenler derinliğin olmadığı sermaye piyasalarında kur seviyesini uygun gördükleri noktaya kadar düşük seviyede tutabilirler. Özellikle son dönem ülke ekonomisinin içinde yer aldığı döngünün bu olduğu düşünülmektedir. Görünürde serbest olan kur rejimi ancak pratikte düşük kur yüksek faiz rejimini destekleyen nitelikteki piyasa şartları son dönemin genel görüntüsüdür.

Döviz kurlarındaki bu seyrin ithalatı destekler, ihracatı menfi yönde etkileyecek yapısı cari işlem açığının artmasıyla sonuçlanmaktadır. Karar vericilerin döviz seviyesindeki düşük kur eğilimini çok iyi tahlil etmesi, serbest kur rejimini belirli dönemlerde yapacakları kur dengeleme hamleleriyle telafi edici bir politika gütmeleri beklenebilir. Söz konusu strateji toplumsal olarak devalüasyon kaygısını had safhada yaşayan Türkiye'nin iç dinamiklerinden mümkün olan en az tepkiyi alarak toplumsal bir mutabakatla uygulanabilir bir yapı arz etmektedir.

Modelleme bize kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde en, döviz kurunun etkili enstrüman olduğunu göstermektedir. Bu nedenledir ki ekonomi yazınındaki temel tartışma konusu kur rejimi üzerine yapılmaktadır. Nitekim vergilendirme konusu doğrudan döviz ile yapılan işlemlere yönelmiştir. Tobin vergisi olarak yukarıda açıkladığımız vergi türü uygulanabilir bir nitelik kazanması halinde kısa vadeli sermayenin

stabilizasyonu konusunda etkili bir araç olabilir. Aynı şekilde döviz kontrolü uygulamaları da bu konuda alınacak diğer başlıca tedbirdir.

Ancak, modelden de anlaşıldığı üzere döviz üzerindeki çeşitli uygulamalar, döviz kurunun gerçekçi bir değer almasından daha etkili olmayacaktır. Diğer bir deyişle kur rejiminin dengeli bir biçimde sermaye akışkanlığını sağlayabilmesi için değerinin doğru tespit edilmesi önem kazanmaktadır. Bu amaçla para politikasını yönetenlerin mevcut parametreler arasındaki bağıntıyı görerek kur rejimini desteklemesi gerekmektedir. Özellikle ülkemizde olduğu gibi sermaye piyasalarının aktif, dinamik ve derin çalışmadığı ortamlarda otoritenin “serbest kur rejimi” adı altında uygulayacağı politikaların ne derecede serbesti taşıyacağı tartışmalıdır. Böyle durumlarda piyasanın sığığından istifade eden spekülörlerin kuru düşük tutma konusundaki ısrarcı olmaları aşıkardır.

Modelimizin de belirttiğı ana fikir kısa vadeli sermayenin olumsuz taraflarını bertaraf etmede uygulanacak politikaların daha çok döviz kuru üzerine yoğunlaşması gerektiğidir.

## GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

Bu çalışmada kısa vadeli sermaye akımlarının ulusal ekonomilere olan etkileri genel hatları ile incelenmeye çalışılmıştır.

Birinci bölümde genel olarak kavramlar üzerine durulmuştur. Ekonomik büyüme ile finansal sermayenin gelişmişliği üzerine ortaya konan teoriler incelenmiş, uluslararası sermaye hareketlerinin oluşumunu baz alan teorik alt yapı detaylandırılmıştır. Bu konuda özellikle faiz paritesi teorisinin kısa vadeli sermaye akımlarına referans olabileceği düşünülmektedir. İki ülke arasındaki faiz getirilerindeki farklar sermaye akışkanlığı ile birleşince ciddi bir finansal sonuç doğurmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise küreselleşme kavramı üzerine durulmuş, uluslararası piyasaların işleyişi ve aktörleri irdelenmiştir. Özellikle Bretton Woods sisteminin yıkılmasının ardından hızla gündeme gelen küreselleşme kavramı ortaya konmuş olup, son dönemde giderek daha büyük hacimli işlemlerin gerçekleştirildiği uluslararası sermaye piyasalarının genel kavramları güncel biçimi ile aktarılmaya çalışılmış bu çerçevede euromerkez, eurobond piyasalar ve offshore bankacılık kavramlarına açıklık getirilmiştir.

Üçüncü bölümde ise finansal kriz teorilerine ağırlık verilmiştir. Bu bölümde finansal krizlerin makro düzeydeki öncü göstergeleri ile kriz modelleri incelenmiş genel geçer durumdaki tedbir politikaları detaylandırılmış, özellikle sermaye kontrolleri ile vergi politikaları aktarılmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dengeli bir şekilde yönetilmesi konusundaki önemli silahlardan biri olan Tobin Vergisi bu bölümde incelenmiştir.

Üçüncü bölümde incelenmesi yapılan diğer bir husus da küresel likidite kaynaklı yaşanan krizlerdir. Bu krizlerin incelenmesinde son dönemde yaşanan küresel likidite krizi daha detaylı bir şekilde ortaya konmaya çalışılmıştır. Uluslararası finansal kurumlar söz

konusu sermaye hareketlerine mücadele konusunda etkin bir rol oynayabileceğinden çalışmada yer almışlardır.

Uygulanan ekonomi politikaları içinde yöntemleri itibari ile diğerlerinden farklılık gösteren 2 ülke deneyimi de çalışmada yerini almıştır. Malezya ve Şili'nin karşılaştıkları krizler karşısında uyguladıkları benzer ancak temelde ayrı ekonomi politikaları ekonomi yazınında referans kabul edilmeleri nedeniyle incelenmiştir.

Tezin son bölümünde ise Türkiye üzerinde bir inceleme yapılmış olup tarihsel gelişim açısından kısa vadeli sermaye hareketlerinin, dünü ve bugünü içerdiği krizler değerlendirilmeye alınmıştır. Türkiye ekonomisi üzerindeki kısa vadeli sermaye hareketlerini, etkileri ve tahribatı makro büyüklükler üzerindeki rakamsal örneklerle irdelenmiş bu incelemelerde ithalat ihracat dengesi ve buna bağlı olarak cari açık incelemeleri önem kazanmıştır.

Kısa vadeli sermaye akımlarına getirdiği krizlere çözüm önerileri daha çok döviz kuru üzerindeki tedbirlerle irdelenmeye çalışılmıştır. Döviz kurunun ne derecede etkin olduğunun anlaşılabilmesi için çalışmanın sonundaki modellemeye ulaşmamız gerekecektir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi düşüncesi temelde adil ve etkin çalışan piyasa mekanizmasına duyulan güvene dayanmaktadır. Sermaye/emek rasyosunun düşük; buna bağlı olarak sermayenin marjinal veriminin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere akan mali fonlar sermaye birikimini arttırarak yatırım ve büyüme oranını yükseltecektir. Böylece yüksek hacimli cari işlemler dengesi açıkları yoluyla arzulanan sermaye birikimi hızlandırılabilir. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar da portföylerini çeşitlendirme yoluyla daha yüksek getiri imkânına sahip olacaklardır. Finansal Serbestleşmeyi savunan bazı yazarlara göre de, ülkeler arasında serbestçe hareket eden sermaye, doğru ekonomi politikalarını ödüllendirip; yanlış politikaları da cezalandırarak hükümetleri daha disiplinli makro ekonomik politikalar uygulamaya zorlayacaktır.

Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru hızlanan kısa vadeli portföy sermayesi akımının, yatırım ve büyümeyi teşvik etme, yaşam standardını yükselterek hane halklarının tüketimini istikrara kavuşturma ve daha fazla tüketime olanak sağlama gibi faydalarının yanı sıra; Dünya sermaye piyasalarının artan entegrasyonu ve yatırımların uluslararası çeşitlendirilmesine dair trend dikkate alındığında; gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar ile sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarına da portföy çeşitlendirmesi ve daha yüksek getiri imkanları sunarak her iki tarafın da kazanç sağladığı bir yapıyı meydana getirdiği üzerinde çeşitli yazarlar tarafından sıklıkla durulmuştur.

Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarsızlığı ve ani geri dönüş olgusu, sermaye hareketlerinin serbestisinin krize neden olan karakteri konusunda kuşkuları artırmaktadır. Özellikle farklı ekonomik yapılara sahip birçok gelişmekte olan ülkenin üst üste kriz yaşaması bu kuşkuları destekler niteliktedir.

Genel olarak Türkiye 1989 yılında, hızlı bir şekilde ve oldukça plansız bir şekilde IMF'nin mal hareketlerindeki serbestleşme önerisinden sonra finansal serbestleşme politikalarına adım atmıştır. 1990 yılından itibaren Dünya konjonktürüne damgasını vuran spekülasyon sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelere yönelmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri aşırı spekülasyon sermaye girişlerinden olumsuz etkilenmiş, yaşanan krizler finansal serbestleşme politikalarının sorgulanmasını beraberinde getirmiştir. Özellikle yerli paranın değerlenmesi, faiz oranlarının yükselmesi ve iç talebin artması görülen benzer etkilerden olmaktadır.

Türkiye'nin sermaye hareketlerini serbestleştirilmesinin en önemli nedenlerinden bir tanesi, dış tasarrufların ekonomik büyümeyi hızlandıracağı argümanının politik çekiciliği olmuştur. Ayrıca kamunun artan finansman ihtiyacının sağlanabilmesi için yabancı fonların ülkeye çekilebilecek olması, bu kararın alınmasında büyük önem taşımaktadır.

Yapılan ekonomik modellemelerin ulaştığı temel sonuç dvız kurunun kısa vadeli sermaye akımlarında en etkin rolü oynadığıdır. Kurun düşüklüğü giderek daha yüksek miktarlarda yabancı sermayenin ülkeye giriş yapmasının sağlamıştır. Bu durumda etkin bir para politikasının olmazsa olmazı kur politikasının rasyonel bir biçimde yönlendirilebilmesi olmalıdır. Uzun yıllar boyu enflasyon oranının altında seyreden kur artışlarının spekülatif sermayeyi ülkeye davet ettiği anlaşılmaktadır. Bu durumda yapılması gereken dvız kuru yükselişini serbest piyasa perspektifinden kontrollü bir rejime çekilmesidir. Böylelikle spekülasyona yol açması muhtemel makas minimumunda tutulacaktır.

Öte yanda Türkiye gibi diğer gelişmekte olan ülke kategorisindeki ülkelerde gözlemlendiği gibi, mali sistemlerinin uluslararası sistemlerdeki dalgalanmalara karşı kendini koruyabilecek güçlü yapıda olmaması, mali sistemin gözetim ve denetimini sağlayacak mekanizmaların eksikliği ya da var olan mekanizmaların etkin çalışmaması sistemin kırılmalığını artıran faktörler olmuş. Ancak bu faktörler IMF ve Dünya Bankası gibi yapısal uyum programları ve ekonomik öneri paketleri sunan kuruluşların göz önünde bulundurmadığı faktörler olmuştur.

1990'lı yıllarda, birçok Latin Amerika ve Güney Doğu Asya gibi gelişmekte olan ülke, ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmışlardır. Farklı ekonomik yapılar sağip olmalarına rağmen IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlarca önerilen politikalar var olan istikrarsız yapıyı daha da kötüleştirmiştir. IMF tarafından kemer sıkma, denk bütçe, sıkı para politikaları izleme, dvız kurunun sabitlenmesi yolu ile enflasyonla mücadele edilmesi ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması gibi yaygın olarak kullandıkları politika nerileri, gelişmekte olan ülkelerin içinde buldukları ekonomik yapının daha da kötüleşmesini sağlamaktan öteye gidememiştir.

Görüldüğü gibi finansal serbestlik ten beklenen yararlar gelişmekte olan ülkelerde çoğunlukla hayal kırıklığı yaratmıştır. Bu nedenle bu ülkelerin piyasalarını serbestleşme politikalarına teslim etmeden önce makroekonomik temellerini güçlendirmeleri ve finansal piyasalarının düzenleme denetleme tedbirlerini uygulamaları gerekmektedir. Buradaki sorun

finansal serbestlikle politikalarının neden olduğu gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı ve yaşayacağı sorunların minimize edilmesidir. Finansal liberalizasyon uygulamalarının kısa süreli portföy yatırımlarında meydana getirdiği dalgalanmalar, bir yanda finansal krizlere yol açarken, diğer yandan spekülative yatırımların üretken yatırımlara oranla daha fazla artması gelir dağılımı üzerinde bozucu etki yarattığı görülmektedir. Üretimi, toplumsal refahı, bilgiyi ve teknoloji alanındaki çalışmaları artırmayan politikaların sorgulanması, eşitsizlikleri besleyen bir sistemin parçası olmanın ötesine geçilebilmelidir.

Bugün gelinen noktada, yaşanan küresel likidite krizi çok şey ifade etmektedir. Kapitalist sistemin yaşadığı bu kriz, 1929 yılındaki *Büyük Buhran'dan* önemli bir farkla ayrılmaktadır. 1929 krizi döneminde küreselleşme olgusunun bu kadar yaygın olmaması nedeniyle, Dünyada kapitalist olmayan, sistem dışında kaldığı için krizden etkilenmeyen ülkeler bulunurken; bugün bu durum mümkün olmamaktadır. Kapitalizm ve onun temelini oluşturan piyasa sisteminin dayandığı felsefenin özü gereği, kriz yaratan bir mekanizmaya dönüşmüştür.

Çözüm düzenleyici kurallar ve etkin bir denetim sisteminin oluşturulabilmesidir. Öte yandan finansal serbestlik, spekülative nitelikli kısa vadeli sermaye girişleri ve yaratılan ekonomik istikrarsız yapı üçlemine gelince çözüm: sermaye kontrollerinin uygulanmasıdır. Bu konuda James Tobin'in *Tobin Vergisi* önermesinin bu nitelikteki sermaye akımlarını önleyebileceği görüşü hakimdir. Tobin, aşırı spekülative olan ve ekonomik istikrarsızlık yaratan sermaye girişlerini önlemek amacıyla, uluslararasıdöviz işlemlerine getirilmek istenen bir vergidir. Öte yandan bu verginin işlerlik kazanabilmesinin yolu tüm ülkelerin de uygulamayı kabul etmesinden geçmektedir. Ancak şu ana kadar bu uygulamaya sıcak bakan bir ülke bulunmamaktadır.

Konuyla ilgili olarak sunulabilecek olan öneri, *Sıcak Para Vergisi* olarak da adlandırılabileceğimiz; kısa vadeli, spekülative nitelikli, arbitraj getirisi peşinde olan sermaye hareketlerine karşı uygulanabilecek bir vergi uygulamasının geliştirilmesi üzerinedir. Amaç kısa vadeli finansal yatırımlara uygulanan bu vergi ile spekülative atakların önüne geçerek; finansal sistemin sağlam ve istikrarlı temeller üzerine oturtulmasıdır. Böylelikle finansal yatırım amaçlı olarak giren sermayenin ülke içerisinde kalış süresine bağlı olarak uygulanan

vergi, ülke ekonomisi kısa vadeli spekülâtif sıcak para açısından cazip bir ülke olmaktan çıkacaktır. Öte yandan IMF ve Dünya Bankası gibi kredi kuruluşlarının oluşturduğu politikâlara uymak zorunda bırakılan ülke ekonomilerinin yaşadıkları tecrübeler de Türkiye için ders niteliğinde olmalıdır.

Günümüz yüzyılında artık “kalkınmakta olan ülke” kavramının yerini “yükselen piyasalar” kavramının alması bile küreselleşen Dünya anlayışının nereye doğru gittiğini göstermektedir. Kalkınma olgusu bir hedef olmaktan çıkartılmış; bunun yerine borsa endeksi ve finansal getirisi yüksek olan piyasaların gelişimi konulmuştur. Yeni liberal ekonomi düşüncesi gelişmekte olan ülkelere önerdiği “kalkınma modeli”, daraltıcı para ve maliye politikâlarına dayanan, yüksek finansal getiriye sahip, devalüasyon riskinden arındırılmış bir döviz kuru sistemini amaçlayan, dışa açık bir ekonomik yapı önermektedir. Bu yapının gereği olarak MB’larının bağımsız kılınarak; sadece ulusal paranın değerini korumakla görevlendirilmesi ve bu amacın dışında başka hiçbir rol oynamamaları adına ellerinde bulunan müdahale araçlarının kısıtlanması; öte yandan kamunun maliye politikâsı olarak “**faiz dışı fazla veren bütçe**” amacıyla, sosyal devlet anlayışının göz ardı edilmesi temel amaçlardır. Yeni Liberal öğretinin amacı, yükselen piyasaya uygun ekonomik yapılar yaratabilmektir. Böylelikle ulusal MB’ları para , faiz ve döviz kuru politikâları ile uluslararası sermaye her türlü olanağı sağlayacak; uluslararası sermaye akışkanlığı güvence altına alınacaktır.

Son olarak, *kendine özgü* bir ekonomi anlayışı geliştirmenin zorunluluğu açıktır. Bugüne kadar kısa vadeli çözümler beraberinde daha büyük sorunları getirmiştir. Sadece dış sermayeyi mutlu eden ve sermayeyi ürkütme korkusunun baskın olduğu tedbirler değil, üretim ve sosyal yönü güçlendirerek toplumsal bir yönelimle sonuca ulaşacak ekonomik modeller üzerinde durulmalıdır..



## KAYNAKÇA

AKDITYK, Atatürk Araştırma Merkezi, **Atatürk'ün Söylev ve Demeçleri**, Ankara,1997,c.1, 08.04.2009.

AB Danışmanlık, “ Birinci Yıldönümünde Güneydoğu Asya Krizi”, **Dış Ticarete Durum Dergisi**, sayı. 40, 1998.

Acemoglu D., Aghion P., Zilibotti F., **Distance to Frontier, Selection and Economic Growth**, 2004, [www.ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/9066.html](http://www.ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/9066.html).

*Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl:6, Sayı:36, Mayıs-Haziran 2004, s.36-48.

Agenor P.R., Montiel P.; **Development Macroeconomics**, Princeton University Press, 3. Baskı, 2008.

Akbudak Y., **Türk Ekonomisinde Yaşanan Krizler Üzerine Bir Değerlendirme**, *Banka-Maliye Ekonomi Üzerine Yorumlar*, sayı. 6, Haziran 2002.

Akçağlayan A., **Para krizleri**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 2005.

Akdiş M., **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Yayınları, 2000.

Akira A., Habermaier K., Laurens B., Otker-Robe İ., **Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization**, IMF Occasional Paper, No:190, 2006, s. 7 ,<http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/>.

Akmüt Ö., **Finansal Piyasalarda Krizler, İşletmelerin Riski ve Finans Maliyetlerini**

**Sağlayan Yöntemler**, Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 8-10 Ekim 2001.

Aksaraylı M., Tuncay Ö., **Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği**, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 24, Sayı:1, 2009.

Aksoy T., **Çağdaş Bankacılıkta Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık**, 1998.

Akyüz Y. ve Held G., **Finance and the real economy, issues and case studies in developing countries**, *UNCTAD Discussion Paper*, No.91, 1993.

Alba, S.A., **Adjustment Programs in Developing Countries: Expectations and Outcomes**, [http://www.nssa.us/nssajrnl/19\\_2/html/AnneliAlba%20paperNSSA.htm](http://www.nssa.us/nssajrnl/19_2/html/AnneliAlba%20paperNSSA.htm), 2005.

Albeni M., **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitapevi, Isparta, 2002.

Allen N. Berger, Deyoung R., Genay H., Udnell G. F. , **The Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross Border Performance**, *Brookings\_Wharton Paper on Financial Services*, 2000.

Alper, C. E., Öniş Z., **Finansal Küreselleşme, demokrasi açığı ve yükselen piyasalarda yaşanan sürekli krizler: Sermaye hareketlerinin liberalleşmesi sonrasında Türkiye deneyimi**, *Doğu Batı Dergisi*, Sayı:17, 2001.

Altuğ N., **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 2001.

Aras G., Alövsat M., **Sermaye Piyasasının Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği**, 2005.

Ardıç H., **1994 ve 2001 yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Aralık 2004.

Aslan H., **İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz**, Houston Üniversitesi, BDDK 8. Kuruluş Yılı Dönümü Konferans Notu.

Ateş K., **Amerika Birleşik Devletlerinde Mortgage Uygulamasında Vergi**, *Vergi Dünyası Dergisi*, Sayı:285, 2005.

Atiyas, İ., Ersel H., **Impact of financial reform: The Turkish experience**, *Financial Reform Theory and Practice*, Derl: Atiyas, İ., G. Caprio, A.J. Hanson (New York:Cambridge University Press), 1994.

Ay A., Mangır F., **Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi**, *Maliye Dergisi*, Sayı: 153.

Aydın N., **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 3. Baskı.

Axford B., **The Global System**, New York St. Martin Press, 1997.

Baldwin R., Mort P., **Two Waves of Globalization: Superficial Similarities , Fundament Differences**, *NBER Working Paper 6904*, [ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/6904.html](http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/6904.html)

Balassa B., **A Conceptual Framework for Adjustment Policies**, *The World Bank, Working Paper Series 139*, 2000.

Balseven H., Erdoğan M., **Mali Krizleri Önlemede Sermaye Kontrolleri: Malezya ve Şili Deneyimlerinden Türkiye İçin Dersler**, *2004 Türkiye İktisat Kongresi Gelişme Stratejileri ve Makroekonomik Politikalar Tebliğ Metinleri I*, DPT, Ankara, 2005.

Balseven H., Erdoğan M., **Mali Kriz Bağlamında Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilir Bir Versiyonu**, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt XX.

Baş Dinar G., **Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme: Bir Literatür Çalışması**, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresinde sunulmuş Tebliğ*, 2009.

Bedestenci H., Kara M., **Sermaye Hareketleri ve Kalkınma**, Ekin Kitapevi, Bursa, 2004.

Beechey M., Gruen D., Vickery J., **The Efficient Market Hypothesis: A Survey**, *Economic Research Department of Reserve Bank of Australia*, 2000.

Berger Allen N., Deyoung R., Genay H., Udnell G. F., **The Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross Border Performance**, on Brookings\_Wharton Paper Financial Services, 2000.

Berksoy T., **Gelişmekte Olan Ülkelerde Vergi Kapasitesi Ve Vergi Gayreti**, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayın No. 411/362, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1984.

Beyazıtöğlü, Y., Ersel H., Öztürk H., **Financial reforms in Turkey between 1980-1990**, *The Central Bank Of Republic of Turkey Research Department Discussion Paper*, no: 9102, 1991, Erişim Adresi: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/yay2.html> [07.06.2006].

Bilgin H., Karabulut G., Ongan H., **Finansal krizlerin işletmelerin finansman yapıları üzerindeki etkileri**, 2002.

Bird G., **Restraining International Capital Movements: What Does It Mean?**, *Centre for International Economic Studies Policy Discussion Paper*, No: 0014, Avustralya, 2000.

Bonin J., Huang Y., **Dealing with The Bad Loans of the Chinese Banks**, *Journal of Asian Economics*, Mart 2001.

Boratav K., **Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayrıştırılması ve Sıcak Para Tanımlar, Yöntemler, Bazı Bulgular**, *İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*, Derl: Köse, A. H., F. Şenses, E. Yeldan (İstanbul: İletişim Yayınları), 1993.

Calvo G.A., **On Dollarization**, *Economics of Transformation*, sayı. 10, No.2, 2002.

Caprio, **Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises**, World bank Working Paper, 1998.

Caprio Honohan H., **Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements**, *Journal of Economic Perspectives*, Vol:13, 2002.

Caramazzi F., Aziz J., **Fixed or Flexible: Getting The Exchange Rate In The 1990s**, 1998.

Çinko L., **Finansal Kriz Teorileri Üzerine Bir Değerlendirme**, 2008.

Claessens, **Experiences of Resolution of Banking Crises**, In Strengthening the Banking System in China, 1999.

Cooper G., **The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy**, 2008.

Çarıkçı E., **2000-2001 yılı ekonomik krizlerin sebepleri ve sonuçları**, *Yeni Türkiye Dergisi: Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Eylül- Ekim 2001.

Çelik F., **Uluslararası Piyasalarda Spekülatif Para ve Sermaye Hareketliliği ve Tobin Vergisi Carry Trade, Hedge Fonlar ve Diğer Spekülatif Hareketler**, *Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi*, Ankara, 2008.

Coşkun N., **Türkiye Ekonomisinde Krizlerin Reel Sektöre Etkileri: 1992-2002, Kriz ve IMF Politikaları**, Alkın Kitapevi, 2002.

Dammasch S., **The Bretton Woods System: A Lesson from History**, [www.wiwi.uni-magdeburg.de/fwwdeka/student/arbeiten/006.pdf](http://www.wiwi.uni-magdeburg.de/fwwdeka/student/arbeiten/006.pdf), 1995.

Danışoğlu A.Ç., **Uluslararası sermaye akımları karşısında uygulanan politikalar**, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, sayı: 39, 2001.

Das S., Quintyn M., **Crisis Preventio And Crisis Management: The Role of Regulatory Governance**, *IMF Working Paper*, No.163.

Demirgüç A., Detragiache E., **Financial Liberalization and Financial Fragility**, *IMF Working Pappers*, No.9883, 1998.

Delhaise P., **Asia İn Crisis: The Implosion of The Banking and Finance Systems**, John Wiley and Sons, New York, 1998

Edwards S., **How Effective Are Capital Controls**, *NBER Working Paper*, No: 7413, <http://www.nber.org/papers/w7413.pdf>, 1999.

Eğilmez M., **Global Finansal Kriz ve Türkiye'ye Etkileri**, *MESS Mercek Dergisi*, Özel Sayı, Ocak 1999.

Eğilmez, M., Kumcu E., **Krizleri Nasıl Çıkardık**, İstanbul, Creative Yayıncılık, 2001.

Ekinci N., **Kriz ve Para Politikası Üzerine**, *Görüş*, Haziran 1994. **Kamu Açıkları ve Para Politikası**, *Görüş Dergisi*, no:6, 1997.

Erim N., Türk A., **Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme**, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* sayı. 10, 2005.

Erdoğan N., **Türkiye'de ekonomik kriz ve bankacılık sistemi**, *Yeni Türkiye Dergisi: Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Eylül-Ekim 2001.

Erdoğdu, M., **Türkiye'de 1980 Sonrası Mali Politikalar**, *Türkiye 16.Maliye Sempozyumu*, Manisa Celal Bayar Üniversitesi, 2001.

Erdönmez P., **Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi**, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, 2009.

Eroğlu Ö., Albeni M., **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitapevi, Isparta, 2002.

Esen, O., **Heterodoks İstikrar Programları: Teori ve Uygulama**, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 16, Sayı 3-4, 1989.

Esen O., **Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri**, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 27, 1997.

Eser K., **1994 Finans Krizi ve Finansal Reform Arayışları**, İktisat-işletme ve finans Dergisi, Eylül 1995.

Evans O., Leone M., Gill H., Hill P., **Macroprudential indicators of Financial System Soundness**, IMF Working Papers, 2000.

Fray M. , **Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government** University of Birmingham Discussion Papers 96-22, 1997.

Fecht F., Grüner H., **Hartman, La Duca, Financial Globalization and Stability; Globalization and Systemic Risk**, World Scientific Publishing, 2009.

Fisher S., **The Asian Crises: A View From The IMF**, [www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm), Washington, D.C., 22 Ocak 1998.

Flood R., Garber P., Kramer C., **Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example**, Journal of International Economics, Sayı.4, 1996.

Gemech F., Struthers J., **The Mckinnon Shaw Hypotesis: Thirty Years on: A Review of Recent Development in Financial Liberalization Theory**, 2003.

Glick R., Hutchinson M., **Banking and Currency Crisis: How Common are Twins**, Pasific Basin Working Pappers, N0. PB99-07.

Goyal A., Santa-Clara P., **Idiosynatic Risk Matters!**, 2001.

Gökalı., **Globalleşme** , s.1, [www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../globallesa7.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../globallesa7.doc).

Güloğlu B., Altunoğlu E., **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, sayı.27, Ekim 2002.

Gürok H., **Küreselleşme Nereye Götürüyor?**, 2003, [www.elelebizbize.com/e-kutuphane/.../Kuresellesme\\_Nereye.pdf](http://www.elelebizbize.com/e-kutuphane/.../Kuresellesme_Nereye.pdf).

Hanson J.A., Honohan P, Majnoni G., **Globalization and National Financial Systems**, Oxford University Press, 2003.

Hepsağ A., **Finansal Liberalizasyon politikalarının Mckinnon Tamalayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği**, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, cilt. 3, sayı. 1, 2009.

Honohan P., Klingelbiel D., **Contorlling financial Costs of Banking Crises**, World Bank Working Paper, 2002.

Işık G, **Finansal Krize Karşı Politika Tepkileri: IMF Programlarına Alternatif Olarak Sermaye Kontrolleri**, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 18, Sayı: 209, Ağustos 2003.

Işık S., **Para Finans ve Kriz**, *Akçağ Yayınları*, 2004

IMF ( International Monetary Fund ),” What is the International Monetary Fund”,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what.htm#box1>, 22.11.2004.

İnan E., **Kur Rejimi Tercih ve Türkiye**, Türkiye Bankalar Birliği, 2002.

İMKB, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Yayınları No.6, 1995.

Işıklar İ., **Finansal Ekonomi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004.

Kaminsky G., Reinhart C., **The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems**, *American Economic Review*, No.89, 1999.

Kane E., Demirgüç Kunt A., **Bank Crises, Understanding and Preventing**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1997.

Karabulut G, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002.

Karacan A., **Bankacılık ve Kriz**,3. Baskı, İstanbul, Creative Yayıncılık, 2000.

Kaufman G., **Bank Failures, Systemic Risk and Bank Regulation**, *The Cato Journal* 16, 1, 2000.

Keç T. , **Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II Notu**, BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferansı, Ağustos 2008.

Kepenek, Y., Yentürk N., **Türkiye Ekonomisi**, 11. Baskı, İstanbul, Remzi Yayınevi, 2001.

Keyder N., **Türkiye’de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları**, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, sayı.183, 2001.

Kızılot O., **Vergi Cenneti ve Avantajları**, *Yaklaşım Dergisi*, sayı. 75, 1999.

Kindleberger C., **Manias, Panics and Crashes**, New York Basic Books, 1978

Kirby P. , **Vulnerability and Violence : The Impact of Globalization**, *Pluto Press*, 2006

Kiguel M., Liviatan, N., **The Old and The New In Heterodox Stabilization Programs**, *World Bank Policy Planning and Research Working Papers*, 1989.

Krugman P., **Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises**, *International Tax and Public Finance*, Vol:6, 1999.

Küçükaksoy İ., Aslan Ö., **Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama**, *Ekonometri ve İstatistik* ,sayı. 4, 2006.

Lavinge M., *The Economics of Transition from Socialist Economy to Market Aconomy*, 1999.

Levine R., **Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda** , Journal of Economic Literature, sayı. 35,Haziran 1997.

Levine R., **Finance and Growth: Theory and Evidence**, 2003.

Lipsky J., **Through the Looking Glass: The Links Between Financial Systems and Systemic Risk**, 2009.

Madura J., **Financial Market and Institutions**, 7. baskı, Thomson South Western, 2008.

Mahrez G., Kaufmann D. , **Liberalization, Transparency and Financial Crisis**, Georgetown University& The World Bank,19 Ağustos 1999.

Malkiel B. G. , **The Efficient Market Hypotesis and Its critics” CEPS Working Paper No. 91**, [www.princeton.edu/~ceps/workingpapers/91malkiel.pdf](http://www.princeton.edu/~ceps/workingpapers/91malkiel.pdf) , 2003.

Minsky H.P. , **The Financial Instability Hypotesis**, The Working Paper No:74, 1992, [www.levy.org/pubs/wp74.pdf](http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf).

Mishkin F., **“Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, NBER Working Paper, No: 8087, 2001.

Mishkin F, **The Mexican Crisis of 1994-95: On Asymmetric Information Analysis, Financial Crisis Management in Regional Block**, Klumer Academic Publishers, 1998

Mishkin F., **The Economics of Money, Banking And Financial Markets** seventh edition,2004.

Mishkin F., **The Next Great Globalization**, Princeton University Press, 2006.

Montiel P.J., **Macroeconomics in Emerging Markets**, Cambridge Universty Press, 2003.

Naguyen N.M, **Purchasing Power Parity**, IMF Section:1, 2005  
[www.people.hbs.edu/mdesai/IFM05/PPP%20Nguyen.pdf](http://www.people.hbs.edu/mdesai/IFM05/PPP%20Nguyen.pdf).

Obstfeld M. , Kenneth R., **Foundations of International Macroeconomics**, MIT Press, 1996.

Odabaşı H., **Para Sihirbazları**, Aksiyom, sayı. 33, 2001.

Ökten Z., Yıldırım M., **Sermaye Hareketleri ve Tobin Vergisi**, TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı, 2006.

Önder İ., **Kapitalist İlişkiler Bağlamında ve Türkiye’de Devletin Yeri ve İşlevi** , *İktisat Üzerine Yazılar 1 Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*, İletişim Yayınları, İstanbul, 2003.

Önder İ., Türel O., Somel C., Ekinci C., **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993.

Özer M., **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınevi, 2001.

Özgen Ferhat B., **Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları** , s.1, [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/finans.pdf](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/finans.pdf).

Özatay F., **Currency Crises in Turkey**, Yapı Kredi Economic Review, 1996.

Parasız İ., **Enflasyon-Kriz- Ayarlamalar**, Ezgi Kitapevi, 2. Baskı, 2001.

Parasız İ., **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitapevi, 8. Baskı, 2005.

Parasız İ.M., **Enflasyon Kriz Ayarlamalar, Dünya da ve Türkiye’de Kalkınma Makroekonomi Sorunları**, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2001.

Peker A., **Dünya Bankası: "Büyüme" Söyleminden ‘İyi Yönetme’ Söylemine, Toplum ve Bilim**, s..69, 1996.

Prasad E., Rogoff K., Wei S., Köse A., **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Emprical Evidence**, *International Monetary Fund*, 2003.

Pilbeam K., **International Finance**, 2. Baskı, Macmillan Press, Londra, 1998.

Ray T., **Financial Development and Economic Growth: A Review of Literature**, 1997.

Reinhart C., Reinhart V., **Some Lessons For The Policy Makers Who Deal Wiht The Mixed Capital Flows**; 1998, s.3, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/13212/1/lessons.pdf>.

Rodrik D, Kaplan E, **Did The Malasian Capital Controls Work?**, 2001, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Malaysia%20controls.PDF>.

Rogoff K., **épurchasing Power Parity Puzzle** , *Journal of Economic Literature*, sayı. 34 , 1996.

Ross A.C., **Economic Stabilization For Developing Countries**, Edward Elgar Publishing, 1991.

Ross L., **Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda**, 1996.

Santomero A.M, **What Monetary Policy Can and Can Not Do?**, *Bussiness Economics*, sayı. 37 , No. 1,Ocak 2002.

Sassen S, **The Global City**, 1991.



- Scholte J.A. , A. Schnabel, **Civil Society and Global Finance**, 2002.
- Schinasi G., **Responsibility of Central Banks For Stability in Financial Markets**, 2003.
- Schmukler S., **Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries**”, *Federal Reserve of Atlanta Economi Review*, 2004.
- Seyidoğlu H., **Uluslararası İktisat, Teori, Ekonomi, Politika**, 2003.
- Seyrek İ., **Purchasing Power Parity and the Turkish Exchange Rate**, *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, sayı.6, 2003.
- Shan A., Thomas S., **The Securities Market Efficiency**, *Globalization and National Financial Systems* ed., 2003.
- Sivaslıgil H., **Finansal Kriz ve 1994 Krizinin Türkiye’de Finans Sektörü Üzerine Etkileri**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Somçağ S., **Türkiye’nin Ekonomik Krizi Oluşumu ve Çıkış Yolları**, İstanbul, 2006 Yayınevi, 2006.
- Sönmez S., **Küreselleşme Söylemi ve Politikalarında Özelleştirmeye Verilen İşlev: İdeolojik, Ekonomik ve Mali Boyutları** , *Dünyada ve Türkiye’de Kamu Girişimciliğinin Dünü Bugünü ve Geleceği Sempozyumu*, TMMOB,1997.
- Spahn P., **International Financial Flows And Transaction Taxes: Survey and Options**, *IMF Working Papers*, No. 60, 1995.
- Suvanto A, Honkapohja K, Mikkola A , **Promoting The Stability of International Capital Movements**, Ministry of Finance Finland Research Report, No:1/2001, 2001, s.39.
- Şenses, F., **Neoliberal Küreselleşme Kalkınma İçin Bir Fırsat mı Engel mi?**, Orta Doğu Teknik Üniversitesi , Ankara, 2004.
- Şengönül A., Altıok M., Gürbüz R., **Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri**, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 252, Cilt: 22, 2007
- Şimşek A., Bekar A., **Kurallı Maliye Politikası: Seçilmiş Ülke Örnekleri**, *Sosyal Bilimler Araştırmaları Derneği Yönetim Ve Ekonomi Bilimleri Konferans Bildirileri*, 2008.
- Şimşek H., **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikası**, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 13, Sayı 1, 2008.
- Tanzi V., **Globalization and The Work of Fiscal Termities**, *Finance and Development*, Vol.38, No.1, Mart 2001.

Tanzi V. , **Taxation, Inflation and Interest Rates**, University of Chicago Press, 1986.

Taylor A. M., Mark P. Taylor , **The Purchasing Power Parity Debate**, Journal of Economic Perspectives sayı. 18, 2004.

The World Bank, **Global Economic Prospects**, The World Bank Press, 1998.

Tobin J., **Financial Globalization**, *World Development*, sayı 28, 2000.

Togan S., **Kasım ve Şubat Krizleri Üzerine**, *Yeni Türkiye Dergisi*, cilt:41, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Eylül-Ekim 2001.

Toprak M., **Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Ankara, Siyasal Yayınevi, 2001.

TSPAKB, Ulusal ve Uluslararası Piyasalar, **Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzeyde Lisans Eğitimi Programı**, 2008, [www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid](http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid).

TSPAKB, **Genel Ekonomi ve Mail Sistem**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisans Eğitimi, 2004.

Turan İ., **Bankacılık Krizleri**, Active Dergisi, Aralık 1998- Ocak 1999.

Tülay B., Erdönmez P., **Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar**, *Türkiye Banklar Birliği Bankacılar Dergisi*, Aralık 1999.

Türkiye İstatistik Kurumu, **Satınalma Gücü Paritesi:Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi-4**, Türkiye İstatistik Kurumu Matbaası, Ankara, 2005.

Türkiye Bankalar Birliğ Bankacılık ve Araştırma Grubu, “Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırmasında İzlenen Temel Uygulama ve Politikalar-Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması”, **Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Çalışmaları**, Nisan 2001.

Uygur E., **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**, Türk Ekonomi Kurumu, 7 Nisan 2001. **Türkiye’de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği**, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, vol.9, no.100, 1994.

Utkulu U., Arı A., DEÜ İİBF İktisat Bölümü, 2007.

Uzunoğlu S., Alkin K., Gürlesel C.F., **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, İstanbul, 1995.

Yay G., **Türkiye’nin Krizi ve Sonrası-Seminer**, İktisat Dergisi, Şubat- Mart 2001.

Yay T., **Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme**, *İktisat Dergisi*, Sayı: 438, 2003.

Yay T., Yay G., Yılmaz E., **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İTO Yayınları, No:2001-47, İstanbul, 2001.

Yeldan, E., **Türkiye’de Finansal Serbestleştirme Deneyimi**, *Petrol İş Yıllığı 95-96*, İstanbul, Petrol İş Send. Yayınları, 1995.

- **Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirme**, 2002, [www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf).

- **Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleştirme ve İktisadi Artığın Dağıtım Süreçlerinde Devletin Rolü**, *Sol Meclis Paneli*, İstanbul, 2003.

Yentürk N., **Finansal serbestlik ve makroekonomik dengeler üzerindeki etkileri**, *Gazi Üniversitesi Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, no.27, 1997.

- **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınevi, 2003.

Yıldırım E., **1980 Sonrası Uygulanan Maliye Politikaları ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, *Türkiye Maliye Sempozyumu*, 2001.

Yıldırım S., Altun O., **Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi**, Ankara: SPK Yayınları, 1995.

Yıldırım Z., **Türkiye Dünyanın Neresinde?**, İktisat Dergisi, sayı . 380, 1998.

Yılmaz C., **Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi**, *Active Finans Dergisi*, sayı:24, Mayıs 2002.

Yiğit S., **Bankalararası Para Piyasası**, TCMB, 2002, s.6-7, [www.tcmb.gov.tr/research/work/wp1.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp1.pdf).

Warman F., Thriwall A.P., **Interest Rates, Savings, Investment and Growth in Mexico 1960-90 : Test of Financial Liberalization Hypotesis**, *Journal of Development Studies*, sayı 30 , 1994.

Wasserstom E., **On the Financial Crisis: It’s Not Just Weak Oversight**, *The New York Times*, 17 Eylül 2008.

Wilson B., Saunders A., Caprio G., **Financial Fragility and Mexico’s 1994 Peso Crisis**, *Journal of Money, Credit and Banking*, sayı.32, 2000.

World Bank , **Adjustment Lending Policies for Sustainable Growth**, *Policy Research Series 14*, 1990.

2008 World Bank Indicators, “ Viewing the World at Purchasing Power Parity” , **World View 2008** , [fairmodel.econ.yale.edu/ec116/worldb1.pdf](http://fairmodel.econ.yale.edu/ec116/worldb1.pdf), 2008.

<b>MURAT TURGUT</b>	<b>KISAVADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ULUSAL EKONOMİYE ETKİLERİ</b>	<b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI</b>	<b>İSTANBUL, 2010</b>
---------------------	----------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------