

161826

T.C.
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
İŞLETME YÖNETİMİ BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS BİTİRME TEZİ

FINANSAL KRİZLERDE KISA VADELİ SERMAYE
HAREKETLERİNİN ETKİSİ

BARIŞ EYÜP
2713007

DANIŞMAN: DOÇ.DR. GÜLER ARAS

İSTANBUL
2005

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

TABLolar	I
KISALTMALAR	II
ÖZET	III
ABSTRACT	IV
GİRİŞ	1
1.KÜRESELLEŞME, FİNANSAL PİYASALAR VE SERMAYE HAREKETLERİ İLİŞKİSİ	3
1.1 Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Seyri ve Gelişimi	4
1.2 Finansal Piyasalar ve Küreselleşme	6
1.2.1 Finansal Piyasaların Serbestleşme Biçimleri	7
1.2.1.1 Dışsal Serbestleşme	7
1.2.1.2 İçsel Serbestleşme	8
1.2.2 Finansal Serbestleşmeyi Hızlandıran Ekonomik Gelişmeler	8
1.2.3 Uluslararası Sermaye Hareketleri	9
1.2.3.1 Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	9
1.2.3.1.1 Doğrudan Yatırımlar	9
1.2.3.1.2 Portföy Yatırımları	10
1.2.3.2 Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	12
1.2.3.3 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	12
1.2.4 Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler	14
1.2.4.1 Makroekonomik Etkenler	15
1.2.4.2 Enflasyon-Döviz ve Faiz Oranları	16
1.2.4.3 Sosyal ve Politik Etkenler	16
1.3 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri	17
1.3.1 Gelişmekte Olan Ülkelerin Ortak Özellikleri	18
1.3.2 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Nedenleri	19
1.3.2.1 Ekonomik Reformlar	19
1.3.2.2 Dış Etkenler	20
1.3.3 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması	22
2. FİNANSAL KRİZLER VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	25
2.1. Finansal Krizler	25
2.1.1 Finansal Krizlerin Tanımları	25

2.1.2 Finansal Krizlerin Açıklanmasında Kullanılan Modeller	27
2.1.2.1 Birincil Nesil Modeller	27
2.1.2.2 İkinci Nesil Modeller	29
2.1.2.3 Üçüncü Nesil Modeller	29
2.2 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Sebepleri ve Yatırım Şekilleri.....	31
2.2.1 Spekülasyon	32
2.2.2 Arbitraj	33
2.3 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomi Geneli Üzerindeki Etkileri.....	33
2.4 Finansal Serbestleşmenin Ekonomi Politikaları Üzerindeki Etkileri.....	35
2.4.1 Para Politikaları Üzerine Etkileri	36
2.4.2 Döviz Kuru Politikaları Üzerindeki Etkileri	38
2.4.3 Maliye Politikası Üzerindeki Etkileri.....	39
2.5 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Temel Makro Değişkenler Üzerindeki Etkileri	41
2.5.1 Ekonominin Genel Dengesi Üzerine Etkileri.....	41
2.5.2 Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri	42
2.5.3 Kamu Kesimi Dengesi Üzerine Etkileri.....	43
2.5.4 Para Arzı Üzerine Etkileri.....	44
2.5.5 Para ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri	45
2.5.6 Fiyatlar Genel Seviyesi Üzerine Etkileri	46
2.5.7 Döviz Kurları Üzerine Etkileri.....	47
3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ŞUBAT 2001 KRİZİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	48
3.1 Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrası Finansal Yapı.....	48
3.2 Türkiye Ekonomisinde Şubat 2001 Krizi ve Kriz İçerisindeki Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İncelenmesi	56
SONUÇ	79
KAYNAKÇA	82

TABLolar**Sayfa No**

Tablo 1.1. İngiltere'nin Yabancı Ülkelere Yaptığı Yatırımlar (1830-1914).....	4
Tablo 1.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Sermaye Akımları (1994-2003) (milyar USD).....	22
Tablo 1.3. Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırması.....	23
Tablo 3.1. Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri (1980-2004) (milyon USD).....	55
Tablo 3.2. Kriz Sürecinde Türkiye Ekonomisi Göstergeleri (2001:I-2002:2).....	57
Tablo 3.3. Kriz Sürecinde Takipteki Krediler/Toplam Krediler (%).....	60
Tablo 3.4. Kriz Sürecinde Bankacılık Kesimi Döviz Pozisyonları (1993-2001) (milyon USD).....	60
Tablo 3.5. Kriz Sürecinde Aylık İnterbank Gecelik Faiz Oranları (%) (Ocak 2000- Mart 2001)	62
Tablo 3.6. Kriz Sürecinde T.C.M.B. Haftalık Brüt Döviz Rezervleri (Milyon USD).....	62
Tablo 3.7. Yıllar İtibariyle Cari İşlemler Dengesi (1980-2004) (milyon USD)	65
Tablo 3.8. Kamu Kesimi Konsolide Bütçe Rakamları (2000-2001) (milyar TL).....	67
Tablo 3.9. Türkiye Ekonomisinde Mali Kırılganlık Göstergeleri (%) (1995-2001).....	68
Tablo 3.10. Türkiye Ekonomisinde İç ve Dış Borç Stoku (%) (1990-2003)	69
Tablo 3.11. 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçerisinde Sermaye Hareketleri (milyon USD).....	70
Tablo 3.12. 2000/2001 Krizi Öncesi ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri (milyon USD)....	71
Tablo 3.13. Sermaye Hareketleri Korelasyon Katsayıları (1991:I-2004:IV).....	74
Tablo 3.14. Sermaye Hareketleri-Makro Değişkenler Korelasyon Katsayıları (1991:I-2004:IV).....	75

KISALTMALAR

BBDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

GSYİH: Gayri Safi Yurt içi Hasıla

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

IMF: International Monetary Fund

TBB: Türkiye Bankalar Birliği

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TL: Türk Lirası

USD: Amerikan Doları



ÖZET

Bu çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal krizler içerisindeki yeri araştırılmıştır. Özellikle 1980 sonrası dünyada yaşanan küreselleşme olgusuyla beraber ekonomik anlamda yaşanan tek pazar ve finansal entegrasyon sonucu sermaye hareketlerinde önemli artışlar gözlenmiştir.

Küreselleşme ve izlenen finansal serbestleşme politikaları sonucunda gelişmiş ülkelerdeki birikmiş fonlar bilgi ve iletişim teknolojilerindeki yaşanan gelişmelerle birlikte gelişmekte olan ülkelere kaymıştır. Gelişmekte olan ülkeler, özellikle 1980'lerden sonra başlayan finansal serbestleşme yönünde atmış olduğu adımlarla uluslararası sermayeyi kendilerine çekmeye başlamışlardır. Bu bağlamda sermaye hareketlerinde 1980 öncesine göre bazı değişiklikler gözlemlenmiştir. Bunlar arasında, sermaye akımlarının resmi kanallardan özel kanallara geçmesi ile cari işlemler ile olan bağının azalması sonucu kendi dinamiklerince daha çok kazanç amaçlı hareket etmeye başlaması gösterilebilir. Özellikle kısa vadeli sermaye arbitraj ve spekülasyon amaçlı hareket ettiğinden diğer uzun vadeli yatırımlar veya doğrudan yatırımlarına göre ekonomilere ani giriş çıkışlar yapabilmektedir. Bu durumda mali piyasalarda sermaye girişiyle başlayan rahatlama sermaye çıkışının başlamasıyla finansal dengelerin bozulmasına oradan da finansal ve ekonomik krizlerin yaşanmasına yol açabilmektedir. Bunun en son örneği Türkiye'de yaşanan Şubat 2001 krizinde yaşanmıştır. Bu bakımdan çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin Şubat 2001 krizlerindeki kriz öncesinde ve kriz içerisindeki seyri incelenerek finansal krizlerde ne derece etkili olduğu gösterilmeye çalışılmıştır.

ABSTRACT

In this study we investigate the financial crisis and the role of the short-term capital flows in this process in the case of Turkey. It is observed the increases in the capital flows especially following the 1980s; since the development and deepening of the single market phenomenon and the financial integration.

As a result of the globalization and the implementations of the financial liberalization policies, accumulated funds in the developed countries flow to the developing countries through the developments and the improvements in the information and communication technologies. In this process, through the progress and achievements in the financial liberalization policies, the developing countries can attract the international capital flows from the abroad. In this sense, it is observed the changes in the capital flows in the past two decades comparing to the pre-1980. First of all, through weakening the connection between the capital flows and current balances since the capital flows start to move into the private channels from the official channels., capital flows start to focus on the short-term returns. Thus, the short-term capital funds flow and move more quickly than the foreign direct investment and the portfolio investments since they behave speculatively and intensively considered the arbitrage conditions. In the end, this process may harm the financial balances and cause the financial crisis. In these sense February 2001 economic crisis of Turkey have been suitable example for the understanding the importance of the short-term capital flows on the financial crisis.

GİRİŞ

1980 sonrası birçok gelişmekte olan ülkede uluslararası piyasalarda yaşanan küreselleşme olgusuyla birlikte ülkelerarası ticaretin ve sermaye akışının önündeki engelleri kaldıracı düzenlemelere gidilmiştir. Bunun sonucunda sermaye hareketleri hızlanarak, bu ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesine ve dış dünya ile bütünleşmesine katkıda bulunmuşlardır. Sermaye kıt bir kaynaktır ve birçok ülke tarafından talep edilmektedir. Ancak sermaye hareketleri konusunda özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde birçok görüşler öne sürülmektedir. 1980'lerden itibaren finansal serbestleşme yönünde birçok gelişmekte olan ülke bu yönde adımlar atmıştır. Ancak temel makro dengeleri tam olarak oturmamış ülke ekonomileri için finansal serbestleşme birçok sakıncalar doğurmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, ülkelerin, para politikası, faiz haddi ve kur üzerinde etkileri zayıflamaktadır. Sermaye girişleri, yerli paranın değer kazanmasına neden olarak dış ticarete açık sektörlerini olumsuz etkilemektedir. Bir diğer sakınca olarak da portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynak yapısı ve kalıcılığının düşük olması, çoğu zaman önemli ölçüde sermaye çıkışına neden olmaktadır. Sermaye hareketleri normal dönemlerde tüketim kalemlerinde artışa neden olarak büyümeye olumlu katkı yapabilmekte; ancak bekleyişlerin kötüleştiği ve sermaye çıkışlarının başladığı dönemlerde ekonomiyi olumsuz etkileyebilmektedir.

1990 sonrası birçok gelişmekte olan ülkede finansal krizler yaşanmıştır. Bu krizlerde bir süre sonra tüm ekonomiyi etkileyerek reel sektörü de içine alacak bir biçimde ekonomik krize dönüşmüştür. Yaşanan bu krizler üzerine birçok tartışmalar yaşanmıştır ve krizler konusu birçok ülkenin ve finans konusuyla ilgilenen kişilerin tartışma konusu olmuştur. Türkiye'de de 1990 sonrası yaşanan 1994 krizi ile birlikte Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri üzerinde birçok tartışmalar yaşanmıştır ve bu krizlerin nedenleri ve etkileri üzerine birçok çalışmalar yapılmıştır. Ülkemizde de yaşanan krizler üzerinde bu çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal krizler içerisinde yeri konusu incelenmiştir. Türkiye'de yaşanan Şubat 2001 krizi içerisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin seyri incelenmiş ve kriz öncesi ve kriz sırasındaki seyri araştırılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde küreselleşme ile birlikte finansal piyasalar ve sermaye hareketleri ilişkisi irdelenmiştir. Bu bağlamda sermaye hareketlerinin tarihsel süreç içerisindeki yerinden bahsedilmiştir. Bu bölümde ayrıca uluslararası sermaye akımlarının sınıflandırılması ile birlikte gelişmekte olan

ülkelere yönelik sermaye akımlarının nedenleri üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde ise finansal krizler ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu bağlamda bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinin sebepleri ve temel makro değişkenler üzerindeki etkileri üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin Şubat 2001 Krizindeki yeri konusu araştırılmıştır. Bu bağlamda kriz sürecinde sermaye hareketleri incelenmiş ve sermaye hareketleri ayrıştırılarak temel makro değişkenler üzerindeki etkileri korelasyon katsayıları hesaplanarak gösterilmiştir. Böylece sermaye hareketleri ve içerisinde yer alan kısa vadeli sermayenin finansal krizler üzerindeki etkileri gösterilmeye çalışılmıştır. Bu bakımdan bu çalışmada ele alınan kısa vadeli sermaye hareketleri finansal krizlerin açıklayıcısı olarak ele alınmıştır ancak finansal krizleri tek bir ana nedene indirgeyerek alınmaması gerektiği de unutulmamalıdır. Finansal krizler karmaşık ve eklemlenmiş bir yapı içerisinde ekonomik, politik ve toplumsal olarak birçok değişkenden etkilenmekte ve birçok değişkeni de etkilemektedir.

Türkiye açısından 1980 sonrası finansal liberalleşme ve 1990 sonrası artan biçimde kamu borç stoku ve ekonomik ve politik istikrarsızlık ülke ekonomisinde bireylerin sağlıklı karar alamamalarına ve uzun vadeli düşünememelerine neden olmaktadır. Özellikle, kamu açıkları, cari açıklar ve borç stokunu azaltmaya ve kapamaya yönelik; bunu yaparken de ekonomik büyüme için gerekli döviz girişi için sermaye girişlerini teşvik edici para politikaları uygulanması ülke içi reel faiz oranlarını arttırmış bu da özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke içine girmesine yardımcı olmuştur. Bu durumda ekonomi istikrarlı ve sağlıklı bir yapıya kavuşmamıştır. Bunun sonucunda da finansal kırılganlık ve reel ekonomi anlamında da ekonomik yetersizlik krizlere her zaman davetiye çıkarmıştır.

1. KÜRESELLEŞME, FİNANSAL PİYASALAR VE SERMAYE HAREKETLERİ

Küreselleşme 1980 sonrası dönemde dünya ekonomilerinde kendinden oldukça söz ettirmiştir. Günümüzde dünya ekonomilerinde küreselleşme ve küreselleşmenin getirdiği bütünleşmeler anlamında, özellikle para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler küreselleşme olgusunun finansal piyasalar ve sermaye hareketleriyle ilişkisini gündeme getirmiştir. Bu bakımdan küreselleşme şu haliyle tanımlanabilir: Küreselleşme, ulusal ekonomilerin dünya piyasaları ile eklenmesi ve bütün iktisadi karar süreçlerinin giderek dünya kapitalizminin sermaye birikimine yönelik dinamikleri ile belirlenmesidir¹. Sermaye hareketlerinin temel amacı var olan mal ve hizmet üretim ve tüketimi için fon sahipleri ile fon ihtiyacı olan birimler arasında belli kurumlar, şartlar ve araçlar vasıtasıyla fon ihtiyacını karşılamaktır. Bu bakımdan küreselleşme ve buna bağlı olarak da finansal liberilizasyon hareketleri sermaye hareketlerinin akışkanlığın hızlanmasına ve bir yerden bir yere gidip gelmesinde zemin hazırlamıştır.

Dünya ölçeğinde finans piyasalarının hızlı entegrasyonu özellikle 1980 sonrasında yaşanan yapısal bir değişkenliğin göstergesidir. Sermaye hareketleri üzerinde kontrollerin gevşetilmesi, dünya genelinde yaşanan finansal serbestleşme politikaları, yeni haberleşme ve bilgisayar teknolojisi bu entegrasyonu gelişmesinde önemli rol oynamıştır². Bu bakımdan küreselleşme sürecinin bir uzantısı olarak dünya ekonomisinde yaşanan en önemli gelişmelerden birisi de mali piyasaların entegrasyonunun yanında finansın uluslararasılaşması olmuştur. Bunun sonucunda da, sermaye ve finansman konusunda ulusal sınırlar önemini yitirmeye başlamıştır. Şu halde finansal alanda yaşanan küreselleşmeyle, finansal piyasalar ve sermaye hareketleri ilişkisine mali piyasaların entegrasyonu ve finansın uluslararasılaşması olarak bakabiliriz. Bu bağlamda mali piyasaların entegrasyonu, çeşitli ülkelerin mali piyasalarında yer alan getiri oranları/fon maliyetleri arasındaki farkların ortadan kalkması; finansın uluslararasılaşması ise uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunun sonucunda gerek fon arz ve talebinin gerekse mali piyasa katılımcılarının, herhangi bir coğrafi sınırlamaya bağlı kalmaksızın, kendileri için

¹ Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: İletişim Yayınları 2001, s.13.

² Yasemin Türker Kaya, *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellemesi: Türkiye Örneği*, Uzmanlık Tezi, D.P.T. ,Yayın No: 2487, Ankara: Ağustos 1988, s.6.

daha uygun olan mekânlarda işlemlerini gerçekleştirmesi olarak tanımlanabilir. Hem mali piyasalarda yaşanan bütünleşmeler hem de finansın uluslararasılaşmasının altında yatan birtakım sebepler vardır. Bunlar dünya savaşlarının sona ermesi ve gerek ulusal gerekse uluslararası alanda yaşanan liberizasyon hareketleri, finansal yenilikler, teknoloji ve haberleşme alanındaki yenilikler şeklinde gösterilebilir. 1. ve 2. Dünya savaşlarının sona ermesiyle beraber sanayi ve ticaret yeniden canlanmaya başlamış, ulusal ekonomiler büyümeye, uluslararası ticarete sınırlar yavaş yavaş kalkmaya başlamış ve mali piyasalar uluslararası düzeyde bütünleşme sürecine girmiştir.

1.1 Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Seyri ve Gelişimi

Sermaye hareketleri, endüstri devrimiyle beraber ülkelerin ellerindeki üretim fazlalıklarını satabilmek amacıyla pazar aramalarına girmeleriyle oluşmaya başlamıştır. Özellikle 19.yüzyılda yabancı sermayenin en büyük kaynağı İngiltere olmuştur. 1870'lerden sonra sermaye zengini ülkelere ödünç verilebilir fon çıkışı yaşanmaya başlamasıyla Almanya ile beraber Amerika Birleşik Devletleri en fazla yatırım yapılan bölgeler olmuşlardır. İngiltere'nin bu dönemlerde yabancı ülkelere yapmış olduğu yatırımlar Tablo 1.1'de görülmektedir.

Tablo 1.1. İngiltere'nin Yabancı Ülkelere Yaptığı Yatırımlar (1830-1914)

Yıllar	1830	1854	1870	1914
Oran	%	%	%	%
Avrupa	66	55	25	5
A.B.D.	9	25	27	21
Latin Amerika	23	15	11	18
Hindistan Dominyonluğu	2	5	34	47
Diğer Bölgeler			3	9
Toplam	100	100	100	100
Toplam Yatırım(£m.)	100	260	770	4107

Kaynak : A.G. Kenwood and A.L. Lougheed, *The Growth of The International Economy*, London, 1999, s.30.

Dünya tarihi açısından sermaye hareketlerinin seyrine bakıldığında dünya savaşına kadar olan dönemde geçerli olan para sistemi altın standardıdır. Altın standardında her ülke parasını belirli bir altın miktarına bağlar. Her ülke için ayrı ayrı

belirlenen değerler, ülkelerin para birimlerini birbiriyle kıyaslamayı mümkün kılar³. 1870 sonrasında Londra sermaye piyasaları gittikçe önem kazanmaya başlamıştır. Bu bakımdan Sterlinde bu dönemde en az altın kadar değerli ve geçerli bir para birimidir. 1870'lerden 1. Dünya Savaşı'na kadar sürdürülen altın standardı sistemi istikrarlı ve güvenilir bir sabit döviz kuru sistemi olmuştur. Ancak savaşın başlamasıyla dolaşımdaki paranın altına olan konvertiblesi ve altın ihracatı sekteye uğradığı için sistem sona erme noktasına gelmiştir.

1929 yılında yaşanan Büyük Buhranın ardından hammadde üreticisi ülkeler sermaye girişlerinin azalması ve ürün fiyatlarındaki düşme nedeniyle zor durumda kalmışlardır. Krizle beraber oluşan ekonomik daralma ve çöküntü gelişmiş ülkelerin sermaye ihracatını da önemli ölçüde etkilemiştir. Yaşanan tüm bu olumsuzlukların etkisiyle 1931 yılında İngiltere, 1932 yılında da Amerika altın standardını terk etmiştir. Bu da altın standardının sonunun geldiğinin anlamında gelmiştir. Altın standardının terk edilmesiyle dünya ticareti sekteye uğramış, ülkelerin ekonomik yapılarında ciddi sorunlar oluşmuş ve altın standardının terk edilmesiyle geniş kapsamlı ticari ve parasal kontroller uygulanmış; bunun sonucunda da sermaye akımları minimum düzeye düşmüştür.

Dünya savaşları sonrasında ise ayarlanabilir kur sistemine dayalı olan Bretton Woods sistemi (1945–1971) dönemi başlamıştır. Sistemde ABD dışında tüm IMF ülkeleri, resmi kurdan paralarının değerini dolar cinsinden tanımlamışlardır. ABD ise parasını altına (1 ons=35\$) bağlamıştır. Her ulusal paranın dolar bazında değerinin olması, dolarında sabit fiyattan altına bağlanması, tüm ulusal paraları dolaylı olarak bir altın paritesine bağlamaktaydı. Döviz piyasasında ulusal paraların değerinin parite etrafında $\pm\%1$ veya daha düşük oranlarda dalgalanmasına izin verebilirdi. Buna göre bir paranın piyasada alabileceği en yüksek değer üst destekleme noktasını, en düşük değer de alt destekleme noktasını oluşturuyordu. Bu iki sınır arasında piyasa kurları, arz ve talep koşullarına bağlı olarak oluşabilirdi⁴. Bretton Woods sisteminin işleyişi boyunca genelde mali piyasaların ve özellikle de sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve bu piyasalarda bilginin üretimi ve kullanımının etkin olmaması, diğer bir deyişle işlemlerin serbest piyasa çerçevesinde

³ A.G. Kenwood and A.L. Lougheed, *The Growth of The International Economy*, London, 1999, s. 105.

⁴ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulamalar*, İstanbul: Güzem Yayınları, 1999, 13. Baskı, s.544.

gerçekleşmesinden ziyade çoğunlukla kontrollü kamusal işlemler yapıyor olması döviz ve uluslararası ödemelerde krizlerin ortaya çıkmasını sınırlandırmıştır⁵.

1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte piyasalar ve devletler arasında köklü değişiklikler olmuştur. Liberalizasyon hareketleri ve teknolojik gelişmeler hükümetlerin piyasalar üzerindeki etkisini azaltırken, uluslararası finansın da gücünü arttırmıştır. Bu dönemde sermaye akımının gelişimi dört evreden oluşmaktadır. İlk evrede gelişmiş ülkeler arasında net sermaye hareketleri önemli ölçüde genişlemiştir. Bu artışa kurumsal yatırımcıların ve yabancı finansal kuruluşların yerel finansal pazarlardaki yüksek miktarlardaki yatırımları yol açmıştır. Bu akım aynı dönemdeki uluslararası ticaret akımından çok daha geniş ölçülerde gerçekleşmiştir. İkinci evre, gelişmiş ülkelerdeki sermaye kontrollerinin yumuşatıldığı ve finansal serbestleşmenin arttığı evredir. Bu dönemde uluslararası sermaye piyasaları arasında bütünleşmenin arttığı evredir. Uluslararası sermaye piyasaları arasında bütünleşmenin derecesi pazarlara yönelik sermaye akımı büyüklüklerinden çok, çeşitli pazarlardaki mali enstrümanların getirilerindeki farklılaşma ile ölçülmektedir. Üçüncü evre ise, gelişmiş ülkelerin cari işlemler ve kamu açıklarını kapatmaya yönelik sermaye akımının geliştiği dönemdir ki, bunun finansman kaynağını, resmi sermaye akımlarından çok özel akımlar karşılamakta, ayrıca özel sermaye akımı içinde ticaret bankalarının yerini menkul kıymet ihraçları almaktadır. Son evrede ise 1980'li yılların sonundan itibaren özellikle gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde finansal serbestleşmenin yaşandığı, bu ülkelerin uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleştiği ve bu ülkelerde yoğun sermaye akımının olduğu görülmektedir⁶.

1.2 Finansal Piyasalar ve Küreselleşme

Finansal piyasalar temel olarak para ve sermaye piyasalarından oluşmaktadır. Para piyasasını temel işlevi bir yıla kadar olan fon ihtiyaçlarını fon arz edenlerle fon talep edenleri buluşturmak ve fon arz edenlerden fon talep edenlere doğru olan akışı yönlendirmektir. Sermaye piyasasının temel işlevi ise bir yıldan daha uzun süreli fon ihtiyaçlarını fon arz edenlerden fon talep edenlere doğru

⁵ Meral Tezcanlı ve Diğerleri, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İMKB Yayınları, 1994, s.80.

⁶ Sadi Uzunoğlu ve Diğerleri, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Yayınları, Haziran 1995, s.37.

yönlendirmektir. Bu iki piyasa bu şekilde tanımlansa da aralarında organik olarak bir bağ vardır ve böyle bir ayrımın teorik olarak yapıldığını da unutmamak gerekir. Faiz haddi her iki piyasa için de fon akımını ayarlayan bir düzenleyicidir. Bu bakımdan finansal piyasaların küreselleşmesine etki eden sebeplerin başında faiz oranlarının, döviz kurlarının, mal fiyatlarının değişkenliğinin artması ve iletişim teknolojilerindeki ilerlemeler gösterilebilir.

1.2.1 Finansal Piyasaların Serbestleşme Biçimleri

1980'lerin ikinci yarısından sonra sermaye hareketlerinin serbestleşmesini birkaç değişik boyutta irdelemek gerekir. Birincisi, finansal kapital, yani akışkan fonlar halinde mali piyasalar arasında hareket eden kısa vadeli parasal sermaye; ikincisi, gittiği ülkede fiziksel yatırım yapan istihdamı ve üretim kapasitesini genişleten dolaysız yabancı sermayedir. Küreselleşme bu iki şekliyle sermayenin her türlü devlet denetiminden arındırılarak serbestleşmesi anlamına gelmektedir. Elektronik devrim, birinci kadar ikinci biçimdeki sermayenin de hareketini hızlandırmış, hareket maliyetini düşürmüş ve izlenmesini kolaylaştırmıştır⁷. Bu bakımdan finansal serbestleşme biçimleri olarak içsel ve dışsal serbestleşme olarak gösterebiliriz.

1.2.1.1 Dışsal Serbestleşme

Dışsal finansal serbestleşme sermaye girişi ve çıkışına yönelik işlemlerin liberalize edilerek yerleşik ve yerleşik olmayanların yurt içinde serbestçe mali yatırım yapabilmeleri ve yurt dışına sermaye transferinin serbestleştirilmesi olarak tanımlanabilir. Dışsal finansal serbestleşme bağlamında üç çeşit işlemden söz edilebilir⁸.

- Yurtiçine dönük işlemler: Ülke vatandaşları uluslararası finansal piyasalardan serbestçe borçlanabilir, yabancılar da yerli finans piyasalarında yatırım yapabilirler.

⁷ Gülten Kazgan, *Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen*, İstanbul: Altın Kitaplar Kitabevi, 1997, s.s.120–125.

⁸ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s.s. 8–9.

- Yurtdışına döntük işlemler: Vatandaşların yurtdışında sermaye transferine ve dışarıda varlık tutmalarına izin verilir, yabancıların yerli finans piyasalarında borç verip kredi kullanabilmeleri sağlanır.
- Yabancı para ile yerli transfer: Vatandaşların yabancı para cinsinden borçlu-alacaklı ilişkisine girebilmelerinin serbest hale getirilmesidir.

1.2.1.2 İçsel Serbestleşme

İç finansal serbestleşme ulusal para cinsinden yapılan tüm işlemlerdeki sınırlayıcı faktörlerin kaldırılması veya finansal piyasayı etkilemeyecek oranda azaltılmasını ifade eder. Finansal reformlar genellikle iki ana konuda gerçekleşmektedir. Ülke içinde mali daralmaya yol açan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması, diğeri ise gerek yurtdışından yurtiçine gerekse yurtiçinden yurtdışına sermaye hareketlerine tam serbestleşme tanımakla gerçekleşir.

Yurt içi finansal serbestleşme faizlerin piyasa tarafında belirlenmesi, faizler üzerindeki mali yüklerin azaltılması, kredi tavanlarının ve tayınlamalarının kaldırılması, finansal piyasaya girişin kolaylaştırılarak, finansal araçların çeşitlendirilmesi gibi ekonomik hedeflerden oluşur. Yurt içinde yaşanan finansal serbestleşme enflasyon ile faiz oranları arasındaki bağı güçlendirirken, yurtdışı finansal serbestleşme enflasyon ile kur bağı zayıflatmaktadır. Kur, dış ticaret dengeleri yerine sermaye hareketleri tarafından belirlenmekte ve para otoritelerinin uyguladıkları ekonomik politikadaki otonomileri azalmaktadır⁹.

1.2.2 Finansal Serbestleşmeyi Hızlandıran Ekonomik Gelişmeler

Gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketleriyle ilgili yaptığı reformlarla uzun dönem sermaye hareketlerini arttırmayı ve istikrarlı bir büyüme sağlamayı hedeflemektedir. Pek çok gelişmekte olan ülkede finansal sistemi açık hale getirme ve sermaye hareketlerini serbestleştirme yönünde çabalar vardır. Bu çabaları uluslararası ekonomik yapıdaki gelişmeler de hızlandırmaktadır. Özellikle sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerdeki etkinlik, artan dış ticaret entegrasyonu, finansal yenilikler ile

⁹ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s.s.8-9.

azalmaktadır. Bunun dışında ülkeler arası karşılıklı ticaretin gelişmesi sonucu finansal sistemlerin açık hale getirilmesi finansal serbestleşmeyi hızlandıran etkenlerdir.

1.2.3 Uluslararası Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketleri birçok şekilde kendisini göstermektedir. Bu bakımdan bu bölümde sermaye akımları, uzun vadeli sermaye hareketleri, diğer uzun vadeli hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri başlıkları altında incelenmiştir. Yine uzun vadeli sermaye hareketleri de kendi içerisinde doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları olarak ikiye ayrılarak incelenmiştir.

1.2.3.1 Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri temelde vadesi bir yıl ve daha uzun süreli olan sermaye hareketlerini içermektedir. Bu sermaye hareketleri de kendi içinde portföy yatırımları ve dolaysız sermaye yatırımları olarak ikiye ayrılır. Uzun vadeli sermaye hareketleri, ülkeler arası yüksek kar oranı, faiz oranı farklarından yararlanma, ülkeler arasındaki ticareti sınırlayan engelleri aşma veya yabancı hammadde kaynaklarına daha kolay ulaşma gibi nedenler ile ortaya çıkar¹⁰. Ülkeler daha çok uzun vadeli sermaye hareketlerini bunların içerisinde de dolaysız sermaye yatırımlarını kendilerine çekmek istemektedirler. Dolaysız sermaye hem ülkenin gelişmişliğine ve istihdamına olumlu katkı sağlarken; reel anlamda da ekonominin büyümesine de katkı sağlayabilmektedir.

1.2.3.1.1 Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır. Bu yatırımlar yatay ve dikey şekillerde olmaktadır. Yatay yatırımlar, bir firmanın yatırım yaptığı ülkelerde kendi ülkesi ile aynı üretimi gerçekleştirdiği zaman ortaya çıkmaktadır. Dikey yatırımlar ise, yatırım yapılan

¹⁰ Tamer İşgüden ve Müfit Akyüz, *Uluslararası İktisat*, İstanbul: Evrim Kitabevi, 1990, s.61.

ülkede esas ülkedeki ürünlerin işlenmesi şeklinde yapılan yatırımdır¹¹. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin önemli bir bölümünü oluşturan ve aynı zamanda ilgili ülkelere teknoloji ve yönetim tekniklerinin transferini de sağlayan doğrudan yabancı yatırımlar, özel sektör yatırımlarından oluşmakta olup, yatırım yapılan ülkelerin hem ulusal piyasalarında etkinliğin ve rekabetin artmasına katkıda bulunmakta hem de ilgili ülkelerin uluslararası rekabet gücünü arttırıp bunların diğer ülke piyasalarına girişlerini mümkün kılmaktadır¹².

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, yatırımın yapıldığı ülkenin ödemeler bilançosu üzerinde çeşitli etkileri vardır. Kuruluş aşamasında ödemeler bilançosu üzerinde olumlu katkılarının yanı sıra gerek ihracat yoluyla gerekse ithal ikamesi şeklinde ödemeler bilançosuna önemli katkılarda bulunurlar. Fakat daha sonraki süreçte üretimin sürdürülebilmesi için gerekli olan girdilerin ithali, üretim faktörlerine ödenen faktör gelirleri, mahalli olarak yaratılan yüksek gelirin marjinal tüketim meyline bağlı olarak artan ithalat eğilimi ve üretimin sona ermesi durumunda ülkeye getirilmiş olan sermayenin ülke dışına çıkarılması ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz etkilerde bulunur¹³.

Doğrudan yabancı yatırım kararı, alıcı ülkedeki ekonomik koşullarla yakından ilgilidir. Bu nedenle, doğrudan yabancı yatırımlar makro ekonomik dengeleri oturmuş, uluslararası arenada kredibilitesi yüksek, görelî riskin az olduğu ülkelere yapılmaktadır. 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri ivme kazanmıştır. 1990'lı yıllarda pek çok gelişmekte olan ülke doğrudan yabancı yatırımların girişin kolaylaştıran düzenlemelerde bulunmuştur¹⁴.

1.2.3.1.2 Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde

¹¹ Rıdvan S. Karluk, *Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim*, Beta Yayın, İstanbul:1997, s.517.

¹² Ali Alp, *Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul: 2000, s.12.

¹³ Rıdvan S. Karluk, *Uluslararası Ekonomi: Teori, Politika, Sistem, Kurumlar*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul:1984, s.410

¹⁴ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s.78.

etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlardır. Portföy yatırımları uluslararası ve piyasalar arası yapılabilmektedir.

Portföy yatırımları uluslararası ve piyasalar arasında yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında offshore bir merkezde gerçekleşmesi piyasalar arası işlemlere örnektir¹⁵. Gerek portföy yatırımları gerekse doğrudan yabancı sermaye yatırımları uluslararası sermaye akımları niteliğinde olmakla birlikte birbirlerinden ayrılan yönleri vardır. Bunları aşağıdaki şekliyle sıralayabiliriz¹⁶:

- Doğrudan yatırımlarda yatırım ve üretim süreci tamamen yatırımı yapan şirket tarafından kontrol edilir. Denetimi daha etkin şekilde gerçekleştirmek için çoğu zaman üst yönetim kadrolarını yatırım yapan şirket seçer. Oysa portföy yatırımlarında bir şirkete ait hisse senedi ya da tahvillerin satın alınması yatırımcıya şirketin yönetimine doğrudan katılma hakkı vermez. Yatırımın hisse senetlerine yapılması durumunda genel kurulda oy hakkına sahip olmak şirket yönetimini doğrudan kontrol etmek anlamına gelmemektedir.
- Doğrudan yatırımlarda yatırımcı, sermayenin yanı sıra makine donanımı ile nitelikli işgücü, işletmecilik bilgisi gibi üretimi artırıcı gerekli diğer desteği sağlayabilir. Portföy yatırımlarında ise yatırımcının tek katkısı sermayesidir. Bununla birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında sermaye dışındaki üretim faktörlerinin de hareketliliği söz konusudur.
- Doğrudan yatırımlarda elde edilen gelirin transferi yatırım yapılan işlemin verimliliğine bağlı olarak, yatırımın yapıldığı ülkedeki yabancı para transferi ile ilgili uygulamalar konusunda gerçekleşmektedir. Portföy yatırımlarında ise gelirlerin geri ödeme koşulları önceden bellidir ve ekonomideki şartlara göre değişmez.
- Vade açısından ise doğrudan yabancı sermaye yatırımları uzun vadeli yatırım türüdür. Kısa vadeli, geriye dönüşü mümkün olmadığından, doğal olarak uzun vadede politik ve ekonomik istikrar önemli bir rol

¹⁵ Meral Tezcanlı ve Diğerleri, a.g.e., s.94.

¹⁶ Halil Seyidoğlu, a.g.e., s.568.

oyunmaktadır. Portföy yatırımları ise daha kısa vadeli olduklarından dolayı yüksek mobilite ve likit özelliği nedeniyle sermaye çıkışını kolaylaştırdığından, finansal krizlerin doğmasına yol açabilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise likiditesi düşük olduğundan ani bir dönüş olasılığı düşük olduğundan krizlere neden olmaz.

1.2.3.2 Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri kamu ve özel sektörün orta ve uzun vadeli kredi kullanımlarının ve dış borç anapara ödemelerinin kaydedildiği bir hesaptır. Bu bakımdan diğer uzun vadeli sermaye hareketleri kamu kesiminin kredi kullanımları, kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları ve uluslararası piyasalardan sağlanan diğer orta ve uzun vadeli kredileri kapsamaktadır.

1.2.3.3 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri ödemeler dengesi bilançosunda bankalar aracılığıyla yapılan ve başka bir yerde gösterilmeyen artık bir kalemdir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkânını değerlendirme ilkesiyle 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 olabilmekte ve beklenmedik şoklar karşısında benzer tepkiler verebilmektedirler¹⁷. Bu bakımdan kısa vadeli sermaye hareketlerini Merkez Bankası'nın dövize çevrilebilir mevduat, banka kredileri, muhabir açıkları ile ticari bankaların kabul kredileri, prefinansman kredileri, döviz tevdiat hesapları, kurye kredisi ve ticari banka varlıkları kalemleri toplamından oluşmaktadır. 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 dışındaki kalan sektörlerin döviz varlıklarındaki artışlar veya azalışlar altında kaydedilirken yükümlülükler bölümünde,

¹⁷ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s.s. 80–81.

Merkez Bankası'nın da dâhil olduğu kamu sektörü, ticari bankalar ve bu iki sektörün dışında kalan diğer sektörlerin işlemlerinde doğan borçlanmalar yer almaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri birçok kez sıcak para olarak da adlandırılmaktadır. Sıcak parayı mali piyasalarda oluşabilecek kur ve faiz başta olmak üzere birçok mali getiri araçlarındaki farklılıklardan kazanç sağlama üzere en fazla bir yıl süreli olmak üzere piyasalar arasında hareket eden sermaye hareketleri olarak tanımlanabilir. Ancak sıcak para kavramı üzerinde birçok tartışmalar yaşanmış bu kavramın içeriğinin nasıl olacağı ve ölçümünün nasıl yapılacağı uzun süre tartışılmıştır. Çünkü iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmeler sermaye hareketlerini dakika ve saniyeler içerisinde bir pazardan diğer pazara girip çıkmasına olanak tanımıştır. Bu durumda sermaye hareketlerinin izlenmesi için ve denetimi için nasıl bir yasal prosedür izlenmesi gerektiğini gündeme getirmektedir. Bu sebeptir ki bu tür sermaye hareketlerinin ani ve anlık hareketleriyle dünya ekonomilerinde finansal krizler oluşabilmektedir. Sıcak para hareketleri içerisinde resmi olarak direkt gözlenebilen kalemleri, ödemeler dengesindeki sermaye hareketleri kalemindeki kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları kalemleri içerisinde görebiliriz. Bu kalemler içinde portföy kalemleri genellikle uzun süreli yatırımları içermekle birlikte son dönemlerde vade yapısı gittikçe kısalmaktadır. Bunun temel sebebi gelişmekte olan ülkelerdeki siyasi ve ekonomik istikrarsızlık unsurlarının bu sermaye hareketlerinin uzun dönemli yatırım yapmasını engellemesidir. Mali sermaye hareketlerini bu resmi boyutuna ilave olarak bir diğer önemli boyutu ise ödemeler dengesi kalemleri içerisinde yer alan *net hata ve noksan kalemini* de bu sermaye hareketlerine konu olmasındır. Mali sermaye hareketlerinin hepsinin denetlenememesi sebebiyle büyük bir tutar bu kalemin içerisinde hareket ettiği kabul edilmektedir. Öyle ki, Dünya Bankası'nın sıcak para hareketlerini ölçerken bu kalemi de göz önüne almaktadır. Net hata ve noksan kalemi sadece mali sermaye hareketlerinden ibaret değildir. Net hata ve noksan kalemi ihmal edilen, takip edilmeyen pek çok unsurdan da oluşmaktadır. Ancak bu kalemin büyüklüğü özellikle gelişen piyasalara sahip ülkelerde oldukça büyük meblağlara ulaşmaktadır. Özellikle Türkiye'de örneği yaşanan kayıtdışı ihracat (bavul ticareti) net hata ve noksan kaleminin pozitif olmasında etkili olmaktadır. Bu açıdan net hata ve noksan kalemini sıcak para tanımında kullanmak bu kalemin tümüyle sermaye hareketlerinden kaynaklandığı varsayımına dayandığından hatalı yorumlara yol açabilmektedir. Şu haliyle sıcak para

portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplamından net hata ve noksan teriminin çıkarılmasından oluşmaktadır şeklinde tanımlanabileceği gibi sadece kısa vadeli sermaye hareketlerinden net hata ve noksan teriminin çıkartılması şeklinde de tanımlanabilir. Ancak net hata ve noksan terimi sıcak para tanımı içerisinde de gösterilmektedir. Bunun gerekçesi olarak da ödemeler dengesi hesaplamalarındaki hata ve eksikliklerin, cari işlemlerden çok sermaye hareketlerinden kaynaklandığı teşhisi yatmaktadır.

1.2.4 Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen birçok faktör vardır. Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin yönünü itici ve çekici faktörler olarak iki ana kısımda gösterebiliriz. İtici faktörler genelde sermaye arzının yoğun olduğu bölgelerde meydana gelen hareketlerdir. Bu bakımdan sermaye girişlerinin dış dünya koşullarından diğer bir ifade ile uluslararası konjonktürden etkilenmesinin neden olduğu faktörlere itici faktörler adı verilebilir.

Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen itici faktörleri şu şekilde gösterebiliriz¹⁸:

- Uluslararası portföy dağıtılması yoluyla, gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların kazançlarının artması bu ülkelerdeki sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olabilmektedir.
- Bölgesel ticaret anlaşmaları sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere girişini belirleyen bir diğer nedendir.
- Gelişmiş ülkelerdeki finansal liberalizasyon, bu ülkelerdeki sermaye piyasalarını gelişmekte olan ülkelere açmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki çeşitli kurumsal ve kuralsal değişiklikler ise sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olabilmektedir.
- Ulaşım ve haberleşme teknolojilerindeki yeniliklerin getirdiği maliyet düşüşleri, sermayenin uluslararası hareket kabiliyetini arttırmıştır.

¹⁸ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s.s. 27–28.

Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer unsur olarak çekici faktörleri gösterebiliriz. Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen çekici faktörleri şu şekilde gösterebiliriz¹⁹:

- Gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmaları ve finansal liberalizasyona gitmeleri, uluslararası sermayenin bu ülkelere girişini belirlemiştir.
- Gelişmekte olan ülkelerin makro ekonomik göstergelerindeki iyileşmeler sermayenin bu ülkelere yönelmesine neden olmaktadır.
- Gelişmekte olan ülkelerin ihracat performansları uluslararası piyasalardaki kredibilitelerini arttırmış, bunun sonucu bu ülkelere sermaye girişi yaşanmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinde çekici ve itici faktörlerin hangisinin daha önemli olduğu sermayenin hareketine o yönde yön verebilmektedir. Örneğin, çekici faktörler itici faktörlere göre daha önemli ve belirleyici ise sermaye girişi uluslararası ekonomik koşullardaki olumsuz değişmelere rağmen devam edebilir ya da itici faktörler daha önemli ise uluslararası değişiklikler sermaye girişinde temel belirleyici olabilmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen itici ve çekici faktörler dışında yine sermaye hareketlerini etkileyen faktörler makroekonomik etkenler, enflasyon-döviz ve faiz oranları ve sosyal etkenler olmak üzere üç ana başlık altında incelenebilir.

1.2.4.1 Makroekonomik Etkenler

Uluslararası sermaye daha çok yüksek enflasyona sahip ve yeterince güçlü para birimlerine sahip olmayan ülkelere daha güvenceli ve istikrarlı bir ekonomik yapıya sahip ülkelere doğru akışkanlık gösterir. Finansal reformların gerçekleştirilmeye başlandığı dönemde mevcut makroekonomik yapı ve uygulanan makroekonomik politikalar hem finansal reformların başarısı hem de finansal reformların makroekonomik istikrara etkisi açısından önemlidir. Makroekonomik istikrara ulaşamamış bir ekonomiyi yabancı sermayeye açmanın maliyetleri de yüksek

¹⁹ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s. 29.

olacaktır. Bu nedenle finansal reformlar makroekonomik çevreden ayrı düşünülmemeli ve mutlaka ekonominin diğer alanlarında da gerekli ve uygun reformlar aynı anda veya birbirini takip edecek biçimde yapılmalıdır. Ülke deneyimlerinde makroekonomik istikrar ve finansal serbestleşme birbirini destekleyici nitelikte olduğu görülmektedir²⁰.

1.2.4.2 Enflasyon-Döviz ve Faiz Oranları

Sermaye girişleri özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından, her zaman olumlu olmayabilmektedir. Yüksek tutarlı kısa vadeli sermaye girişleri, ilgili ülkeler açısından enflasyonist bir baskı yaratmakta, döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açmakta ve ödemler dengesi açısından, cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olabilmektedir. Fiyatlar genel seviyesi oynak (yüksek) bir yapıya sahipse ve ülkede belirsizlikler yaşıyorsa yatırımcı bu gibi ülkelere yatırım yapmaktan vazgeçebilmektedir. Aynı şekilde yatırımcılar yabancı ülkede kendine portföy oluşturmak istediği zaman ilk önce gitmek istediği ülke parasının konvertibl olmasına önem verir. Sermaye hareketlerini etkileyen bir başka etken de faiz oranlarıdır. Yatırımcılar ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından yararlanmak için bir ülkeden diğer bir ülkeye girebilmektedir. Faiz oranları yükseldiği ölçüde sermaye girişi artmakta, düşmesi halinde ise ülkeden sermaye çıkışı hızlanmaktadır.

1.2.4.3 Sosyal ve Politik Etkenler

Sermaye girişi üzerinde ülkenin politik ve sosyal yapısı da önemli rol oynamaktadır. Ekonomik ve politik etkenler ülkelerin uluslararası kredi derecelerini etkilediği için borç yükümlülüklerini etkilemektedir. Bir ülkenin sosyal istikrarı, nüfus yoğunluğu, demografik denge, eğitim düzeyi, etnik yapısı, işgücü ve sendikalar, gelir dağılımı ve aile yapısı gibi unsurların hepsi bir arada değerlendirilmesi sonucunda belirir. Yabancı yatırımcı açısından önemli bir kıstas da, ülkenin hukuk ve adalet sisteminin işleyiş etkinliğidir. Yatırımların güvende olması, sermaye kazançları transfer etmede ya da bir anlaşmazlık durumunda hakkını arama güven ortamı yaratacaktır.

²⁰ Sadi Uzunoglu ve Diğeri, a.g.e. , s.44.

1.3 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri

Gelişmekte olan ülkeler birçok açıdan uluslararası piyasalardaki sermayeyi çekici özellikler sunmaktadır. Yabancı sermaye sahipleri sermayelerini sürekli kazançlı buldukları yerlere yatırma gayreti içindedirler. Doğaldır ki sermayenin başka bir yerde yatırım yapabilmesi, yatırımın karlılığının gittiği yerde daha yüksek bir kazanç getirmesine bağlıdır.

Gelişmekte olan ülkeler ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlara çözüm arayışı içinde uluslararası yatırımları özendirici çalışmalar başlatmışlardır. Bu amaçla gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının yabancılara açılması ile ilgili kolaylıklar genişletmeye ve faaliyet alanları yaygınlaştırmaya çalışılmaktadır. Özel sektörün gereksinimlerinin dış borçlanma ve devlet sübvansiyonları yerine hisse senetlerinin yabancılara satılması yolu ile karşılanabilmesi için gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Bu uygulamalar yabancı yatırımcıya açılan piyasaların derinliğini artırıcı etki yaratmaktadır. Özellikle son yıllarda sanayileşmiş batılı ülkelerin fonlarının gelişmekte olan piyasalara akmasında görülen artış bu ülkelerin tasarruflarında, özellikle emeklilik ve yatırım fonlarındaki 1990'lı yılların başından itibaren meydana gelen hızlı artışa ve bu kuruluşların uluslararası yatırım yapmalarını kısıtlayıcı engellerin ortadan kaldırılmasına bağlanabilir. Bunun yanı sıra yüksek getiri beklentisi içinde olan yatırımcının gelişmekte olan ülkelerin yüksek riskini kabullenmesi de önemli bir faktördür.²¹

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermayenin yoğunlaştığı alanlar dikkate alındığında, sermayenin müteşebbisin kar dışında bir amacının olmadığı belirlenmesini doğrular şekilde, en kolay girilebilen ve kar marjı yüksek olan sektörlerde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu duruma örnek olarak ABD ve Avrupa kökenli sermayenin Afrika, Ortadoğu, Asya ve Pasifik ülkelerinde yatırım yaptığı sektörler gösterilebilir. Yabancı sermayenin yatırım yaptığı sektörlerin başında petrol üretimi ve imalat sanayi gibi sektörler gelmektedir. Son çeyrek yüzyılda finansal liberalizasyon başta olmak üzere, bütün alanlarda ulusal ekonomilerin hızla liberalleşip dünyaya açılmaları, sermaye girişini teşvik edici önlemleri ön plana çıkartmıştır. Liberalizasyon süreciyle birlikte uygulanan dışa açık büyüme stratejisi

²¹ Serkan Aslan, *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye*, T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa ABD. , Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001, s. 23.

gittikçe artan sayıda ülkede uygulama alanı bulmuş ve bu gelişme sonucunda; dünya ekonomisinde mal hareketlerinden bağımsız büyük miktarda sermaye dolaşmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinde (net ve toplam sermaye akımlarında) önemli bir büyümenin gerçekleşmesi, gelişmekte olan ülke finans piyasalarına yabancı yatırımcı ve kurumların katılımlarında da önemli bir artışa neden olmuştur. Bunun nedeni ise sermayenin önündeki engellerin ve sermaye üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve gelişmekte olan ülkeler piyasalarında 1980'den itibaren gelişen liberalizasyon hareketleridir²².

1.3.1 Gelişmekte Olan Ülkelerin Ortak Özellikleri

Gelişmekte olan ülke piyasalarının ortak özellikleri, ülke ekonomisinin ve piyasanın özellikleri başlıkları altında sınıflandırılabilir. Bu başlıklar aşağıdaki maddeler altında gösterilmektedir²³:

Ülke ekonomilerinin özellikleri açısından;

- Göreceli olarak hızlı ekonomik büyüme
- Olgunlaşmamış hisse senedi piyasası
- Daha çok özel sektör üzerinden büyümeyi teşvik eden hükümetler
- Beklenmedik kur hareketleri
- Sürekli bir değişimle beraber ekonomik ve siyasi belirsizlikler

Piyasaların özellikleri açısından;

- Yüksek piyasa devir hızı
- Hisse senedi piyasalarının ekonomi içindeki önemli ve toplam sabit sermaye yatırımları içindeki artan payı
- Ortalama şirket büyüklüklerinin düşük olması
- Sermaye akışının teşvik edilmesi

²²Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri*, İktisat- İşletme ve Finans Dergisi, 223. Sayı, Ekim 2004, s.s.105–106

²³Murat Doğu, *Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye*, Sermaye Piyasaları Kurulu Yayını, No:27, Ankara: Ocak 1999, s.14–17.

- Piyasada belli şirketlerde yoğunlaşma olması, bunun da çeşitlendirme şansını düşürmesi
- Homojenliğin yüksek olması, bunun da volatilité üzerinde arttırıcı etki yapması
- Yüksek işlem maliyeti
- Güvenilir bilgi azlığı
- Teknolojik alt yapının sürekli değişiyor olması

1.3.2 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

1980’li yılların sonları ve 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının nedenleri iki ana grupta toplanabilir. Birinci grup nedenler gelişmekte olan ülkelerin kendi ulusal ekonomilerinde 1980’li yıllardan itibaren başlayan ve hala süregelen değişimle ilgilidir. Bu değişim sermaye hareketlerinin liberalizasyonu, ulusal sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve büyük özelleştirme programı gibi unsurları içermekte olup “çeken faktörler” olarak adlandırılmaktadır. Ulusal ekonomilerin kendi iç devinimlerinde meydana gelen değişmeler ekonomik reformlar altında değerlendirilmiştir. İkinci grup nedenler ise, bu ülkelerin dışında daha çok gelişmiş piyasa ekonomilerinde meydana gelen gelişmelerle ilgilidir. Bu gelişmeler “iten faktörler” olarak ifade edilmektedirler²⁴.

1.3.2.1 Ekonomik Reformlar

Ekonomik reformlar sayesinde bugün birçok gelişmekte olan ülke yüksek düzeyde yabancı sermaye çekebilen konuma gelmiştir. Özellikle 1980’li yılların sonuna kadar borç krizi içerisindeki Latin Amerika ve Asya’nın birçok ülkesi başlattıkları ekonomik reformlarla oldukça başarılı sonuçlar almışlardır. Bunun için de çoğu kez en radikal kararlar ve önlemlere başvurulmuştur. Bunların içinde devlet kurumlarının özelleştirilmesi, vergi kaçaklarının önlenmesi için alınan önlemler, iç hayatındaki pek çok kısıtlamaların kaldırılması ve yerine uluslararası standartlardaki

²⁴Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, a.g.e., s.s.106–107.

kural ve uygulamalarla beraber toplumla uzlaştırıcı yöntemler ve serbestlikler gösterilebilir. Özellikle 1980 sonrası küreselleşme baskısı gelişmekte olan birçok ülkeyi yapısal uyum ve reform sürecinin içine itmiştir. Bu süreç içerisinde birçok gelişme yolundaki ekonomi, açık ekonomi koşullarına kendisini adaptasyona yönelik olarak ekonomik yapılarını uyumlaştırmaya zorlamıştır. Uluslararası sermaye akımları açısından ülkelerin kazandıkları birçok önemli sonuçları da beraberinde getirmiştir. Özellikle ekonomik yapılarındaki piyasanın ağırlığının artmasıyla (liberalleşme ve rekabetçi yapı) dünya ekonomileri ile bütünleşme hızlanmıştır. Yine ekonomilerin dışa açılması mal ve hizmet düzeyinde ticaret hacmini büyütürken, ülkelerin kaynak ihtiyacını da arttırıcı bir gelişme sergilenmesine sebep olmuştur. Özellikle portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye açısından mali piyasaların geliştirilmesi ve kambiyo rejiminin libere edilmesi, bu ülkelere akan sermayeyi nitelik ve nicelik bakımından oldukça etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin gelişen bu piyasaları sermaye girişi ve çıkışını kolaylaştırmıştır ve bu durumda sermaye akımları için uygun bir ortamın yaratılmasına neden olmuştur.

1.3.2.2 Dış Etkenler

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını; özellikle kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımları ekonomik reformların yanında o ülkeden bağımsız dış etkenlerde etkilemektedir. Bu konuda birçok çalışma mevcuttur. Bunların içinde özellikle IMF'in Şili, Kolombiya, Mısır, Meksika, Tayland ve İspanya'nın 1987–1992 periyoduna ait sermaye hareketleri üzerinde içsel ve dışsal faktörlerin önemini ortaya koymaktadır. Bu çalışmada bu ülkelere yönelik sermaye girişlerinde 1980 sonları ve 1990'lı yılların başlarında dışsal etkenlerin de önemli bir rol oynadığı ortaya konmuştur. Özellikle gelişmiş ülkelerde ve gelişmiş ülkelere olan ABD'de büyümenin yavaşlaması ve faiz oranlarındaki gerilemeler sermaye hareketlerinin Latin Amerika ve Güney Doğu Asya da bulunan gelişmekte olan ekonomilere kaymasına sebep olmuştur²⁵. Bununla beraber sermayenin getiri oranlarındaki farklılıklardan yararlanmak için sermayenin marjinal veriminin düşük olduğu ülkeden, yüksek olduğu ülkeye hareketi daima söz konusu olmamaktadır. Robert E. Lucas "Sermaye Akımı Neden Zengin Ülkelerden Yoksul Ülkelere Doğru Hareket Etmez?" adlı makalesinde, sermayenin getiri oranı konusundaki nicel

²⁵ Schadler, *Surges In Capital Inflows: Boon or Course?*, F&D, March 1994, s.6.

tahminlerin nitel tahminlere dönüştürüldüğü zaman, Neo-Klasik modelin geçerliliğini kaybettiğine işaret etmiştir. Standart Neo-Klasik modele dayanan Lucas Simulasyonu, Hindistan'daki kar oranlarının, ABD'den 58 kat daha yüksek olmasına rağmen, bu ülkede istenilen düzeyde sermaye akımının gerçekleşmediğini kanıtlamıştır. Lucas bu durumu işgücünün eğitim düzeyi, beşeri sermayenin dışsallık etkisi ve politik risk gibi unsurlara bağlamaktadır²⁶. Laura Alfaro ve arkadaşlarının düzenlemiş oldukları “Sermaye Akımı Neden Zengin Ülkelerden Yoksul Ülkelere Doğru Hareket Etmez?” adlı makalede sermayenin zengin ülkelere fakir ülkelere hareket etmemesinin nedenlerini ampirik olarak incelemiştir. Bu çalışmada Lucas Paradoksunu açıklamada kurum kalitesinin önemli bir belirleyici olduğunu ve bunun yanı sıra asimetrik bilgi ve beşeri sermayenin de sermayenin zengin ülkeden fakir ülkeye gitmemesinin önemli birer açıklayıcısı olduğunu belirtmiştir²⁷.

1990'lı yılların başında uluslararası sermaye akımlarından görece büyük payı alan gelişmekte olan ülkelere makroekonomik dengeler daha sağlam kurulmuş ve ekonomik istikrar sağlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin daha dinamik ekonomilere ve daha yüksek büyüme oranlarına sahip olmalarının yanında gelişen piyasaların getiri oranlarının gelişmiş piyasalara oranla yüksek olması, yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiş ve bu ülkelere fon akımlarını hızlandırmıştır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin görece olarak daha yüksek getiri sunmaları sonucu 1980'lerde gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere yılda 100 milyar USD sermaye aktarılırken, 1990'lı yıllarda bu rakam 700 milyar USD seviyesine yükselmiştir²⁸. Tablo 1.2'de gelişmekte olan ülkelere yönelik net sermaye akımları görülmektedir. Tablo 1.2'den de görüleceği üzere zaman zaman gelişen piyasalara yönelik sermaye akımlarında finans piyasalarındaki daralmadan dolayı (1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri) önemli düşüşler görülebilmektedir.

²⁶ Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, a.g.e., s.108.

²⁷ Laura Alfaro ve Diğerleri, *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*, December 2003, <http://www.uh.edu/~skalemli/lucas39.pdf>, s.12.

²⁸ Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, a.g.e., s.109.

**Tablo 1.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Sermaye Akımları (1994-2003)
(milyar USD)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Toplam Özel Sermaye Akımları Net	150.9	212.0	234.2	111.9	65.4	69.4	7.7	31.3	58.0	76.8
Özel Doğrudan Yatırımlar Net	80.8	100.1	117.0	142.7	154.7	163.8	153.4	177.5	157.1	165.7
Diğer Özel Sermaye Akımları Net	-42.9	70.7	30.3	-77.2	-84.7	-128.2	-141.4	-114.0	-113.7	-104.7
Özel Portföy Yatırımları Net	113.0	41.2	86.9	46.3	-4.6	33.9	-4.3	-30.2	14.6	15.8

Kaynak: Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri*, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, 223.Sayı, Ekim 2004, s.110.

1.3.3 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması

1980 sonrası uluslararası sermaye hareketlerinin yönünde ve hacminde yaşanan olağanüstü değişimler aynı şekilde bu fonların kompozisyonlarında da yaşanmıştır. Bu gelişmeler, ilgili ülkelerin söz konusu fonların kompozisyonunu çok iyi oluşturmaları gereğini bir kez daha gündeme getirmektedir. Özellikle kısa vadeli fonların piyasalar üzerindeki olası olumsuz etkilerini gidermek için, mali piyasaların altyapısının çok iyi hazırlanması, mali kurumların gerekli sermaye ve likidite yeterliliğine sahip olması, yatırımcıyı koruma ve kamuyu aydınlatmayla ilgili uygulamaların etkin şekilde işliyor olması ve son olarak merkez bankalarının piyasaların likidite durumunu çok iyi izleyip gerektiğinde müdahale edebilecek konumda olması gerekmektedir. Uluslararası ödemeler dengesi istatistikleri uluslararası sermaye hareketlerini dört kategoriye ayırmaktadır²⁹.

²⁹ Ali Alp, a.g.e., s.s.182-183.

Tablo 1.3. Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması

Direkt Yatırımlar	Öz kaynak şeklindeki genellikle uzun vadeli sermaye ve elde edilen kazançların yeniden yatırımı
Diğer Uzun Vadeli Yatırımlar	Krediler, banka mevduatları, diğer alacak ve borçlar
Portföy Yatırımları	Kamu sektörü tahvilleri, diğer tahviller ve hisse senetleri
Kısa Vadeli Yatırımlar	Krediler, kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, diğer alacaklar ve borçlar

Kaynak: Ali Alp, *Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul 2000, s.12.

Bu sınıflandırmada özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri diğer sermaye türlerine göre dikkat edilmesi gereken ve daha volatilité sermaye türüdür. Uluslararası kısa vadeli yatırımlar bu bağlamda portföy yatırımlarını da içerecek biçimde sıcak para (hot money) olarak da adlandırılır. Sıcak para konusu beraberinde birçok tartışmaları da gündeme getirmektedir. Özellikle ülkelerin ödemeler dengesi bakımından sıcak paraya bağımlı olmaları ödemeler dengesinde ve döviz kurlarında meydana gelecek şok-ani dengesizliklere yol açması ve buradan da dış ticarete, mali piyasalara ve ekonominin geneline yayılabilmesi ve sistematik bir krize yol açabilmesinde yatmaktadır. Gelişmekte olan ülke piyasalarında piyasa yapıcılığı ve istikrarsızlık durumunda piyasayı dengeye getirecek bir fon ihtiyacı yeterince mevcut değildir. Özellikle sıcak para çıkışlarında ödemeler dengesi ve döviz piyasalarında yaşanan dengesizlikler mali piyasaları ve ekonomiyi derinden sarsmaktadır. 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi ve ülkemizde yaşanan Şubat 2001 krizi bunlara örnek gösterilebilir.

Sıcak paranın özellikle gelişmekte olan ülkeler bakımında çok riskli bulunmasını karşın, yabancı direkt yatırımlar, çoğunlukla fiziki sermayeye bağı olmaları nedeniyle, daha istikrarlı bir sermaye girişi olarak algılanmaktadırlar. Herhangi bir ekonomik faaliyet için kullanılacak olan alternatif yabancı sermaye kalemleri sınırlıdır. Diğer bir anlatımla, yabancı sermaye ile kurulacak bir fabrika ya da yapılacak bir teknoloji değişikliği söz konusu olduğunda, yabancı direkt yatırımlar

veya uzun vadeli yabancı sermaye söz konusu olup, kısa vadeli fon gereksinimleri kullanılacak (gerek özel sektör şirketlerinin, gerekse kamu hazinesinin kısa vadeli açıkları için ihtiyaç duyduğu) fonlar genellikle kısa vadeli yabancı kaynaklar şeklinde olmaktadır. Kısa vadeli yatırımlar finansman bonosu gibi kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır. Portföy yatırımları ise gerek uzun gerekse kısa vadeli menkul kıymetlerin yanı sıra; kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları, kısa vadeli yatırımlara göre daha uzun vadeleri ifade etmekle beraber, içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle, kısa vadeli yatırımlar gibi, yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmekte ve dolayısıyla ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedirler³⁰. Bu bakımdan portföy yatırımları da zaman zaman gelişmekte olan ülkelerin ekonomik dengeleri üzerinde kısa vadeli sermaye hareketleri gibi olumsuz etkilere yol açabilmektedirler ve sıcak para olarak gösterilmektedirler.

³⁰ Ali Alp, a.g.e., s.s.184–197.

2. FİNANSAL KRİZLER VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Bu bölümde finansal krizler ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkileri teorik çerçevede incelenmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri konusunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin sebepleri ve yatırım şekilleri üzerinde durularak kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonominin geneli ve makro dengeleri üzerindeki etkileri teorik açıdan ele alınmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi ve ekonominin makro dengeleri üzerindeki etkileri anlatılırken finansal serbestleşme sonucu sermaye hareketlerinde yaşanan artış konusuna da değinilerek finansal serbestleşmenin ekonomi politikaları üzerindeki etkileri de gösterilmiştir.

2.1. Finansal Krizler

Finansal krizler konusunda bu bölümde finansal krizlerin genel tanımları yapılmış, finansal krizlerin açıklanmasında kullanılan modeller anlatılmıştır. Böylece finansal kriz kavramı çeşitli yönleriyle gösterilerek finansal krizlerin ana hatları tanımlanmıştır.

2.1.1 Finansal Krizlerin Tanımları

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 edilmektedir. 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 ayrılabilir³¹. Finansal krizin, bir ülkede finansal piyasaların, kaynakların üretken yatırım alanlarına yönlendirilmesi işlevini etkin bir şekilde getirmesini önleyecek biçimde, finansal sistemin bozulması sürecini ifade edebilir. Bu süreçte finansal piyasaların eksik bilgi ve rekabet koşullarında çalışması, hatalı seçim ve ahlaki risk gibi başlıca unsurlar bulunmaktadır. Faiz oranlarının aşırı yükselmesi, hisse senedi fiyatlarının hızla gerilemesi, finansal piyasalarda belirsizliğin artması, bankalarda yaşanan panik

³¹ A.Kibritçioğlu, *Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969–2001*, Yeni Türkiye Dergisi, 2001, Yıl 7, Sayı 41, s.175.

ortamının yayılması ve dışarıya sermaye kaçışının hızlanması finansal krizlerin en önemli göstergeleridir³².

Para krizi, bir ülkenin ulusal parasına güvenin kaybolması sonucu, spekülâtif fonların hızlı ve yoğun bir biçimde ülkeyi terk etmeye başlaması ve bu durum karşısında da mevcut kur düzeninin sürdürülememesi ve sonuçta ulusal paranın devalüe edilebilmesi şeklinde kendini gösterebilmektedir. 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 krizlerinin nedenlerine bakıldığında krizlerin nedenlerinin bankaların öznel koşullarından (sermaye yetersizliği, likidite yetersizliği, kötü yönetim) kaynaklanabildiği gibi döviz kurları ya da faiz oranlarındaki değişmeler gibi makro ekonomik değişikliklerde sebep olabilmektedir.

Teorik açıdan bakıldığında finansal krizlere yol açan dört ana etmen vardır³³:

- Finansal sektör kuruluşlarının bilânçolarında ortaya çıkan olumsuzluklar
- Faiz oranlarında artış
- Artmaya başlayan belirsizlikler
- Varlıklar fiyatlarındaki düşüş sonucu finans sektörü dışında kurumların bilânçolarında ortaya çıkan olumsuzluklar

Finansal sistem genel anlamada tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesini sağlayan mekanizmalar bütünü olarak gösterilebilir. Finansal sistemde çoğu kez borç alanlar ile borç verenler arasında asimetrik bilgi problemi ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi problemi borç alanlarla borç verenler arasındaki bilginin eşit olmadığı bir tarafın diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olması durumudur. Asimetrik bilgi problemi piyasalarda yanlış seçimlere ve piyasaların çökmesine neden olabilmektedir. Asimetrik bilgi dağılımında finansal sistemde tersi seçim (adverse selection) ve ahlaki çöküntü (moral hazard) problemleri ortaya çıkmaktadır. Ters seçim finansal işlemlerin gerçekleştirilmesinden önce ortaya çıkarak yanlış tercihlerin oluşmasına sebep olurken, ahlaki çöküntü de finansal işlemlerin gerçekleşmesinden sonra ortaya çıkmaktadır.

³² K. Eser, *1994 Finans Krizi ve Finansal Kesimde Reform Arayışları*, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Eylül 1995, s.49.

³³F.S.Mishkin, *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, No:8087, 2001, s.3.

Bu bakımdan finansal krizler, ters seçim ve ahlaki çöküntünün ortaya çıktığı ve bu nedenle de piyasaların, tasarrufların en etkin bir şekilde yatırıma dönüşmesi sürecinde etkisiz kaldığı durum olarak tanımlanabilir³⁴.

2.1.2 Finansal Krizlerin Açıklanmasında Kullanılan Modeller

Finansal krizlerin açıklanmasına kullanılan modeller; birinci, ikinci ve üçüncü modeller başlıkları altında incelenmiştir. Böylece finansal krizlerin açıklanmasında çeşitli yaklaşımlar ele alınarak gösterilmeye çalışılmıştır.

2.1.2.1 Birincil Nesil Modeller

1979 yılında Krugman'ın yazdığı makale ile başlayan ve 1984 yılında Flood ve Garber yazdığı makale ile geliştirilen bu modeller krizi ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin öneminden bahsetmektedir³⁵. Bu modeller, para krizlerini, sürdürülemez politikalar ile yapısal dengesizliklerin kaçınılmaz sonucu olarak görmektedir. Para krizlerinin kaçınılmaz son olarak görüldüğü politikalara verilebilecek örnek bütçe açıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları ile sabit yada yarı sabit döviz kuru politikalarının birleşimidir. Merkez bankaları yeterince rezerv bulundurduğu sürece bu tutarsız politikalar göz ardı edilebilmektedir. Rezerv seviyesi piyasa tarafından politikayı sürdürecektir düzeyin altında algılanırsa, para üzerinde ani bir spekülasyon atak oluşur. 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 adlandırılacak makroekonomik temellerdeki bozukluklar, bu modellere göre bir krizin göstergesi olmaktadır³⁶.

1992–1993 yıllarında Avrupa'da para birliğine üye ülkeler arasında yaşanan krizlerde birinci nesil kriz modellerinin öngördüğü anlamda ekonomik temellerde bozulma gözlemlenmesi, bu krizlerin ortaya çıkışında özel sektörün beklentilerindeki

³⁴F.S.Mishkin, a.g.e., s.3.

³⁵ Konu hakkında ayrıntılı bilgi için, Paul R. Krugman *A Model of Balance-of-Payments Crises*, Journal of Money, Credit and Banking 11(3),1979, s.s. 311-325 ve Flood, Robert and Peter Garber, *Collapsing Exchange Rate Regimes; Some Linear Examples*, Journal of International Economics, 1984, s. 1-14 bakınız.

³⁶ Hülya Ardıç, *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, Aralık 2004, s.s.40–41.

dengesizlikler, işsizlik ve faiz oranlarındaki artışlar gibi değişik faktörlerin rol oynayabileceğini göstermektedir. Başlangıçta gelişmiş ülkelerde yaşanan krizleri açıklamak için geliştirilen bu modellerde daha sonra gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizleri açıklamaya yönelik değişiklikler yapılmıştır. Flood ve Garber'in (1984) Krugman'ın (1979) modeline yaptıkları katkılar sonrasında ortaya çıkan ve etkili modellerden birisi olarak değerlendirilen geliştirilmiş bir model, uluslararası finans literatüründe Krugman-Flood-Garber modeli olarak anılmaktadır. Flood ve Garber'in (1984), küçük ve dışa açık bir ekonomide sabit döviz kuru politikasının hangi koşullarda sona ereceğini göstermektedir. Bu modelde sabit döviz kuru politikasının rezervler belirli bir minimum düzeye inene kadar sürdürülebileceği, bu düzeye indikten sonra ise dalgalı döviz kuru politikasına geçileceği varsayılmaktadır. Yine sabit kur rejiminin terk edilmesi için basit bir dışsal kural bulunmaktadır. Buna göre, merkez bankaları uluslararası rezervleri kritik bir düzeye ulaştığı zaman sabit kur rejimini terk edecektir. Buradaki minimum rezerv düzeyi aslında merkez bankasının döviz rezervlerinin ne kadarını sabit kur politikasını sürdürmek için kullanabileceğinin bir göstergesidir. Krugman-Flood-Garber modelinde Merkez Bankaları'nın sahip olduğu bütün rezervlerin sabit kur politikasının sürdürülmesi için kullanılabilmesi, yani minimum rezerv düzeyinin sifıra eşit olduğu varsayılmaktadır³⁷. Bu modellerin eksik yönleri, hükümetlerin otomatik olarak tüm bütçe açıklarının monetize ettiğini ve Merkez Bankası'nın ekonomideki gelişmelere bakmadan rezerv satarak döviz kurunu baskıladığını varsaymaktadır. Döviz kurunu koruyucu politika seçeneklerinin hepsinin bir maliyeti vardır ve ancak döviz kurunu korumak, var olan bu sakıncalar arasında bir denge kurulması meselesidir ve rezervleri sonuna kadar satmak gerçek dışıdır. Yine birinci nesil modellerde iktisadi ajanların gelecek beklentilerinin veya iktisadi faaliyetlerinin hiçbir şekilde mali dengesizlikler veya kredi politikaları üzerinde etkisinin olmayacağı vurgulanmaktadır³⁸.

³⁷ Evrim İmer, *Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerinde Bir Uygulama*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Eylül 2003, s.22.

³⁸ Hülya Ardiç, a.g.e., s.41.

2.1.2.2 İkinci Nesil Modeller

İkinci nesil modellerde, iktisadi ajanların özellikle yatırımcıların beklentileri ile fiili politika sonuçları arasındaki etkileşim temel olarak alınmıştır. Bu modellerde üç ana bileşene sahiptir. Birincisi, hükümetlerin sabit döviz kurunu iptal etmek istemelerinin bir nedeni vardır. İkincisi, hükümetlerin sabit kur rejimini korumak istemelerinin sebepleri vardır. Üçüncüsü ise, krizlere sebep olan kısır döngünün meydana gelmesi için sabit kuru korumanın maliyeti öyle artmalıdır ki; insanlar sabit kuru iptal edileceğine inanmaları gerekmektedir. Bu modellerde politikaların amaç ve hedefleri arasında yaşanan çelişkiler ve gerilim durumunda veya politik belirsizlik durumunda, iktisadi ajanların beklentilerinin ekonomik sonuçları değiştirecek çok önemli etkilerinin olduğudur. İkinci nesil modellerde mümkün olan bir başka senaryo yatırımcıların bir devalüasyon beklemediği, risk priminin değişmediği bir durumda, para otoriteleri sabit kuru sürdürebilir. Dolayısıyla devalüasyon gereği gündeme gelmeyebilir. Halbuki beklentilerin devalüasyon yoluna kayması bir para krizine yol açacaktır. Dolayısıyla tüm şartlar aynı iken piyasa katılımcılarının beklentilerindeki ani ve keyfi değişimler bir ekonomideki para istikrarını etkileyebilmektedir. Bu duruma göre de bu modellerdeki ekonomide çoklu dengeler olduğu vurgulanmaktadır. İkinci nesil modeller global finansal piyasaların yapısına daha uygun olmakla birlikte, analizin temel taşı olan güven kaybının ve beklentilerdeki değişikliklerin nedenleri konusunda yetersiz kaldığından eleştirilere uğramıştır³⁹.

2.1.2.3 Üçüncü Nesil Modeller

Birinci ve ikinci nesil modeller, bazı krizleri açıklamada başarılı olsalar da 1990'lı yıllarda yaşanan birkaç ülkede birden gerçekleşen veya hızla bölgesel olarak yayılmakta olan krizleri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Dolayısıyla Krugman bu yeni krizleri açıklamak için üçüncü tip ya da daha fazla modele ihtiyaç duyulduğunu vurgulamaktadır. Para ve bankacılık krizlerinin ortak bazı faktör ve olgular tarafından meydana getirildiğini vurgulayan ve problemlerin kaynağının banka ve finans sektörü olduğunu belirten modeller oluşturulmuştur. Geliştirilen modellerden bir kısmı krizlerin temelinde bankacılık ve finans kesiminin sorunlarının, özellikle bilanço sorunlarının yattığını ileri sürmektedir. Bu yaklaşıma göre krizlerin büyük çoğunluğu

³⁹ İstanbul Ticaret Odası, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, Yayın No:41, İstanbul, Aralık 2001, s.24.

ekonominin önemli bir kısmının (kamu veya özel kesim) bilançolarının kredi verilebilirliğine, ya da döviz kuruna duyulan kuşkulardan doğmaktadır. Sermaye akımları da bu iki sorunu birbiriyle ilişkili hale getirmektedir⁴⁰.

Mishkin, yükselen piyasalarda yaşanan finansal krizin birkaç aşamadan geçtiğini belirtmektedir. Bunlardan ilki faiz oranlarının üst sınırlarındaki kısıtların ve izin verilen borç çeşitlerindeki sınırın ve finansal sistemin özelleştirmesine yol açan finansal liberalleşme sonucunda sermaye akışıyla beslenen bir şekilde kredi genişlemesi ve özellikle geri dönme riski yüksek olan kredilerin oranının hızla artmasına sebep olarak finansal ve finansal olmayan kuruluşların bilançolarındaki bozulmalardır. Bunun sonucunda ikinci bir aşama olan para krizine gidilir. Kötü ve güçsüz bankacılık sistemi merkez Bankası'nı yerel paranın değerini koruması için önlem almada başarısız kılar. Başarısız kılmasının altındaki sebep de faiz oranlarını arttırma yolunu seçerse bankaların bilançoları çok daha kötüleşecektir. Merkez Bankası'nın ülkenin yerel parasını koruyacak adımlarda başarısız kaldığını gördüğü durumda ise ülke parasının satışından beklenen karlar artacak; dolayısıyla ülke parasının elde tutulmasına yönelik beklentiler ve teşvikler artacaktır. Bu durumda da finansal sektörün çökebileceği ve gelecekte önemli bütçe açıklarına yol açabilecek düşünülmeye başlandığında da ülke parası değer kaybetmeye doğru yol alacaktır. Üçüncü aşamada ise spekülatif ataklar iyice ortaya çıkacak bu durumda devalüasyonla sonuçlanırsa gelişen piyasa ekonomileri kredi piyasasının yapısı devalüasyon yoluyla mali krize dönüşür. Diğer bir ifade ile para krizi sonucunda finansal ve finansal olmayan kuruluşların bilançolarındaki daha fazla bozulmalar bu aşamada ekonomiye de sıçrayan ve ekonomiyi krize sokan sonuçlarla birlikte her alanda kendisini hissettiren mali krizin oluşumuna neden olmaktadır. Para krizini mali krize bağlayan üç mekanizma vardır. Bunlardan ilki, döviz olarak borçlanan yerli firmaların ülke parasının devalüe edilmesiyle borç yükleri artar. İkinci mekanizma ise büyük miktarda döviz yükümlülükleri bulunan bankalar paranın devalüe edilmesi ile beraber büyük ölçekte banka krizlerine yol açmıştır ve mali kriz para kriziyle birleşmiştir. Firma ve tüketiciler için borçlarını ödeyememe anlamına gelen bu durum, mali kurumların aktiflerinde borç kaybı anlamına gelecektir. Para krizini mali krize bağlayan üçüncü mekanizma ise, yükselen piyasa ülkesi merkez bankasının enflasyonla mücadelede

⁴⁰ İstanbul Ticaret Odası, a.g.e.,s.s. 24-25.

kredibiliteye sahip olması nedeniyle, devalüasyonun yüksek enflasyona da yol açmasıdır⁴¹.

Farklı ülkelerde eşanlı olarak ortaya çıkan krizlere ilgili olarak da bazı modeller öne sürülmüştür. Bulaşma Etkisi modeli olarak adlandırılan modeller, ülkelerin kendi içlerindeki taşıdıkları benzer kırılmalıklar sebebiyle ortak şoklara maruz kaldıkları bilinmektedir. Bu tür ortak şokların mevcut olmadığı durumlarda kriz bir ülkeden diğerine çeşitli kanallarla yayılmaktadır. Örnek olarak ticari bağlantıları olan ülkelerin birinde meydana gelen bir devalüasyon diğer ülkeleri de rekabet gücünü koruyabilmesi için devalüasyona zorlayabilmektedir⁴².

Tüm bu anlatılan kriz teorileri aslında krizlerin neden olduğunu açıklayan tek ve bütüncül bir yaklaşıma sahip değildir. Sonuçta genel olarak krizler birikimler ve yılların sonucunda oluşan karmaşık bir yapıdadırlar. Bu konuyu Krugman şu benzetme ile dile getirmektedir:"Bir otoyol üzerinde az önce olan ve birçok sayıda kazaya sahne olan bir yer düşünün. Trafik müfettişleri her bir kazanın nedenini yakından incelemişler ve nerdeyse tüm vakalarda kazaya neden olan bazı faktörleri tespit etmişlerdir. Kazanın birinde şoför içkilidir, araba lastikleri aşınmıştır, kaygan zeminde yanlış manevra yapılmıştır vb. Müfettişler sorunun sürücülerde olduğunu yolda herhangi bir kusurun olmadığı sonucuna varırlar. Ancak bu sonuç iki kez taraflıdır. Birincisi, neredeyse her sürücü ve araba, yeterince dikkatle incelendiğinde bir şekilde kusurlu çıkar; şu halde kazaları yapan sürücüler ortalamadan daha mı kötüdürler? İkincisi, alışılmadık düzeyde kötü sürücüler olsalar bile bu yolun durumunu affettirmez. İyi sürücülerin rast gele bir yolda kaza yapma olasılıkları daha düşüktür; ama iyi yollar sürücülerin de mükemmel olmasını gerektirmez"⁴³.

2.2 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Sebepleri ve Yatırım Şekilleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkânını değerlendirme ilkesiyle hareket eden ve geriye dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir. Bu bakımdan kısa vadeli sermaye akımlarının amacı da mali piyasalardan daha fazla kazanç sağlamak olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri sürekliliği düşük, değişkenliği yüksek akımlar olarak da ifade edilebilmektedir.

⁴¹ F.S.Mishkin, a.g.e.,s.s.10-12.

⁴² İstanbul Ticaret Odası, a.g.e.,s.s. 27.

⁴³ P.Krugman, *Crises : The Next Generation*, <http://web.mit.edu/krugman/www>, 2001, s.170.

Haberleşme ve bankacılık sistemlerinin gelişmesi son yıllarda bu tür sermaye dolaşımını kolaylaştırmış, uluslararası faiz oranları ve kur değişikliklerine olan duyarlılığı yüksek fonların, giriş ve çıkış yaptıkları ülkelerin ödemeler bilançolarını doğrudan etkilemeleri bu sermaye hareketlerinin önemini daha da artırmıştır. Çok uluslu şirketlerin yaygınlaşması, mali fonlarını kazanç amacıyla değişik ülkelerdeki şubelerine aktarmaları bu tip sermaye hareketlerinin hacmini genişletmiştir. Ekonomik amaca dayanan kısa vadeli sermaye hareketleri arbitraj ve spekülasyon olarak iki biçimde kendisini gösterebilmektedir.

2.2.1 Spekülasyon

Spekülasyon, bir iktisadi birimin kazanç elde etmek veya zarardan korunmak amacı doğrultusunda analiz ve tahminler yaparak iktisadi işlemler yapmasıdır. Spekülatörler doğru tahmin yapabilmek için bazı göstergeler ve bilgi kaynaklarını izleyen kimselerdir.

Genelde spekülasyonların temel özellikleri üç şekilde belirtilebilir. Birincisi, her çıkışın bir inişi olması, yani spekülatif çıkışların bir çöküşle sonuçlanmasıdır. İkincisi, spekülasyonun sıfır toplamlı bir oyun olması; yani kazananların karşısında daima kaybedenlerin bulunmasıdır. Üçüncüsü ise, reel üretim kesimlerinde sermayenin kar haddi düştüğünde, her nesne üzerinde spekülasyonların yoğunluk kazanması, fonlara talep yaratılmasıdır. Spekülasyon, fon talebi yaratırken faiz hadlerini de yükseltir ve finans kesimi de bu talebi besleyecek yeni finansal araçlar üretir. Ancak bazen siyasal bazen de ekonomik bir olayla beklentiler değişince, spekülasyona konu olan metallerin fiyatları hızla değişir ve inanılmaz düzeylere düşer. İşte bu durumu ekonomik kriz izler. Kısa süreli sermaye hareketleri spekülatif hareketleri gelişmekte olan ülkelerin temel dengelerini olumsuz etkileyebilmekte bu sebeple bu tür spekülatif hareketlerin ya kendileri ya da etkileri en aza indirgenmeye çalışılmaktadır. Çünkü spekülatif hareketler sonucu bir yerde başlayan mali kriz diğer ülkelere de yayılabilmektedir⁴⁴.

⁴⁴ Gülten Kazgan, a.g.e., s.185.

2.2.2 Arbitraj

Arbitraj; döviz kurları, menkul kıymetler, mal veya üretim faktörü gibi ekonomik varlığın aynı andaki fiyat farklılığından kar sağlamak üzere eşanlı olarak alınıp satılması şeklinde yapılan işlem şeklinde tanımlanabilir. Döviz kuru ya da ülkelerarası faiz farklılığından yararlanmak amacıyla yapılan uluslararası sermaye hareketi şeklindedir. Aynı paranın iki ayrı yerde farklı kurlara tabi olması, yani arz ve talebin mekâna göre farklı seviyelerde denge bulması arbitraj işlemini doğurur. Arbitraj iktisadi işlemler ve araçlar için mekanlar arasındaki fiyat farkından yararlanarak kazanç elde etme faaliyeti olması sebebiyle, bir ülkede reel faizlerin yüksek olması, devalüasyon oranının enflasyon oranından düşük olması ve yerli paranın değer kazanıyor olması, bundan yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye yatırımcıları o ülkeye yönlendirmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasının en önemli nedenlerinden birisi, gelişmiş ülkelerdeki mali piyasalarda uluslararası faiz oranlarının düşmesidir. Kısa vadeli sermaye en yüksek kazancı sağlamak amacıyla piyasalar arasında hareket etmektedir. Döviz kurlarının birinde meydana gelen bir değişiklik sonucu, aynı para biriminin bir ülkede, diğerinden farklı bir karşılığa sahip olması, sıcak paranın kazanç sağlayan ülkeye gitmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki farklılık da, faiz gayesi güden mali fonların, faiz oranının yüksek olduğu ülkeye kaymasına neden olmaktadır. Bu bakımdan faiz oranlarındaki farklılaşma sıcak paranın ana ülkeye getirilmesini sağlamaktadır. Faiz ve döviz arbitrajında risk, kazanç sağlamış fonların ana ülkeye getirilmesi sırasında anaparanın revalüasyonu; yani yerli paranın devalüasyonu durumunda söz konusudur. Ancak böyle bir durumda da arbitraj yapan zarara uğramaktadır.

2.3 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonominin Genel Üzerindeki Etkileri

Uluslararası sermaye hareketleri hizmet ettikleri amaçlar doğrultusunda bu hareketlere katılan taraflara fayda sağlayabildiği gibi maliyet de yükleyebilmektedir. Bir yandan fon fazlası birimler ellerindeki fonları atıl tutmak yerine fon ihtiyacı olan birimlere kanalize ederek birikimlerin atıl kalmasını önlerken diğer taraftan ise fon ihtiyacı olan birimler ihtiyaç duydukları fonları temin ederek bir yandan ekonomi için değer yaratıp pozitif sonuçlar ortaya çıkarırken diğer taraftan kaynakların atıl

kalmasını önlemiş olurlar. Buradan da fonların bu şekilde birimler arasında el değiştirmesinin ekonomik etkinliği arttırdığı sonucuna varılabilir. Ancak olayın diğer boyutu ise gerek fon arz edicileri gerekse fon talep edenleri olumsuz etkileyebilecek olan maliyet cephesidir. Fonlardan faydalanma sürecinde gerek fon kullanıcılar olsun gerekse fon arz ediciler için olsun bazı olumsuzluklar oluşabilmektedir. Sıcak para, geldiği ülke için önemli bir finansman kaynağı olmakla birlikte süreklilik göstermeyebilir. Çünkü zaten her şeyden önce kısa vadeli ve güvenilmezdir⁴⁵. Gelişmekte olan piyasalar gelişmiş piyasalara oranla daha fazla yüksek getiri sağlamakla birlikte bunun yanında bir de potansiyel olarak risk de taşımaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri yapısı itibariyle yüksek getiri peşinde koşmaktadır. Ancak ekonomide dengelerin bozulması durumunda da hızla piyasadan çekilebilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ihtiyaç duydukları dış finansmanı uygun maliyet ve vadelerle bulamadıkları için kısa vadeli sermaye hareketleri ile ihtiyaç duydukları finansmanı karşılamak yoluna gitmektedirler. Ancak bunu yaparken de sermaye hareketlerine kazanç ortamı sağlamaları gerekir. Bu da ülke içinde ödenecek faizlerin yükseltilmesi ve bu sermayenin kazancının tehlikeye girmemesi için de döviz kurunu yapay olarak değerli tutma anlamına gelmektedir. Belirtilen iki anahtar değişken, sermaye hareketleri ülkeye gelmeden önce temel işlevleri kısa vadeli sermaye hareketleri için uygun şartlar sağlamaya yönelik ayarlanması zorunluluğu nedeni ile ekonomide bir yandan dış dengenin; diğer yandan kamu ve özel sektör dengelerinin olumsuz etkilenmesi için bir zemin oluşturmaktadır. Şöyle ki kurların değer kazanması ithalatı cazip hale getirip ihracatı frenlediği için dış açık bir süre sonra sürdürülemez seviyeye gelecektir. Faizlerin yükselmesi bir yandan kamu kesimi borçlanma maliyetini arttırarak zamanla kamu dengesini bozmakta buradan ise özel sektör dengesini olumsuz etkileyecektir. Diğer bir olası durum bu kadar yüksek faizlerin olduğu bir ekonomide bir yandan yatırım maliyetleri sebebiyle bir yandan da daha kolay kazanç elde edilmesi sebebiyle reel sektör faaliyetleri gerilemeye başlar. Bir süre bu süreç her kesime olumlu katkılar sağlarken bir yandan finansman ihtiyacı dışardan karşılanırken, diğer yandan elde edilen dış kaynakların dış dünyaya lüks mal temini veya borçların ödenmesi için kullanılmasına yol açması sebebiyle zamanla ekonominin dengeleri olumsuz etkilenecektir. Dış pazarlar için üretip satmakta

⁴⁵ David D. Hale, *Stock Markets in the New World Order*, *Columbia Journal of World Business*, Vol XXXIX, No.1, January, 1995, s.21 (Çeviren Suat Oktar, *Uluslararası Sermaye Akışları ve Sıcak Para*, Ekonomik Yorumlar, Kasım: 1995, Sayı 11, s.9).

zorlanan bir reel sektör dış kaynak yaratamaz, bu ise zamanı gelince dış ödemeler için döviz sorununu gündeme getirir. Diğer yandan içerdeki reel sektörün, üretimle kazanç güdüsü mali piyasalarda yapay süreçlerle kazanç elde etmeye yönelirse, sonunda birilerinin üzerinde patlayacak olan yapay mali piyasa oyunları süreci başlar. Gelişmekte olan ülkelerdeki yapısal dengesizliklerden kaynaklanan sonuç eninde sonunda yanlış politikalarında uygulanmasıyla yeni dengesizlikler üretmeye her zaman açıktır⁴⁶. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketleri serbestleşmesinin en önemli olumsuz sonuçlarından bir diğeri de dış ticarete kendisini göstermektedir. Aşırı sermaye girişi sonucunda yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmakta, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, bu durum ihracatı pahalı hale getirmekte ve ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır⁴⁷.

2.4 Finansal Serbestleşmenin Ekonomi Politikaları Üzerindeki Etkileri

Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973) mali baskı politikaların mali gelişmeyi engellemesinden dolayı ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini ileri sürmekte ve mali piyasalarda radikal bir biçimde derinleşme sağlayabilecek mali serbestleşme politikalarının benimsenmesini dile getirmişlerdir. Bu politikaların temel varsayımında, mali sektördeki kalkınmanın ekonomik büyümeye öncülük edeceği anlayışı yatmaktadır⁴⁸.

Williamson ve Mahar'a göre mali serbestleşme altı temel özellik barındırır⁴⁹:

- Kredi kontrollerinin serbestleştirilmesi
- Deregulasyon, yani faiz oranlarındaki düzenlemelerin kaldırılması
- Bankacılık sektörüne sağlanan özerklik
- Bankacılık sektörüne giriş ve çıkışların serbestleştirilmesi

⁴⁶ E.Yeldan, a.g.e., s.141.

⁴⁷ G. Calvo, *The Management of Capital Flow: Domestic Policy and International Cooperation, International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, 1994, Vol IV, UNCTAD, s.36.

⁴⁸ Bu konuda ayrıntılı bilgi için R. Mc Kinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C. : The Brooking Institution, 1973 ve Edwards Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973 kaynaklarına bakınız.

⁴⁹ John Williamson and M. Molly, *International Finance Section*, Princeton: Princeton University, November 1998, No:211, s.29.

- Banka sahiplerinin özel kesimden olabilmesi
- Uluslararası sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi

Mali serbestleşme kavramının öncülerinden Mc Kinnon mali serbestleşmenin sağlanabilmesi için önce sermaye hareketlerindeki kısıtların kaldırılması ve ileriki aşamada da mali piyasalar ve mal piyasalarının önündeki engellerin kaldırılmasını gerektiğini belirtmektedir⁵⁰.

1970'li yılların sonu ve 1980'li yıllarla finansal serbestleşme kendinde oldukça söz ettirmiştir. 2. Dünya Savaşı sonundan 1970'li yılların başına kadar dünya ekonomisi, savaş sonrası koşulların ve Soğuk Savaş'ın etkisi altında kalmıştır. 1970'li yıllar daha çok geçiş dönemi olmuş ve soğuk savaşın da bitmesiyle tek kutuplu yeni dünya düzeni ve bunun öğretisi olarak da bütün ülkelerin dünya pazarıyla bütünleşmesi ve mal-hizmet-sermaye hareketlerinin tam serbestleşmesiyle küreselleşmenin gerçekleştirilmesi olan yeni ekonomik düzen devreye girmiştir⁵¹. 1980'li yıllarda finansal serbestleşme politikaları birçok gelişmekte olan ülke tarafından uygulanmaya başladığından bu serbestleşme bağlı olarak ekonomik yapı ve ekonomiye yön veren politikaları da etkilemiş ve yön vermiştir. Bu çalışmada finansal serbestleşmenin ekonomi politikaları üzerindeki etkileri para, maliye ve döviz politikaları başlıkları altında ele alınmıştır.

2.4.1 Para Politikaları Üzerine Etkileri

Sermaye hareketleri denetimsiz olarak açılmış bir ekonominin olumsuz edimlerinde birisi, ulusal Merkez Bankası'nın edilgen bir konuma sürüklenerek bağımsız para politikası izleme yeteneğini yitirmesidir. Bu konum altında Merkez Bankası bir yandan sermaye girişlerinin ulusal para piyasalarında yarattığı baskıları hafifletmek için sterilizasyona giderken, diğer taraftan da spekülatif sermayenin çıkış tehditlerini göğüslemek için uluslararası döviz rezervlerini yüksek tutma zorunda kalmaktadır⁵². Finansal piyasaların serbestleşmesi, hükümetlerin makro ekonomik dengeleri henüz sağlam bir yapıya oturmamış ülkelerde (gelişmekte olan ülkeler açısından) makro dengeleri kurmasını ve ekonomiye istediği yönü verebilecek para

⁵⁰ R. Mc Kinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C. : The Brooking Institution, 1973, s.8.

⁵¹ Gülten Kazgan, a.g.e., s.46.

⁵² E. Yeldan, a.g.e., s.141.

politikasını kullanamamasına yol açabilmektedir. Bunun sebebi olarak da bu ülkelerde finansal piyasalarda henüz derinleşmenin oluşmaması, kurumsallaşmanın eksik ve güven eksikliğinin söz konusu olmasıdır. Piyasaların derinleşmemesi ve darlığı ülkeye giren fonların istikrarsızlığına ve ani giriş çıkışlarla da piyasaları derinden sarsıcı etkiler göstermesine yol açabilmektedir. Özellikle finansal serbestleşme, para politikalarını faizler ve para ikamesi ile para arzı yönüyle etkilemektedir. Fon akımlarının serbest olduğu bir ortamda faiz hadlerindeki bir yükselme ile birlikte ülkeye giren fonlar, faizlerin ve/veya güvenin sarsılması ile ülke dışına kaçabilmektedir.

Yüksek enflasyon ve bütçe açıklarının hüküm sürdüğü ekonomilerde, sermayenin dışarıdan gelebilmesi için ulusal faizin en az dış reel faiz + risk primi ve devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde olmalıdır. Bu durumda, yüksek reel faizler ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunda dış ticaret dengesi bozulmaktadır. Bu durumda faiz ve kur politikaları geleneksel işlevlerini yitirmekte ve sermaye hareketlerine bağlı hale gelmektedir⁵³. Bununla birlikte dünya faiz oranlarında bir düşme olması borç alan ülkede gelir ve ikame etkileri yaratmakta ve tüketim genişlemesine ve buna bağlı dış denge bozulmasına, cari işlemler açığının büyümesine yol açabilmektedir. Bu süreçte gelir etkisi, düşen faizin dış borçların bugünkü değerini azaltmasından kaynaklanırken; ikame etkisi ise düşen faizin borçlanmayı ucuzlatarak gelecekteki tüketimin bugünkü tüketimle ikame edilmesiyle, diğer bir ifade ile tüketimin artmasını özendirilmesi sonucu oluşmaktadır. Gelir ve ikame etkileriyle tüketim harcamaları artışı özendirilirken, faiz düşüşünün yatırım harcamalarını arttırması sonucunda ulusal ekonomide tasarruf-yatırım açığı büyümekte ve dış ödemeler dengesinde cari işlemler açığı büyümektedir. Bu durum enflasyonu arttırırken ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olup bir kısır döngünün içine girilmesine sebep olmaktadır. Özellikle faiz oranlarını arttırmak kısa vadede ülkeden sermaye çıkışını engellemekte kullanılmaktadır. Ancak bu durumda ülke ekonomisinin sağlıklı bir yapıya bürünmesini yani büyüme ve istihdamı olumsuz etkilemektedir⁵⁴. Şu halde sermaye hareketlerine açık ve muhtaç bir ülke sermaye hareketleri, ülkenin para politikalarını adeta esir alarak etkilemektedir. Ülke hükümetlerinin izlediği para politikalarını etkisizleştiren en önemli olay para ikamesi

⁵³ Korkut Boratav, *External Financial Liberalization in Developing Countries, Some Adverse Consequences*, METU Studies in Development, Vol.20, No:1-2, 1993, s.s.37-38.

⁵⁴ Robert A. Blecker, *Taming Global Finance Institute*, Washington Pres, 1999, s.21.

durumudur. Özellikle makro dengesizliklerin yaşandığı ve güven bunalımının olduğu ülkelerde para ikamesi ortaya çıkmaktadır. Bu durumda iktisadi ajanlar ulusal paraya olan talebini azaltıp istikrarlı para birimlerine (dolar ve euro gibi) yönelmektedirler. Para ikamesinin başladığı ve olduğu ekonomilerde para politikasıyla istikrar sağlamak çok güç ve maliyetlidir çünkü Merkez Bankaları para arzının ülke parasından olmayan kısmını kontrol etmekte zorlanırlar, hatta kontrol edemezler. Yaşanan para ikamesi olayı ve sermaye giriş ve çıkışlarının döviz rezervlerini; bunlarla da para arzını etkilemesi sonucunda sermaye hareketleri par arzının belirlenmesindeki ekonomi politikalarını etkisizleştirmektedir.

2.4.2 Döviz Kuru Politikaları Üzerindeki Etkileri

Döviz kurları kısa vadeli sermaye hareketlerini etkilemekte; aynı zamanda bu hareketlerden de etkilenmektedir. Aslına bakıldığında döviz kuru politikaları para politikasından bağımsız olarak sürdürülen bir politika değildir.

Merkez Bankaları iki para politikası tercihiyle karşı karşıya bulunmaktadır. Bunlardan ilki ya para arzını bağımsız olarak belirleyecek ve dalgalı döviz kurunu kabul edecek; ya da döviz kurunu sabitleştirecektir. Finansal liberalleşme ile birlikte döviz kurları, fon akımlarının giriş çıkışlarının oluşturduğu bir fiyata dönüşmüştür. Finansal serbestleşmenin bulunmadığı kontrollü döviz sisteminde döviz kuru, ekonomilerin cari işlemler bilançosunun etkisindedir. Ülke cari işlemler açığı veriyorsa, döviz fiyatları yükseliyor, bu da ihracatı arttırıp ithalatı kısımaya katkı yapmaktadır. Ancak cari işlemler fazlası varsa, yerli paranın değeri dövizler karşısında yükseliyor, bu da fazlanın ithalat yoluyla giderilmesine katkı yapmaktaydı. Günümüz ekonomilerinde ise sıkı para politikası, açık bütçe ve iç borçlanma, düşük iç tasarruf oranı spekülative sermaye akımları ve makro dengesizliklerin etkisiyle yükselen faiz hadleri, döviz kuru değişmelerine uzun süre olanak vermektedir. Dış açık yerli paranın değerini düşürmeden, yüksek faiz-spekülative kar beklentisiyle içeri giren fonlar sayesinde sürdürülebilmektedir. Yani paraların dış değeriyle cari işlemler arasındaki bağ kopmuş olmaktadır. Bu durumda ise özellikle gelişmekte olan ülkelerde krizlerin hazırlayıcısı olmaktadır⁵⁵. Küreselleşme sürecinde paraların konvertible olmasıyla kur ayarlaması bir politika aracı olmaktan çıkmış, kurları

⁵⁵ Gülten Kazgan, a.g.e.,s.103.

sermaye hareketleri belirler olmuştur. Yine ucuz döviz, rekabet gücünü bozar ve dolaylı bir şekilde ücretlerin bastırılmasını gündeme getirir. Sıcak paraya dayalı bir ekonomi sistematik bir devalüasyon politikası da izleyememektedir. Çünkü yükselen döviz fiyatları, reel devalüasyonlar sermayenin kazanç beklentisini baltalar. Kurlara ilişkin farklı beklentilerin olduğu veya bir değişme beklentisinin olmadığı durumlarda tehlike pek yoktur. Ancak büyük meblağların aynı devalüasyon beklentisi içindeki insanlar tarafından kullanılması halinde, bir tek ülkenin Merkez Bankası'nın ulusal paranın değerini koruması çok zor hale gelmektedir. Uluslararası sermaye akımlarının tam serbest ve sabit döviz kurunun birlikte uygulandığı ülkelerde para politikasının bütünüyle etkisiz olduğu görülebilmektedir. Böyle bir durumdaki ülke, para arzı üzerindeki kontrolünü bütünüyle kaybeder ve enflasyon ve/veya iç durgunluk gibi dengesizliği düzeltmek için para politikasını kullanamaz. Diğer yandan esnek döviz kuru sistemi, Merkez Bankası'nın oldukça hareketli uluslararası finansal sermayeye rağmen bağımsız bir para politikası uygulanmasına izin verir. Doğal olarak böyle bir durumda da Merkez Bankası'nın döviz kuru üzerindeki etkisi ortadan kalkar. Döviz kurları paraların nispi fiyatlarıdır ve diğer mallar gibi bunların fiyatları da uzun vadede sabitlenmez. Sabit döviz kuru sistemi uzun vadede uygulanabilir bir politika değildir.

2.4.3 Maliye Politikası Üzerindeki Etkileri

Yüksek kamu harcamaları faiz oranlarını yükselterek borç servisinde faiz ödemelerinin büyümesine yol açmıştır. Bu dönüşüm kamu açıklarının ve faiz ödemelerinin büyümesine yol açmıştır. Sonuçta finansmanın bu yolu, borçların GSMH'nin önemli bir oranına ulaşınca hükümetin ödünç alabileceği reel faiz oranlarının düzeyini etkilemeye başlamıştır. Faizlerin artması kısa vadeli sermaye akımlarını arttırıp döviz kurlarını düşürür ve bundan da dış ticaret olumsuz etkilenir. Sonuçta ödemeler krizi ile karşı karşıya kalılabilmektedir. Ayrıca iç borçlanmanın yüksek boyutlara ulaştığı ekonomilerde harcamaları finanse edecek kaynak bulmak güçleşmektedir. Devletin maliye politikası alanlarındaki güçleri giderek azalmaktadır. Çünkü dolaysız yabancı yatırımlar bir yerden bir yere göç ederken vergilerin ağırlığını önemsemektedirler. Hükümetler kendi sermayelerinin başka yerlere göç etmelerini önlemek ya da yabancı yatırımcıları kendi topraklarına çekmek istediklerinde sermaye üzerindeki vergi yükünü düşünmek zorundadırlar. Bu nedenlerle maliye politikasının

gelir ayağı sakatlanmaktadır. Bu durumda olan ülkeler bütün yükü ücretlere ve uluslararasılaşamayan küçük sermayeye bindirmek zorundadırlar⁵⁶.

Sıcak para süreci genellikle kronik bütçe açıkları ve kronik enflasyon yaşayan ülkelerde yaşanmaktadır. İktidar finansal piyasaları kısa zamanda yatıştırmak ya da seçmenleri memnun etmek için acele bir çare aradığı zaman döviz kurlarının enflasyonun altında tutulması yoluna gider. Finansal serbestleşme sonrası sıcak paraya aşırı bağımlı hale gelmenin önemli bir sonucu da, para ve kur politikalarının spekülâtif sermaye hareketlerine bağlı olmasıyla beraber, hükümetlerin iktisat politikalarını toplumsal ve iktisadi amaçlara göre kullanabilmelerini fiilen olanaksız kılmasıdır. Yüksek faiz ve düşük kur politikasının sürdürülmesini, bir süre sonra kur değişikliği beklentisi de arttırdığından büyük çaplı bir sermaye kaçıışı tehlikesi her an yaşanabilmektedir. Cari açıklardaki büyümenin sürdürülebilir sınırları aşması ve rezerv artışlarının son bulması ile birlikte, önce sıcak para yön değiştirmekte, arkasından dış bankaların kredileri kısıması sonucu mali kriz kaçınılmaz olmaktadır⁵⁷. Eğer kurlar aşırı değerleniyorsa bunun ilk etapta üç etkisi olduğu görülür. Döviz fiyatları yavaş yavaş artınca tüm ithal malların fiyatları da yavaş artmakta; ithal mallarının fiyatları görece ucuzlamaktadır. Bu da genel fiyat seviyesini etkileyerek, enflasyon oranlarının birkaç ay içerisinde azalmasına neden olmaktadır. İkinci sonuç, yerli para cinsinden maaşlar ve ücretler aniden daha çok ithal malı satın alabilecek duruma gelir. Üçüncü etki ise, faizler konusunda gelişir. Kurlar enflasyonun altında kalınca yerli paraya ödenen yıllık bileşik faizler dolar cinsinden ölçülürse oldukça fazla olduğu gözükür çünkü bir yanda faiz kazancı diğer yandan kur değerlemesi ile oluşan kazanç oluşmaktadır. Bu gelişmelerin ilk etkilerine baktığımız zaman çalışan kesim bir anda görelî olarak rahatlamaktadır. Çünkü daha çok tüketim yapabilmektedir. Enflasyon görelî olarak düşebilmektedir. Elinde dövizini bulunanlar dövizlerini bozdurmakta ve yerli para cinsinden faize yatırmaktadır. Sonuçta satılan dövizler merkez bankasında toplanmakta ve döviz rezervlerini arttırmaktadır. Kronik enflasyon ve kronik bütçe açığı varsa, ya para basılır ya da piyasalardan borçlanmak gerekir. Oysa sıcak para politikası bunun tem tersini amaçlamaktadır. Politika, yerli parayı döviz karşısında daha pahalı tutma üzerine kuruludur. Yani sıcak para politikası uygulanırken, bütçe açıklarını para basarak kapatmak mümkün

⁵⁶ G.Kazgan, a.g.e., s.223.

⁵⁷ Uğur Eser, *Küreselleşme tehdit mi Yoksa Fırsat mı?*, Ekonomik Yaklaşım, Cilt 6, Sayı 17, Gazi Ün. İ.İ.B.F. Yayınları, Ankara 1995, s.16.

olmamaktadır. Tek çare bono satmaktır. Bono satmanın maliyeti de ödenecek olan faizdir. Bu da bütçe açığını artırır ve daha fazla bono satmak zorunda kalınır. Faiz ödemek içinde borçlanmak zorunda kalınacağından iç borç şişer ve ancak bu şekilde kurlar üzerindeki baskıyı sürdürerek mümkün olabilir.

2.5 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Temel Makro Değişkenler Üzerindeki Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin temel makro değişkenler üzerindeki etkileri; ödemeler dengesi, kamu dengesi, para arzı, para ve sermaye piyasaları göstergeleri, fiyatlar genel seviyesi ve döviz kurları üzerine olmaktadır. Bu bakımdan kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomin temel makro değişkenler üzerindeki etkileri bu çalışmada belirtilen başlıklar altınca incelenmiştir.

2.5.1 Ekonominin Genel Dengesi Üzerine Etkileri

Ekonominin genel dengesi dendiğinde iç ve dış kaynak harcama dengelerini ifade etmektedir. Bir ekonomide belli bir zaman diliminde iktisadi birimlerin yarattıkları ile tükettikleri değerlerin denge içinde olup olmadığı; açık varsa nasıl kapatıldığı ya da fazla varda nasıl kullanıldığı ve zaman dilimlerine göre ekonomide birikim sürecindeki değişimin ne olduğunu veren dengeler bütünü ile değişimin ne olduğunu gösteren göstergelerin toplamıdır. Gelişmekte olan ülkelerde istikrarlı büyümeyi sağlayacak yurtiçi tasarruf oranı genelde düşüktür ve bunun içinde sermaye ithali yoluna gitmektedirler. Bu yönüyle bakıldığında sermaye akımlarını talep eden gelişmekte olan ülkelerin amacı, büyüme ve kalkınmaya yönelik fon yaratmasıdır.

Ekonominin genel dengesi içinde sermaye akımlarının tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisini şu şekilde açıklayabiliriz. Uluslararası sermaye akımı çoğaldıkça genelde ülkelerin yurtiçi tasarruf oranları düşmektedir. Tasarruf oranlarının düştüğü ülkelerde düşüş genellikle özel sektör tasarruflarındaki düşüşten kaynaklanmakta, düşüş kamu sektöründeki tasarruf artışlarını da aşmaktadır. Bu nedenle de toplam tasarruflar gerilemektedir. Özel sektör tasarruflarındaki gerileme ilk dönemlerde ekonomideki büyüme ve onun refah etkisi ile, hisse senedi fiyatlarındaki artışın yeni bir sermaye birikimi ve üst gelir gurubu yaratması, ancak bu kesimin marjinal tüketim eğiliminin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Bazı

ekonomilerde ise kamu kesimi tasarruf açıkları artmaktadır. Sıkı maliye politikalarının uygulanmaması, popülist politikalar ve kamu açıklarının sermaye akımı ile finansmanı imkanı kamu tasarruflarını azaltmaktadır. Yine finansal serbestleşme ve faiz oranlarının artması gelir dağılımını borçlular ile alacaklar arasında borçlular (şirketler ve devlet) aleyhine değiştirmektedir. Çünkü şirketler ve devlet genellikle rantiyelerden daha fazla tasarruf yapma eğilimindedirler ve gelir dağılımındaki bu bozulma ortalama tasarruf oranını düşürmektedir. Azalan tasarruf ile birlikte sermaye girişine neden olan yüksek reel faiz oranları sermayenin uzun dönemli yatırımlar yönelmesine engel olmaktadır. Yine yüksek faiz oranları, spekülasyon karları ve kar beklentileri ödünç verilebilir fonların ve girişim gücünün yatırılabilir fonlarını reel yatırımların dışına, finansal aktif yatırımlarına itmektedir. Bu da sanayileşmeyi yavaşlatmakta ve ekonominin makro dengelerini bozmaktadır⁵⁸.

2.5.2 Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri

Sermaye akımları ödemeler dengesini etkilemesi açısından kısa ve uzun dönem etkileri farklı olabilmektedir. Kısa dönemde pozitif bir etki yaparken uzun dönemde kurun değerlenmesi ve sermayenin çıkması üzerine ödemeler dengesi üzerine olumsuz etkiler yapabilmektedir.

Sermaye hareketlerinin ödemeler dengesi üzerindeki etkilerinin incelendiği ülkelerde döviz kurları finansal serbestleşme ile piyasa koşullarında belirlenmektedir. Bunun ödemeler dengesi üzerinde ilk etkisi olumludur. Ancak daha sonra cari işlemler dengesi açıkları hızla artmakta ve sermaye akımları ile kapatılmaktadır. Sermaye hareketleri yüksek reel faizler nedeniyle artan oranda ülkeye girişi döviz arzını arttırdığı için ülke parasının reel olarak yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açmaktadır. Düşük kur yüksek faiz uygulaması sermaye akımı girişlerini böylelikle hızlandırmaktadır⁵⁹. Bu durum ihracat açısından ise bir süre sonra olumsuz etki yaratacaktır. Ödemeler dengesi içerisinde dış ticaret dengesi, reel olarak ülke parasının değer kazanmasıyla özendirilen ithalattaki artış ile giderek açılmaktadır. Bu durumda ödemeler dengesi açısından açığın kapatılması için döviz girişi olarak sermaye akımlarının daha da hızlanarak cari işlemler açığını kapatması yoluna gidilir. Diğer bir ifade ile açık, döviz ihracat gelirleri ile değil sermaye akımları ile kapatılma

⁵⁸ Sadi Uzunoğlu ve Diğerleri, a.g.e., s.s.65–66.

⁵⁹ Sadi Uzunoğlu ve Diğerleri, a.g.e., s.66.

yoluna gidilir. Ancak kısa vadeli sermaye akımları kısa dönemli getiri farklarından yararlandığı için ve ekonomide kırılganlığın olumsuz gelişmelerin artmaya başladığı anda ülke dışına çıkabilmekte; buda ülke ekonomileri için daha da kötü sonuçlara yol açabilmektedir. Kaldı ki ödemeler dengesi açıklarını sürekli sermaye girişleri ile finanse etmek de mümkün değildir. Bu yüzden ki finansal krizlerin yaşandığı dönemlerde ödemeler dengesinin tekrar sağlanması için ülke parasının hızla değer kaybetmesi sağlanmakta, iç talep süratle düşmekte ve yeniden bir dengeye gelinmektedir.

2.5.3 Kamu Kesimi Dengesi Üzerine Etkileri

Kamu kesimi dengesi ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki en önemli ilişki kamunun fon ihtiyacı ve buna bağlı katlandığı maliyet etrafında dönmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde kamunun borçlanma olanaklarının sınırlı ve borçlanma maliyetlerinin de yüksek olması kamu kesiminin finansman ihtiyacının orta ve uzun vadeli krediler yerine kısa süreli ve yüksek maliyetli kredilere yönelmesini zorunlu kılmakta, bu tür finansman ise istikrarsızlığa sebep olmaktadır. Bu bakımdan sermaye hareketleri ile uygulanan maliye politikaları büyük önem taşımaktadır. Sermaye akımlarından beklenen faydanın elde edilmesi için sıkı maliye politikalarının uygulanması yoluna çoğu kez gelişmekte olan ülkelerde gidilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi açıkları sermaye akımının ilk dönemde önemli harcama kısıtlamaları ve özelleştirme gibi ilave gelirler ile kapatılmakta ancak sonrasında yükselen faizler ile iç borçlanmanın yükü artmaktadır. Kamu kesimi finansman dengesi açıklarının kapatılması zor ve uzun zaman almaktadır. Kamu dengesindeki iyileşmenin yükü genellikle faiz ödemeleri dışında kalan harcamalara, özellikle yatırımlara ve sosyal harcamalara binmekte bu harcamalarda kısıntı yapılmaktadır. Mevcut kamu finansman dengesinin uzun süre devam ettirilmesi ve aynı zamanda da büyümeyi sağlamak oldukça zordur⁶⁰. Yine kamu dengesinde önemli bir nokta da borçlanma ve iç borç sorunu olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle kısa vadeli sermaye girişleri kamu kesiminin borç sorununu daha da içinden çıkılmaz bir hale getirmektedir. Kısa vadeli sermayenin girdiği dönemlerde döviz kurlarında değer artışları yaşanmaktadır. Ancak bu bollukla beraber oluşan kurdaki değerlenmeyi önlemek için ülkelerin merkez bankaları döviz fazlalığını satın almakta yine bununda

⁶⁰ Sadi Uzunoğlu ve Diğerleri, a.g.e., s.s.67-68.

para arzındaki sebep olduğu artışı emmek içinde sterilizasyon politikaları ile kamu tahvili ihraç etmektedir. Tahvil faiz oranları döviz rezervlerinde sağlanabilecek getiriye kıyasla daha yüksek olduğu için de bu tür uygulamalar kamu borçlarının üzerinde daha da yük bindirmektedir. Diğer taraftan zaten sermaye akımlarını çekmeye yönelik yüksek faiz oranları da kamu borçlarının ağırlaşmasına sebep olduğundan kamu kesimi borçlarının üzerindeki borç yükü iyice ağırlaşmaktadır. Burada bir kısır döngü yaşanmaktadır. Borcu çevirme için mecburen kıt kaynak olan sermayeye ihtiyaç duyulmakta ve yüksek faiz kazancı sunarak sermayeyi çekmek kamu borçlarının bir yandan tutar olarak arttırmakta diğer yandan da katlanıldığı faiz oranının yüksekliği sebebiyle kamunun borç yükünü arttırmakta bu da bir süre sonra ekonomide borç çevirme riskini doğurmaktadır. Risk ve finansal kırılganlık da sonuçta kısa vadeli sermayeyi bir anda ülke dışına kaçırabilmekte bu da ekonomilerin daha da içinden çıkılmaz bir borç sarmalına ve ekonomik faaliyetlerin gerilemesine sebep olabilmektedir.

2.5.4 Para Arzı Üzerine Etkileri

Piyasadaki para miktarı üç faktörün etkisi altındadır. Bunlar piyasaların likidite ihtiyacı, kamu maliyesinin ihtiyacı ve ülkenin döviz rezervlerindeki değişimlerdir. Sermaye akımlarının parasal büyüklüklere ve para politikasına etkileri bulunmaktadır. Sermaye girişlerinin parasal büyüklüklere etkisi para arzında yol açtığı genişleme ile ölçülmektedir. Sermaye girişindeki artışın para arzındaki büyümeye ne kadar etkili olacağı sermaye girişindeki nedenlere bağlıdır. Sıkı para politikası izlenmesi nedeniyle yurtiçi yerleşiklerin para talebinin artması sermaye akışına yol açıyor ise para arzının büyümesindeki değişiklik çok fazla olmayacaktır. Hatta sermaye girişi yurtiçi aktiflere yönelik para talebini yurtdışı aktiflere yönelik olarak değiştirebilecektir. Merkez bankaları genellikle açık piyasa işlemleriyle menkul kıymetleri satıp parayı çekmekte böylelikle de sermaye akımlarının yol açacağı parasal genişlemeyi sınırlandırmaktadır. Yine merkez bankaları finansal piyasalarda ikincil para yaratan bankacılık sektörünün de denetim altına alınması yoluna gidebilmektedir. Bu da para arzının kontrolüne uygulanan bir başka sterilizasyon politikası olarak arşımıza çıkmaktadır. Merkez bankaları bu durumda mevduatlara zorunlu karşılıkları ve rezervleri arttırarak bankacılık sistemine yabancı fonların akmasını engelleme yoluna gitmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarının arttığı dönemlerde sıkı para ve kredi politikası izlememesi durumunda ise parasal genişleme olmaktadır. Parasal genişleme ise para piyasalarında likiditenin artmasına neden olmakta ve bir yandan bu likiditenin finansal aktiflere talebi finansal aktiflerin fiyatlarının yükselmesine neden olmakta bir yandan da enflasyonist baskıya yol açmaktadır. Finansal aktiflerin getirilerindeki artış bir yandan sermaye hareketlerinin ülkeye gelmesini sağlamakta ancak sermaye akımı ile hızlanan döviz girişi kurlar üzerinde baskı yapmaktadır. Bu durumda ülke parası reel anlamda değer kazanmakta ve enflasyonist bakıya yol açmaktadır. Bu da cari işlemler dengesinin bozulmasına ve ödemeler dengesinin daha çok kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse etmeye zorlamaktadır.

2.5.5 Para ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri

Sermaye hareketlerinin ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin para ve sermaye piyasaları üzerindeki etkileri en çok faiz oranları ile olmaktadır. Yüksek yurt içi faiz oranları, ulusal paranın dış değerindeki beklenen aşınma oranından fazla ise, yurt içine sermaye girişini özendirir. Bu durumda faizlerin yükselmesi ile yurtdışı fonlar yurtiçine yönelmektedir. Ancak yine sermaye akımının hızlanmaya başlaması ile beraber faiz oranlarındaki artış değişik ülkelerde farklı boyutlarda tersine dönebilmektedir. Sermaye akımını çekmeye yönelik sterilizasyon politikasına da bağlı olarak reel faizler önce düşmeye başlamakta ancak bir süre sonra reel faiz oranları tekrar yükselmeye başlayabilmektedir. Bu durum sıkı sterilizasyon politikaları ve kuvvetli yurt içi talebi, sermaye akışının yerel faiz oranlarını aşağı çekmesini engellemektedir. Sermaye akımının artışı sonrasında faizlerdeki düşüş ilave sermaye akımını engellemeye başladığı anda, daha sert sterilizasyon politikaları uygulanmakta bu da yurtiçi faiz oranlarını yukarıya çekerken, sermaye girişinin de tekrar canlanmasını sağlamaktadır. Yine sermaye girişlerinin önemli bir katkısı da gelişmekte olan ülke piyasalarındaki piyasalara derinlik kazandırması ve yeni piyasaların gelişimine olanak sağlamasıdır. Burada beklide tartışmaya açık olgu kısa vadeli sermayenin girdiği piyasalarda önce bolluğa yol açması ancak bir süre sonra ekonomide yaşanan olumsuzluklar karşısında aniden çekip gitmesi sonucu oluşan yıkımdır. Burada tartışılan bir önemli konuda yine giren kısa vadeli sermaye hareketleri öncesi o ülkenin piyasa yapısının ve makro ekonomik dengelerin istikrarı konusudur. Sermaye kıttır ve arzulanan bir şeydir ancak giren sermaye bir süre sonra

aniden çıktığı zamanki yaptığı tahribat sermayenin getirisinden daha fazla olabilir. Burada karşımıza bir başka konu çıkmaktadır bu da gelen bu sermayeyi etkin ve verimli kullanabilmektir. Böylelikle sermaye ve para piyasalarına derinlik kazandırılabilen bu da ekonominin sağlıklı işleyebilmesine yardımcı olabilecektir.

2.5.6 Fiyatlar Genel Seviyesi Üzerine Etkileri

Enflasyon, ekonomideki makro dengeler ile uygulanan para ve maliye politikalarının doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu yönüyle uluslararası sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkileri büyük ölçüde ekonominin genel dengesi ile parasal genişlemeler ve maliye uygulamaları üzerindeki etkileri vasıtasıyla olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımının hızlanması ile birlikte bunun fiyatlara etkisinin genellikle düşürücü yönde olduğu görülmektedir. Ancak sermaye akımının hızlanması ile yüksek enflasyona sahip ülkelerin hedefledikleri enflasyon oranına dönmeleri tam olarak gerçekleşmemektedir. Enflasyonun kontrol edilmesi veya düşürülmesi büyük ölçüde, sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye etkisinin sınırlandırılması ve yine sermaye girişinin döviz kurlarındaki etkisinin sınırlandırılması ile sağlanmaktadır⁶¹. Gerçektende sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte faiz oranlarının artması devalüasyon ve enflasyon oranını arttırmaktadır. Burada elbette tartışılan bir başka konu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımının hızlanması ile birlikte sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye etkisinin sınırlandırılması ve sermaye girişlerinin döviz kurlarındaki etkisinin sınırlandırılması ile sağlanabilmesidir. Ancak bu şekilde sağlanan fiyat istikrarı ile ilgili bazı temel sorunlar da ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri bu istikrarı sağlamak için katlanılan üretim, istihdam ve gelir dağılımı bozukluklarının bulunması bir diğeri de fiyat istikrarı sağlamaya yönelik uygulanan politikaların oldukça hassas dengeler üzerinde duruyor olmasıdır. Uygulanan politikalar, sıkı para politikası ve yüksek reel faiz oranları, reel olarak değerlendirilmiş ülke parası ve kamu kesimi harcamalarında büyük boyutlara varan kısıntılardır. Reel faiz oranlarının ve ülke parasının reel olarak sürekli değer kazandığı bir ekonomide istenilen yatırım seviyesine ulaşmak güçleşmektedir.

⁶¹ Sadi Uzunoğlu ve Diğerleri, a.g.e., s.72.

2.5.7 Döviz Kurları Üzerine Etkileri

Sermaye akımlarının reel olarak yöneldiği ülkelerde uygulanan döviz kuru rejimleri ne olursa olsun ülke parası değer kazanmaktadır. Ancak ülke paraları nominal olarak değer kaybetmekte fakat bu değer kaybı fiyat artışlarının yani enflasyonun altında kaldığı için ülke parası yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Reel olarak ülke parasının değer kazanması dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta ancak yüksek reel faizler ve düşük kur ayarlamalarının cezbettiği sermaye akımı dış ticaret ve cari işlemler açıklarını kapatmaktadır. Bu süreç ise döviz kurlarına yine ülke parası lehine baskı yapmaktadır⁶². Konu itibariyle sermaye girişleri sonucu döviz arzı bollaşmakta ve ülke parası yabancı paralar karşısında değer kazanmakta bu durum ithalatı ucuzlatmakta ihracatı ise karşılaştırmalı olarak pahalılaştırmaktadır. Böylece de dış ticaret açık vermekte bu durumda ülke açığı kapatabilmek için kaynak arayışına girmekte sermaye ithaline gitmekte bu da daha yüksek reel faiz mümkün olabilmekte bu da o ülkenin borç servisini arttırarak yükselen faizler de sermaye akımını hızlandırmakta bu da kura üzerinde tekrardan baskı yaratmaktadır.

⁶² Sadi Uzunoglu ve Diğeri, a.g.e., s.s.72–73.

3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ŞUBAT 2001 KRİZİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinin Şubat 2001 krizi üzerindeki etkilerinin ne olduğu sorusunun cevabı aranmıştır. Bu bakımdan bu bölümde öncelikle Türkiye Ekonomisi'nde 1980 sonrası finansal yapıdan bahsedilmiştir. Böylece öncelikle finansal krizlere gidilirken ülke ekonomisinin genel bir durumu gösterilmiştir. Ayrıca Şubat 2001 krizi içerisinde sermaye hareketlerinin seyri incelenmiş olup sermaye hareketlerinin temel makro değişkenlerle ilişkisi korelasyon testiyle analiz edilmiş olup, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Şubat krizi içerisindeki yeri gösterilmeye çalışılmıştır.

3.1 Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrası Finansal Yapı

Türkiye, 1980'li yıllara kadar makroekonomik fiyatların önemli bir kısmının devlet tarafında belirlendiği, sermaye hareketlerinin sınırlandırıldığı ve kapalı bir kambiyo rejiminin uygulandığı, kalkınma planlarının uygulanmaya çalışıldığı, büyümenin özel sektörden çok devlet öncülüğünde sağlandığı bir yapıda bulunmaktaydı. Türkiye Ekonomisi'nde 1960'lı yıllardan 1970'lerin ortalarına kadar özellikle yatırım kaynaklı büyüme ve nispetten istikrarlı bir enflasyon süreci yaşanmıştır. Bu dönemde özellikle 5'er yıllık kalkınma planları ve ithal ikameci büyüme stratejisi izlenmiştir. 1973'de yaşanan petrol şokuyla beraber ülke ekonomisi büyük yara almış; dış ticaret açığı giderek artmış, enflasyon yükselmiş, dış borç hızla yükselmeye başlanmıştır. 1977 yılında itibaren ödemeler dengesi açıkları hızla büyümeye başlamış, enflasyonda hızlı bir artış sürecine girilmiş ve 1979'da yaşanan ikinci petrol şokuyla beraber makro dengeler daha da bozulmuştur. Tüm bunlar sonucunda ekonomik bunalımlar yoğunlaşmış ve 1978 ve 1979 yıllarında yürürlüğe konan istikrar programlarının çeşitli sebeplerden ötürü etkin bir şekilde uygulanamaması sonucunda 24 Ocak 1980'den başlayarak yeni bir ekonomik politika uygulanmaya konmuştur. Türkiye'nin finansal sistemini dünya finans piyasalarıyla entegre etmek amacıyla bir takım yeni düzenlemeler ve finansal anlamda serbestleşme yolunda önemli reform sayılabilecek kararlar alınarak yürürlüğe konulmuştur.

24 Ocak 1980'de ekonomide stabilizasyon ve serbestleşmeyi hedefleyen ve 24 Ocak Kararları olarak bilinen program uygulanmaya başlanmıştır. Bu program, gelişme stratejisini içe dayalı bir büyümeden dışa yönelik büyümeye geçirmesiyle bir

dönüm noktası olmuş ve pek çok uluslararası kuruluşlarca desteklenmiştir. bu nedenle program uygulanırken dış kaynak bulmada problem yaşanmamış ve dış borçlar yeniden düzenlenebilmiştir. Bu desteğin temel nedeni Türkiye'nin o dönemki jeopolitik öneminin artmış olması ve başta dışa dönük büyüme stratejisi olmak üzere ekonomideki serbestleşme politikalarını içermesidir⁶³.

1980'li yıllara kadar mevduat ve kredi faiz oranları hükümetler tarafından belirlenmekte ve negatif reel faiz politikası uygulanmaktaydı. 1980 serbestleşme politikalarıyla birlikte bu uygulamalardan kademeli olarak vazgeçilmiş faiz oranları piyasalarca belirlenmeye başlanmıştır. Zaten 1980'li yılların temel öğretisi, bütün ülkelerin dünya pazarlarıyla bütünleşmesi ve mal-hizmet-sermaye hareketlerinin tam serbestleşmesiyle küreselleşmenin gerçekleştirilmesiydi. Türkiye'de bu süreç zarfında da yeni dünya düzenine adaptasyonu için gerekli adımları atmaktaydı.

24 Ocak istikrar programı, ekonomik büyümeyi, dış kaynak sağlamanın bir sonucu olarak ele almış ve yabancı özel sermaye yatırımlarına ayrı bir önem göstererek yabancı özel sermayeyi özendirmek amacıyla birçok yasal düzenlemelere gidilmiştir. Bu çerçevede, yabancı sermayenin girişi ile ilgili kolaylıklar getirilmiş; faaliyet alanları yaygınlaştırılmış ve çok daha özendirici davranışlar hedeflenmiştir. İstikrar programı yabancı sermayeyi, ödemeler dengesi açığına, tasarruf yetersizliğine ve teknoloji transferi sorunlarına sağlıklı çözüm getireceği düşüncesiyle çok önemli bir araç olarak görmüştür⁶⁴.

Türkiye ekonomisinin 1980 sonrasındaki gelişimi üç salınım sergilemiştir. Bunlardan birincisi, 1981-1987 arasında dış ticaret rejiminin serbestleştirildiği ve imalat sanayinin ihracata yöneldiği “dışa açılım” dönemi, ikincisi, 1988'de iktisadi durgunluk ve “reform yorgunluğu” ile kesilen bu ilk salınımla izleyen ve 1994'ün finansal krizi ile sonuçlanan ve kambiyo kontrollerinin kaldırılarak sermaye hareketlerinin bütünüyle denetim dışı bırakıldığı 1989-1993'ün “finansal serbestleşme” dönemidir. Üçüncüsü ise ekonominin tekrar kısa vadeli sermaye kaynaklı büyümeye döndüğü 1995-1997 arası yaşanmış, ancak bu salınım da Doğu Asya ve Rusya krizlerinin etkilerinin Türk Ekonomisi'ne yansısıyla derinleşen 1998-1999 iktisadi krizleri ile son bulmuştur⁶⁵.

⁶³ Yasemin Türker Kaya, a.g.e., s.s. 54-55.

⁶⁴ Y.Kepenek ve N.Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, Ankara: Remzi Kitabevi, 2000, s.s.205-206.

⁶⁵ Erinç Yeldan, a.g.e., s.84.

1988 yılı, 1980'li yılların ekonomi tarihindeki dönüm noktası olmuştur. 1980 sonrası reform süreci ivmesini kaybetmiş ve ekonomi bir tıkanma içine girmiştir. 1988'in tüm makro ekonomik verileri ihracata yönelik büyüme politikalarının iktisadi ve sosyal sınırlarına ulaşıldığını göstermekte olup, artık Türkiye ekonomisinde dışa açılım öncelikleri reel üretim sektörlerinden değil, finans ve kambiyo hizmetlerini de kapsayacak politika değişiklikleriyle biçimlenmiştir. 1989'da sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılarak, kambiyo rejiminin tamamıyla serbestleştirilmesi, politika değişikliklerinin en önemlisidir. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisi bir çok gelişmekte olan ülke gibi küreselleşme sürecinde bir adım daha atarak, 1990'lı yıllara doğrudan doğruya dışa açık makro ekonomi görünümünde girmiştir⁶⁶.

1989 yılında yaşanan, olumsuz koşulları aşabilmek için 1950'lerin beri her defasında bir krizle sonuçlanan yapay bir çözüm olan kısa vadeli sermaye ithali devreye konmuştur. Bu durum diğer önlemlerden farklı olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinden yararlanabilmek için günün koşulları çerçevesinde TL'nin konvertible olması ve mali piyasaların iyice serbestleştirilmesi gerekmiştir. Bu dönemde adeta ihracata dönük büyüme yerine, faiz arbitrajı yöntemiyle sermaye ithali yönetime dayalı ithalata dönük büyüme dönemine bırakmıştır⁶⁷.

11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile kambiyo rejiminin serbestleşmesi yönünde atılan önemli son adım gerçekleşmiştir. Bu karar ile aşağıdaki belirtilen düzenlemelere gidilmiştir⁶⁸:

- Türkiye'de yerleşik kişilere bankalar, yetkili kuruluşlar ve özel finans kurumlarında istedikleri kadar döviz satın alma ve bunu yurtdışına aktarım izni verilmiştir.
- Dışarıdaki yerleşik kişilerin borsada işlem gören Türk menkul kıymetlerini Türkiye'de Sermaye Piyasası kanununa göre faaliyet gösteren bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla transfer etmeleri ile Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yabancı borsalarda

⁶⁶ E. Yeldan, a.g.e., s.s.39-40.

⁶⁷ Gültan Kazgan, *Tanzimat'tan 21. Yüzyıla: Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2002, s.149.

⁶⁸ Y.Kepek ve N.Yentürk, a.g.e., s. 287.

işlem gören menkul kıymet satın alımları ve bu kıymetlerin alış bedellerini transfer etmeleri serbest bırakılmıştır.

- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında her tür (aynı, nakdi, gayri nakdi) kredi almaları ve Türk bankalarının döviz kredisi açmalarını düzenleyen esaslar liberalleşmiştir.

32 sayılı karar ile sağlanan finansal serbestleşme ile Türkiye sermaye hareketleri açısından serbestleşmiş; yerli ve yabancı tüm sermaye hareketlerinin Türkiye’ye giriş ve çıkışları serbestleşmiştir. 32 sayılı kanun sadece sermaye hareketlerini serbestleştirmekle kalmamış, aynı zamanda mali piyasalara da tam bir serbestlik sağlamış, böylece yurt içinde döviz ve Türk Lirası birbirini tam ikame eden ödeme araçları haline gelmiştir.

1989’daki mali serbestleşme ile sermaye hareketlerinin kontrolünün ortadan kaldırılması sonucunda iç ve dış sermaye hareketlerinde artış yaşanmıştır. Özellikle 1990’lı yıllarda döviz kurunun mal ticaretinden çok, kısa dönemli sermaye hareketlerine duyarlı olması sonucunu doğurmuş ve döviz kuru ana işlevinden kopmaya başlamıştır. Bir başka ifade ile döviz kuru ile mal hareketleri arasında arz-talep bağlantısı zayıflamıştır. Mali serbestleşme ve artan kamu açıklarının etkisiyle pozitif reel faiz uygulaması sonucunda, faiz ile döviz kuru arasındaki makas açılmış ve mal hareketlerinden bağımsız sermaye hareketleri görülmüştür. Türkiye’ye dolar getirilerek TL’ye çevrilmiş ve yüksek faiz geliri sağlayan hazine bonosu ve devlet tahviline yatırım yapılmıştır. Yatırım yapılan kamu kâğıdının vadesi geldiğinde önemli bir faiz geliri elde edilmiştir. Bu faiz geliri yeniden yabancı paraya çevrildiğinde, yerli paranın vade dönemi içinde değer kazanması durumunda ek kazanç sağlanmakta ve bu kazanç arbitraj kazancı olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla, yüksek faiz oranı ve değerli döviz kuru “sıcak para” olarak da adlandırılan spekülasyon sermaye girişini hızlandırmıştır⁶⁹. Bu tür sermaye hareketlerinin en büyük sorunu kısa vadeli olmaları ve rizikolu şartlarda ani olarak ülke dışına kaçmalarıydı. Nitekim girdiklerinde, rahatlama ve büyüme yaratmakta; ani çıkışlarda ise bu dengeleri ters yönde bozarak finansal krizlere yol açabilmektedir. Bu tür sermaye hareketleri aynı zamanda spekülasyon amaçlı olan aşırı sermaye girişi

⁶⁹ S.Sönmez, *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm: Sömürgecilikten Küreselleşmeye*, İmge Kitabevi, İstanbul: 1998, s.s.503–504.

sonucunda kamu borçlanma oranlarını yükseltmekte, kamu kesimi gelirlerinin önemli bir bölümünün faiz ödemelerine ayrılmak durumunda bırakmaktadır.

1990'lı yıllarla beraber Türkiye'de artan net sermaye girişlerinin içinde portföy yatırımları ve kısa vadeli sermayenin sıçrama gösterdiğini görebiliriz (Türkiye'de 1980 sonrası sermaye hareketlerinin ayrıştırılmış bir biçimde gösterimi için tablo 3.1'e bakınız.). Bu tür aşırı girişlerin yarattığı en büyük sorun ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması sonucu ihraç mallarının fiyatı uluslararası fiyatlara göre yükselmesi, ithal malları ise ucuzlamaktadır. Böylece değerlenmiş yerli para, ithalat hacmini ve ekonominin ithalata bağımlılığını daha da arttırarak dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etkiler yapmaktadır.

Türkiye'nin kısa vadeli dış sermayeyi çekmesinde, yüksek reel faiz uygulaması etkili olmuştur. Rizikosuz menkul değer sayılan kamu borçlanma kağıtlarında faiz hadlerinin yüksekliği, hem döviz-faiz arbitrajı yoluyla kar etmek isteyen yabancı yatırımcıları çekmiş; hem de yerleşik ticari bankaların ve şirketlerin dışarıdan kıs vadeli borçlanarak içeride bu kağıtlara yatırım yapmalarına neden olmuştur. Her iki durumda da sermaye girişi olmakta ve TL'nin değeri reel olarak yükselmekte, dolayısıyla da enflasyondan daha düşük devalüasyon yaratmakta ve sermaye çıkışı durumunda da bunun tam tersi gerçekleşmektedir⁷⁰.

Küreselleşme ile birlikte finans piyasalarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğunluğu son yıllarda çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Bu artış beraberinde sermayenin piyasalara girişlerinde ve çıkışlarında ani dalgalanmalar meydana getirmektedir. Küreselleşme ile beraber dünya ekonomisinde oluşan ortamın sermaye akışkanlığını arttırarak, kaynak kullanımında etkinliği yükseltip büyümenin finansmanını kolaylaştırıcı etkileri olmakla beraber; sermaye hareketlerinin ekonominin temel dengesiyle bağlarını zayıflatarak sermaye hareketlerini spekülasyona ve istikrarsızlığa açık bir hale getirmiştir. Sermaye hareketleri içerisinde özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkelerdeki makro dengesizliklerle birleşerek finansal krizlere oradan da ekonomik krizlere neden olabilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerde güvence altında olabilirler ancak, aynı zamanda kazanç olanakları da düşük olabilmektedir. Bu durumda da sermaye gelişmekte olan diğer ekonomilere doğru daha yüksek kazanç için kayabilmektedir. Özellikle ekonomik yapıları sağlam olmayan makro dengeleri tam olarak oturmamış

⁷⁰ G.Kazgan, *Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'ni Yeri*, Altın Kitaplar Yayınevi, 1995, s.212.

ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye ülke ekonomilerinden çıkışlarda büyük mali istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri özellikle ülkeye giriş ve çıkışlarda döviz fiyatı ve faiz haddini etkileyerek, kredi hacminin de bunlardan etkilenmesine neden olup spekülâtif hareketlere ivme verip, ithalat üretim ve istihdama ve borçlanmaya kadar bir çok alını etkilemektedir.

1990'lı yıllar uluslararası kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılan ulusal piyasalarda döviz kuru aşınması ve faiz oranları birbirine bağlanarak Merkez Bankası'nın kontrolünden çıkmıştır. Bu çerçevede uyarılan kısa vadeli, spekülâtif yabancı sermaye akımları ulusal tasarruf eğilimini düşürerek tüketim ve ithalat hacminin genişlemesine yol açmıştır. Döviz kuru ve faiz oranları arasındaki denge büyümenin yapay bir süreç almasına yol açmıştır. Bunun anlamı da bir taraftan ulusal ekonomideki yatırım ve birikim önceliklerinin spekülâtif sermaye hareketleri birikimine yönelmesine; diğer taraftan da gelir dağılımını bozarak mali piyasalarda kredibilitè bunalımına yol açarak kriz ortamlarının doğmasına neden olmaktadır. Nitekim bu süreç 1994 krizi ve 2001 krizleriyle sonuçlanmıştır.

Kısa vadeli sermaye, ekonominin gelişim potansiyeline göre değil de daha çok finansal aktiflerin yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelmektedir. Daha çok da ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedirler. Bu sebeple de ülke ekonomisine girişler sonrası ekonomi bir anda rahatlamakta ancak ani çıkışlarda da ciddi olumsuzluklara neden olabilmektedir. Burada tartışmaya açık olan konu finansal krize kısa vadeli sermaye hareketlerine ne şekilde yol açtığı ya da ne derecede açıklayıcı olduğudur. Makro dengesizliklere sahip ekonomilerde borç stokunun fazla olduğu ülkelerde ani sermaye çıkışları çok ciddi finansal problemlere yol açabilmektedir. Türkiye örneğini ele alırsak Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmeye başlandığı dönemde var olan makro ekonomik yapıdaki dengesizlikler giderilmemiş, kamu kesimi açıkları ve borç stokunu sürekli artmakta ve yeterince derinleşmemiş finansal yapı ve faizler üzerinde sürekli baskı uygulamıştır. Bu durumda yüksek reel faizlerle ekonomideki açıklar kapatılmaya çalışılmıştır. Bu durumda da yüksek reel faizlerle sermaye ülkeye çekilmeye çalışılmıştır. Ancak var olan makro dengesizliklerde sermaye özellikle kısa vadeli sermaye spekülâtif ataklarla birlikte ani çıkışlar göstermiştir. Bu da ekonomide ciddi sorunlarla karşı karşıya kalınmasına neden olmuştur. Tablo 3.1'de Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin seyri görülmektedir. Tablo 3.1'den de görüldüğü gibi

Türkiye ekonomisinde 1980'den sonra sermaye hareketleri inişli ve çıkışlı seyirler izlemektedir. Özellikle portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketleri çeşitli yıllarda artışlar ve inişler göstermekte ve istikrarsız bir seyir izlemektedir. Özellikle 2001 krizinde ülkeden çıkan kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüklüğü, yaşanan finansal ve ekonomik krizde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ne denli sarsıcı ve yıkıcı bir etki gösterdiğinin bir kanıtı olarak gösterilebilir. 1990'lı yıllarda, Türkiye'ye giren kısa vadeli sermaye akımlarında artışlar yaşanmış ancak 1991 Körfez Savaşı ve 1994'de ve 2001'de yaşanan ekonomik krizlerle beraber ekonomiden büyük miktarlarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Ülkemizde en yüksek miktarlı net kısa vadeli sermaye çıkışı, 2001 yılında Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle 11 milyar dolar civarında olarak gerçekleşmiştir.



Tablo 3.1. Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri (1980–2004)
(milyon USD)

Yıllar	Toplam Sermaye Hareketleri (net)	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1980	672	18	0	656	-2
1981	899	95	0	683	121
1982	280	55	0	127	98
1983	883	46	0	39	798
1984	73	113	0	612	-652
1985	1065	99	0	-513	1479
1986	2124	125	146	1041	812
1987	1891	106	282	1453	50
1988	-958	354	1178	-209	-2281
1989	780	663	1386	-685	-584
1990	4037	700	547	-210	3000
1991	-2397	783	623	-783	-3020
1992	3648	779	2411	-938	1396
1993	8903	622	3917	1370	2994
1994	-4257	559	1158	-784	-5190
1995	4565	772	237	-95	3635
1996	5483	612	570	1636	2665
1997	6969	554	1634	4788	-9
1998	-840	573	-6711	3985	1313
1999	4935	138	3429	344	1024
2000	9610	112	1022	4276	4200
2001	-13882	2769	-4515	-1130	-11006
2002	2463	863	-593	2170	23
2003	7239	1195	2569	-956	5431
2004	18493	1709	8023	5811	2950

Kaynak: T.C.M.B. ödemeler dengesi istatistiklerinden tarafımızca düzenlenmiştir.

3.2 Türkiye Ekonomisinde Şubat 2001 Krizi ve Kriz İçerisindeki Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İncelenmesi

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra Türkiye'nin dış ve iç borçlarını döndürüp döndüremeyeceği oldukça tartışılmıştı. Dolayısıyla ekonominin tekrardan rayına oturabilmesi için kaynak ihtiyacı gerekmektedir. İç borçlar için ülke içinde yeterli kaynağın bulunamaması açığın dış kaynaklarla kapatılmasıyla giderilmeye çalışılmakta; ancak bu da düşük kur yüksek reel faizle sağlanabilmektedir. Bu durum, bir yandan cari açıklarla birleşerek ekonominin dış kaynak ihtiyacını arttırırken, yüksek faiz nedeniyle de iç borç stokunda artışlara yol açmaktadır. Bu şekilde içeride kısa vadeli sermaye-sıcak para hacmi artmakta, ani çıkışlarda Rusya, Asya, Meksika örneklerinde yaşandığı gibi krizlere yol açabilmektedir. Düşük kur politikası ihracatı baskı altında tutarken ithalat artışı ile dış ticaret ve cari açığın da artmasına neden olmaktadır. Böylece ekonominin kaynak ihtiyacı daha da artmakta makro dengeleri oturmamış ve finansal piyasaları derinleşememiş ve kurumsallaşmanın henüz oturmadığı ekonomilerde dış borçların döndürülemeyeceği korkusu ve buna bağlı devalüasyon beklentisi sıcak paranın aniden çıkışına yol açabilmektedir. Türkiye 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 tarihlerinde finansal karakterli böyle krizlerle karşılaşmıştır. Birçok açıdan değerlendirilebilecek olan bu krizlerin daha önceki krizlerden farkı, kapsamlı bir istikrar programının uygulandığı döneme denk gelmesidir. Her iki krizde de ulusal piyasaların tepkileri kadar uluslararası sıcak paranın da tepki göstererek aniden ülke dışına çıkması söz konusudur. (portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin kriz sürecindeki seyri tablo 3.11 ve tablo 3.12'den izlenebilir.) Sıcak para, krizin başlamasında ve sonrasında ülkeyi terk ettiği kadar krizden hemen önce de ülkeyi terk etmeye başlayarak krizin oluşumuna hazırlık yapabilmektedir. Kısa vadeli sermaye özellikle ani çıkışlar göstererek borsada, faizde ve döviz fiyatlarında oluşan ani panik havasını yaygınlaştırarak ve piyasada şokların büyümesine yol açmaktadır.

Türkiye ekonomisi 1999 yılı sonlarında IMF'nin desteğini alarak bir istikrar programı uygulamaya koymuştur. Program Türk Lirası'nın 1 ABD Doları+0,77 Euro'dan oluşan bir sepete göre önceden alacağı değere göre açıklanmaktaydı. Döviz kurunun alacağı değerlerin önceden açıklanması, döviz kuru artışı beklentisini içeren iç borçlanma faizlerini döviz kuruna uyum sağlaması konusunda döviz bazında reel

faizlerin yüksek kalarak sermaye girişlerinin artmasına neden olmaktadır. Kasım 2000 sonlarına doğru Türkiye’de ortaya çıkan krizde enflasyondaki artış azalışının beklenenden hızlı olmaması reel kurun değerlenmesine yol açmaktaydı. Sıkı para politikası uygulamasına karşın yapısal düzenlemelerin yeteri kadar gerçekleştirilememesi ve özelleştirmeden beklenen gelirin sağlanamamış olması programın güvenilirliğinde bazı şüphelerin oluşmasına neden olmuş faizlerin de yükselmesine yol açmıştır. 2000 yılında uygulanan program, Merkez Bankası’nın kamu kesimine açtığı kredileri sınırlamak ve strelizasyon yapılmasını önlemek amacıyla Merkez Bankası’nın açık piyasa işlemleri yolu ile verdiği likiditenin net iç varlıklar bandı çerçevesinde belirlenmesini öngörmüştür. Net iç varlıklar uygulaması, para arzının tümüyle sermaye girişlerine göre belirlenmesini ve faiz oranlarının da piyasa koşullarında oluşmasını hedeflemiştir. Böylece, sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde faiz oranları düşerek yeni sermaye girişini engelleyecek, sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde de faiz oranlarındaki artış sermaye girişlerini arttıracak ilkesine bağlanmıştır. Kriz sürecine girerken Türkiye ekonomisindeki temel makro büyüklükler tablo 3.2’de üçer aylık dönemler itibariyle gösterilmiştir.

Tablo 3.2. Kriz Sürecinde Türkiye Ekonomisi Göstergeleri (2001:I-2002:2)

	2000.1	2000.2	2000.3	2000.4	2001.1	2001.2	2001.3	2001.4	2002.1	2002.2
GSYİH (yüzde değişim)	5.5	6.8	7.9	8.4	-0.8	-9.6	-7.4	-10.4	1.9	8.2
Özel Tüketim Harc. (yüzde değişim)	4.0	4.6	9.6	5.6	-2.5	-11.5	-9.7	-11.7	-2.0	3.1
Kamu Tüketim Harc. (yüzde değişim)	-0.7	12.6	9.8	5.8	-1.3	-6.6	-15.0	-8.9	2.4	2.7
Özel Yatırım Harc. (yüzde değişim)	9.4	16.5	20.4	16.4	-14.4	-32.1	-41.5	-50.2	-26.1	-1.0
Kamu Yatırım Harc. (yüzde değişim)	10.8	21.8	21.3	19.9	-5.8	-32.0	-23.4	-18.8	-17.4	3.4
İhracat (yüzde değişim)	12.1	25.9	24.6	13.7	9.7	8.2	5.9	6.4	9.1	4.2
İthalat (yüzde değişim)	34.9	25.3	23.5	19.6	-14.5	-31.0	-26.5	-26.0	1.4	19.4
Enflasyon (TEFE)*	66.1	56.8	43.9	32.7	35.1	61.8	74.7	88.6	77.5	46.8
Döviz Kuru (\$/TL)*	60.7	49.5	46.6	28.6	64.6	96.5	116.5	114.2	41.9	25.6
DİBS Reel Faiz Oranı**	-15.8	-9.5	-7.2	6.3	117.5	16.5	7.3	-7.8	-3.7	17.2

Kaynak: Erinç Yeldan, *İstikrar, Kim İçin ? , Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler*, Birikim 2002, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf>,s.15.

* Bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişim

** 3 aylık devlet iç borçlanma senedi yıllık bileşik faizi, TEFE ile indirgenmiştir.

Program çerçevesinde Merkez Bankası'nın piyasaya sağladığı likidite miktarının belirlenmesinde net iç varlıklar bandının genişliği ve Hazine'nin Merkez Bankası'ndaki mevduatları etkili olmuştur. Bu uygulama sırasında, net iç varlıklar bandı dikkate alınırsa piyasanın likidite ihtiyacının karşılanması, kısa vadeli faizlerin 2000 yılı içerisinde önemli ölçüde dalgalanmasına yol açmıştır. Diğer taraftan, piyasadaki likidite durumuna göre bankaların, gün sonunda önceden açıklanmış döviz kurları çerçevesinde, Merkez Bankası döviz ve efektif piyasalarında döviz alımında veya satımında bulunarak likidite ayarlamalarına gittiği gözlenmiştir. Bu sürede TL faizlerinin yükseldiği dönemlerde döviz satışlarının yoğunlaştığı dikkati çekmiştir. Mali piyasalardaki dalgalanmaların etkisi ile Kasım ayının ikinci yarısı ve Aralık ayının ilk yarısında ortaya çıkan döviz talebi ile Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerinde kullandığı çeşitli yöntemler ve bankalar arası para piyasası yolu ile piyasaya likidite vermesi, net iç varlıklar bandının dışına çıkılmasına ve Merkez Bankası'nın döviz piyasasında net satıcı olmasına yol açmıştır⁷¹. 22 Kasım 2000'de Merkez Bankası'nın program limitlerini aşarak açık piyasa işlemleri yoluyla piyasayı fonlaması sonucunda sağlanan likidite yerli ve yabancıların döviz alımına yönelmesine neden olmuştur. Kasım 2000'de yaşanan bu ilk spekülasyon saldırı sonrasında Merkez Bankası, 1999'da IMF ile yapılan stand-by anlaşmasında belirlenen kur politikasını sürdürmekte zorluk çekeceği açıkça ortaya çıkmıştı. Kasım 2000 sonrası Şubat 2001 krizine kadar geçen dönemde enflasyonu düşürme amacı doğrultusunda, kamu kesimi ve konsolide bütçe temel fazlasının elde edilmesi amacıyla daraltıcı maliye ve bütçe politikaları, sıkı döviz taahhüdüne dayalı para politikası ve buna uygun gelirler politikası sürdürülmeye devam edilmiştir.

Yabancı sermaye çok kısa vade ararken, yurtdışında borç verenlerinde buna paralel olarak daha kısa vadeler ve giderek yükselen risk primleri talep etmeye başlamaları ve Şubat ortasına gelindiğinde faizlerin yeniden %70'lere çıkması, iç borç çevriminin sürdürülebilirliğine ilişkin şüphelerin hem sebebi hem de yansıması olarak yaşanmaya başlamıştır. Faizlerin daha da yükselmesi ve bir krizin oluşumu durumunda, 2000 yılı sürecinde faiz oranı %33-40 aralığında ve vadesi 12-18 ay olan kamu kağıtları ile portföylerini dolduran bankaların çok ciddi sorunlarla karşı karşıya kalacakları görünmekteydi. İç borç stokunun artmaya devam etmesi, enflasyon oranının düşmemesi, TL'nin değerlenmeye devam etmesi programın sürdürülebilirliği

⁷¹ Evrim İmer, a.g.e., s. 36.

hakkında kuşkuvarın iyice artmasına yol açmıştır. Böyle bir ortamda krizin gerçekleşmesi de bir kıvılcıma bağılı olmaktadır. Nitekim bu kıvılcım da Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan tartışma ile yaratılmıştır⁷².

1999 yılında uygulamaya konulan istikrar programının temel ve noktalarında bir tanesi de net iç varlıklara konulan tavan değeri ile sistemde para tabanında olabilecek artışların ancak net dış varlıklar artışı yolu ile sağlanması prensibinin getirilmiş olmasıdır. Bu duruma göre net iç varlıkların Aralık 1999 seviyesinde sabit tutulması hedeflenmiş ve bir üç aylık dönem sonunda toplam para tabanının $\pm\%5$ 'ine eşdeğer bir bant içerisinde hareket etmesine izin verileceğinin açıklanmasıdır. Yine ayrıca bankacılık sisteminin likidite taleplerinin karşılanabilmesi için zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır⁷³.

Parasal tabandaki artışların net dış varlıklar artışlarına bağlanması, bir ekonominin parasal tabanını dışarıdan rahatça borçlanabilen riskli bir bankacılık sistemine ve dış dünyanın kısa dönemli, spekülasyon nitelikli sermaye giriş ve çıkışlarının denetimine bırakılması anlamına gelmektedir. Sonuçta TCMB analitik bilançosu parasal tabanı net iç varlıklar ve net dış varlıklar toplamına eşittir. Net iç varlıklara tavan sınırlaması getirilmiş olması para tabanının ancak net dış varlıklarda meydana gelen artışlarla mümkün olacaktır. Ancak para tabanının genişlemesi sadece TCMB'ye dış yükümlülük yaratmayacak şekilde gelen döviz girişlerine bağlanmıştır. Diğer bir ifade ile Merkez Bankası döviz borçlanarak para tabanını genişletmeyecek; buna karşılık kendisine dış yükümlülük yaratmayarak emisyon hacmini genişletebilecektir. Döviz girişlerinin program çerçevesinde doğrudan parasal genişlemeye yol açması, TCMB'nin sterilizasyon yapamayacağı anlamına gelmektedir. Böylece parasal genişlemenin faiz hadleri üzerinde olumlu etkisi olacağı beklenmiştir. Bu anlamda TCMB'nin uluslararası rezerv konumu önemli bir gösterge oluşturmaktadır. Bu amaçla programda, TCMB'nin net uluslararası rezervlerine sınır değeri ve dış borçlanmanın vade riskini asgariye tutmak hedeflenerek de kısa vadeli borç stokuna üst sınır getirilmiştir⁷⁴.

2001 krizinin çıkmasına bankacılık sektörünün kırılabilirliği ve bu kırılabilirliği ortaya çıkaran tetikleyici faktörler de yol açmıştır. 2001 krizinde tartışılan bir konu da

⁷² Korkut Boratav ve Yılmaz Akyüz, *Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu*, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ağustos 2002, s.34.

⁷³ Hülya Ardıç, a.g.e., s.165.

⁷⁴ Erinç Yeldan, a.g.e., s.168.

bankacılık sektörünün kırılmalığının ve tetikleyici faktörlerin olmaması durumunda yüksek cari işlemler açığıının ve TL'nin reel olarak aşırı değeriilenmesinin 2000 ve 2001 krizlerinin oluşması için yeterli neden oluşturup oluşturmayacağıdır. Bankacılık kesimine bakılacak olunursa kriz öncesi dönemde kamu bankaları faiz riskine (görev zararları), özel bankalar da döviz kuru riskiyle (açık pozisyon) karşı karşıyaydı. Dönem itibariyle bankaların takipteki kredilerin toplam kredilere oranının yüksekliğı bankacılık kesiminin riskini gözler önüne koymaktadır. Tablo 3.3'de kriz sürecinde bankaların takipteki kredilerinin toplam krediler içerisindeki yeri gösterilmiştir. Aynı şekilde özel bankaların döviz açık pozisyonları bu dönemde ciddi boyutlara ulaşmıştır. Tablo 3.4'de ise bankaların döviz açık pozisyonları gösterilmiştir.

Tablo 3.3. Kriz Sürecinde Takipteki Krediler/Toplam Krediler(%)

	Eylül 2000	Aralık 2000	Eylül 2001
Ticaret bankaları	10.0	12.6	20.7
Özel bankalar	2.6	6.2	4.7
Kamu bankaları	12.7	12.5	39.2
Fona devredilenler	185.1	70.6	219.6
Yabancı bankalar	3.2	2.9	4.5
Kalkınma ve yatırım bankaları	2.1	1.6	2.7
Toplam	9.3	11.6	18.6

Kaynak: B.B.D.K. Eylül 2001 Raporu,

http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/sectordegerlendirme/bsd_r0901_ek.xls, s.6.

Tablo 3.4. Kriz Sürecinde Bankacılık Kesimi Döviz Pozisyonları (1993–2001) (milyon USD)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ticaret bankaları	-4.663	-692	-3.100	-2.600	-5.078	-8.429	-13.346	-17.618	-12.700
Kamu bankaları	-619	105	-300	100	203	-192	-70	-652	-500
Özel bankalar	-3.714	-712	-2.500	-2.500	-4.481	-7.544	-7.303	-11.474	-6.700
Fona devredilenler							-4.881	-3.960	-4.200
Yabancı bankalar	-330	-85	-300	-200	-800	-693	-1.092	-1.532	-1.300
Kalkınma ve yatırım bankaları	-381	-168			112	98	126	317	100

Kaynak: B.B.D.K. Yıllık raporlarından tarafımızca düzenlenmiştir.

Bankacılık sektörünün risk primleri farklı olmakla birlikte, risk birikimine neden olarak sektörün kırılma olmasına yol açan unsur ortaktır. Bu ortak unsur ise kamu sektörünün borçlanma ihtiyacı ve bunun finanse edilme yöntemidir. Bununla birlikte bu finans mekanizmasının devam edebilirliği devlet tahvillerine olan talebin devam etmesine bağlıdır. Borçlanma ihtiyacının devam ettiği bir ortamda, talebin durması 1994 krizinde olduğu gibi otoriteleri para basarak finansman yapmaya itmekte ve bu da hem döviz kurunun hem de enflasyon oranının artmasına neden olmaktadır. Eğer kamu sektörü açıkları devam ediyorsa yani bütçe denkliliği sağlanamıyorsa, böyle bir durumda ekonominin krize girmemesi için yapılacak en iyi şey devlet tahviline olan talebin azalmasını önlemektir. Ancak bu bir çözüm değil, çözümün ertelenmesi olmaktadır. Bazı gelişmekte olan ülkelerde kur temeline dayalı istikrar programı uygulanmaya geçilmeden önce bankacılık sisteminde geniş çaplı bir yeniden yapılandırma gerçekleştirilmiş ve bankacılık sistemi sıkı bir gözerim mekanizması ile etkin bir biçimde denetim altına alınmıştır. Bu da, söz konusu ülkelerin bankacılık sistemlerindeki mali dengesizlikler olmasına rağmen başarıya ulaşmalarında önemli rol oynamıştır⁷⁵.

Gerçektende tüm bu anlatılanlar aslında finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerine getirilen tam serbestlik sonrası yaşanan dış kaynak bağımlılığının sonucunu doğurmaktadır. Ne zaman ekonomide bir şeyler ters gitmeye başladığında uluslararası mali kuruluşlara başvurulup dengesizliklerin giderilmesi için yardım talep edilmektedir. Sermaye hareketlerine getirilen serbestlikle aslında, özel sektör yatırımlarını dışlamadan kamu kesimi açıklarının finansmanı hedeflenmiştir. Ancak bunun gerçekleşemediği görülmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte dolar ve dolar cinsinden getiri getiren kağıtlara karşı rekabet edebilmek için Hazine, borç verenlere daha yüksek bir risk primi ve daha yüksek faiz sunmak zorunda kalmıştır. Bu da kamunun açıklarının daha da artmasına böylelikle daha fazla risk primi ödenmesi ve yüksek reel faizler ödemek durumunda kalınmasına ve döviz rezervlerinde de azalmalara neden olmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine giderken de bu durum aynen yaşanmıştır. Belirtilen dönemlerde bankalar arası İnterbank gecelik faiz oranları ve TCMB döviz rezervlerindeki değişiklikler tablo 3.5 ve tablo 3.6'dan izlenebilir. Tablo 3.5 ve tablo 3.6'dan görüleceği üzere TCMB Kasım 2000'de yaşanan krizi çok yüksek faiz oranı ve

⁷⁵ Korkut Boratav ve Yılmaz Akyüz, a.g.e., s.s.39-40.

önemli döviz rezervleri kayıplarına katlanarak ve IMF'den gelen yardımla geçiştirebilmiştir. Aynı durum Şubat 2001 tarihinde de yaşanmıştır. Faiz oranları yükselmiş ve döviz rezervlerinde de azalma yaşanmıştır.

Tablo 3.5. Kriz Sürecinde Aylık İnterbank Gecelik Faiz Oranları(%) (Ocak 2000-Mart 2001)

Aylık Dönemler	En Düşük	En Yüksek	Ortalama
Ocak 2000	18.9	64.56	35.9
Şubat	26.28	83.19	49.23
Mart	26.38	68.07	39.08
Nisan	18.90	45.87	36.16
Mayıs	32.08	56.34	41.29
Haziran	26.35	75.75	42.0
Temmuz	13.60	38.83	25.97
Ağustos	22.14	92.57	35.57
Eylül	23.71	79.65	46.20
Ekim	25.82	71.22	38.41
Kasım	27.94	315.92	79.46
Aralık	61.75	873.13	198.95
Ocak 2001	31.12	76.84	42.16
Şubat	36.55	4018.58	436.00
Mart	80.00	96.55	81.89

Kaynak: T.C.M.B. verilerinden tarafımızca derlenmiştir.

Tablo. 3.6. Kriz Sürecinde T.C.M.B. Haftalık Brüt Döviz Rezervleri (Milyon USD)

Kasım Krizine Doğru Zaman Aralığı	Brüt Döviz Rezervleri	Şubat Krizine Doğru Zaman Aralığı	Brüt Döviz Rezervleri
27/10/2000	23.249	05/01/2001	25.097
03/11/2000	24.256	12/01/2001	26.593
10/11/2000	23.583	19/01/2001	26.143
17/11/2000	24.433	26/01/2001	25.691
24/11/2000	21.583	02/02/2001	25.928
01/12/2000	18.942	09/02/2001	26.565
08/12/2000	19.624	16/02/2001	27.943
15/12/2000	19.823	23/02/2001	22.581
22/12/2000	19.934	02/03/2001	21.521
29/12/2000	19.635	09/03/2001	21.529

Kaynak: T.C.M.B. verilerinden tarafımızca derlenmiştir.

Ekonomilerde finansal serbestlik özellikle kısa vadeli dış kaynak girişlerine bağlı olarak istikrarsız, dalgalı büyüme süreci yaşanmakta, doruk noktalarından

diplere düşülmekte ve yapay olarak şişirilmiş, her an patlamaya hazır finansal köpükler oluşmaktadır. Finansal spekülasyonlar ve reel sektörün temel oluşturduğu süreklilik arz edecek bir büyüme sürecinin oluşturulamaması ekonomide istikrarsızlığa yol açmaktadır. 1990'lı yıllarda önce finansal ve/veya döviz piyasalarında başlayıp sonrasında ekonominin tümünü etkisine alan krizlerin oluşturduğu ülkeler söz konusu süreci yaşayan ülkelerdir. Bu tür krizlerin yaşanmasında ise Türkiye'de olduğu gibi sadece kamu eksimi açıkları ve borçlanması değil, Güneydoğu Asya'nın örnek oluşturduğu özel kesimin aşırı borçlanması ve spekülasyonu da büyük rol oynamaktadır⁷⁶.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin özellikle gelişmekte olan ülkeler için oldukça tehlikeli olduğu belirtilmektedir. Bir ülkeye giren kısa vadeli sermaye o ülkeye girerken kısa dönemli olumlu etki oluşturmasına karşın hızla çıkışla birlikte yıkıcı etkiler gösterebilmektedir. Bu konuda Stiglitz⁷⁷ bu tür sermaye girişlerinin vergilendirilmesi gerektiğine değinmekte ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin vergilendirilmesinin de kesin çözüm olmayabileceğini, çünkü gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarına bağlı olarak dünya üzerinde dolaşan spekülatif paranın olumsuz etkilerinin devam edebileceğini belirtmektedir⁷⁸. Gerçekten de 1980 sonrası ve 1990'larda dünya genelinde yaşanan sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin özellikleri incelendiğinde ortak yönlerinden en dikkati çekici olanın her iki kriz öncesinde büyük miktarlarda kısa vadeli sermaye girişinin olması ve krizin başlamasıyla beraber büyük miktarlarda sermaye kaçışının olduğudur.

1980'li yılların sonunda dünya finans piyasalarında kısa yoldan borçlanıldığında her hangi bir sorun kalmayacağı düşüncesiyle ekonomide temel dengeleri kurmadan, istikrar sağlandıktan, kamu açıklarını finanse edebilecek düzeye indirilmeden, sermaye hareketleri serbestleştirilerek, belli aralıklarla tekrar eden bir

⁷⁶ S.Sönmez, *Türkiye'de Finansal Birikim Modelinin İki Yüzü: Büyüme ve İstikrarsızlık*, İktisat Kongresi Notları (6-9 Eylül 2004), ODTÜ, Ankara, s.11.

⁷⁷ Stiglitz bu konuyu şu cümlelerle dile getirmektedir: "Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke açısından bir çok zararı görülmektedir. Birinci zararı ülke parasının suni olarak değerlendirilmesine neden oluyor ve bu durum da cari açığa neden olmaktadır. İkincisi, ülkede yatırım ve büyümeye ota ve uzun vadeli destek olmuyor. Üçüncüsü, ülkeden hızlı çıkış yaptığında yıkıcı etkilidir. Bu nedenle sıcak paraya Tobin Vergisi türü bir vergi alınabilir. Böylece para girişi ve çıkışı nisbi olarak kontrol altına alınabilmektedir."

⁷⁸ J.Stiglitz, *Sıcak Paraya Vergi Koyun*, Hürriyet Gazetesi, 13 Nisan 2004, s.8.

krizler sürecine girildiği belirtilmektedir. Ayrıca bu krizlerin hem derinliğinin hem çapının hem de zaman boyutlarının büyüyerek oluşmakta olduğuna görülmektedir⁷⁹.

Türkiye’de yaşanan Şubat 2001 krizinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyici rolünün ne olduğu sorusunun cevabı hakkında birçok görüş ve düşünceler vardır. Kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarında ülke ekonomileri sarsılmakta ve yıkıcı etkiler oluşabilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal krizlerin oluşumunda ve gelişmesinde başlı başına bir etken olduğu ancak, sermaye hareketlerinin büyüklüğü, ülke ekonomisindeki makro büyüklükler (faiz, enflasyon, kamu borçlarının vade yapısı ve büyüklüğü, cari açık) gibi etkenlerinde finansal krizlerin oluşumunda ve sermaye hareketlerinin seyrine yön vermede etkili olduğu unutulmamalıdır. Burada sorgulanması gereken konu aslında krizin nedenlerini doğru kavramaktan geçmektedir. Kasım 2000’de uyarı şeklinde ortaya çıkan ve Şubat 2001’de de patlak veren krizin sebebi daha çok Türkiye’nin I.M.F. ile yapılan anlaşma çerçevesinde gerekli ödevlerini yerine getirmediği ve bunun sonucunda da piyasaların tedirgin olduğu ve uluslararası sermayenin ülkeyi terk ettiği şeklindedir. Bu tespitin arkasında yatan ana neden olarak da cari açığın büyümesi nedeni yatmaktadır. Nitekim 1999’da -1,3 milyar USD düzeyinde gerçekleşen cari açık 2000 yılı sonunda -9,8 milyar USD seviyesine çıkmıştır. Yıllar itibarıyla cari işlemler dengesinin seyri Tablo 3.7’de ayrıntılı olarak incelenebilir.

⁷⁹ T. Berksoy, *Kriz: Nereden Nereye?* İşletme İktisat ve Finans Dergisi, Mayıs 2002, s.s.81-82.

Tablo 3.7. Yıllar İtibariyle Cari İşlemler Dengesi (1980-2004)
(milyon USD)

Yıllar	Cari İşlemler Dengesi
1980	-3408
1981	-1936
1982	-952
1983	-1923
1984	-1493
1985	-1013
1986	-1465
1987	-806
1988	1596
1989	938
1990	-2625
1991	250
1992	-947
1993	-6433
1994	2631
1995	-2339
1996	-2437
1997	-2638
1998	1984
1999	-1344
2000	-9818
2001	3390
2002	-1522
2003	-8037
2004	-15410

Kaynak: T.C.M.B. ödemeler dengesi verilerinden tarafımızca derlenmiştir.

Kısa vadeli sermaye, cari açığının finansmanını sağladığı müddetçe ekonomide her şey yolunda gibi gözükmektedir. Temel makro dengeleri sağlam olmayan bir ekonomide bu sürecin devam etmesi ancak yüksek reel faizlerle sağlanmaktadır. İç ve dış borç yükünün yüksek olması, finansal yapının yeterince derinleşmemiş olması ve bankacılık kesiminde yaşanan sorunlar ekonomik ve finansal yapının kırılgan olmasına ve her an spekülâtif saldırılara açık kalmasına neden olmaktadır. Burada belirtilmesi gereken sorun cari açığın sürekli ve sonsuza kadar borçla ve sermaye hareketleriyle finanse edilemeyeceğidir. Ekonomideki kırılganlık bir süre ciddileşip kötüleşmeye başlayınca ya da o şekilde algılanmaya başlayınca ülkeye giren kısa vadeli sermaye bir süre sonra faiz oranı ne olursa olsun ülkeyi terk etmeye başlayacaktır. Bu durumda kendisini sermaye girişine bel bağlamış Türkiye Ekonomisi için durum sermayenin ülkeye girdiği bir süreçten tersine sermayenin ülke dışına çıktığı-kaçtığı bir süreçte doğru gidildiğinden daha öncede

belirtildiği üzere finans ve ekonomik yapısı sağlam olmadığından ekonomide şokla karşılaşmış olacaktır. Özellikle 1999'da IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde döviz ayağını sabit ve açıklanan kur sistemine dayandırdığından ülkeye giren kısa vadeli sermaye bir süre sonra kurlarda meydana gelen baskıyı gördüğü ve ülke rezervlerinin yetersizliğini gördüğü ya da o şekilde algıladığı anda ülke dışına çıkmaya başlamıştır. Burada üzerinde tartışılan bir konu da kısa vadeli sermayenin neden ülke dışına kaçtığıdır. Ancak ne sebeple olursa olsun kısa vadeli sermaye doğası gereği spekülâtif ve kazanç peşinde koşmaktadır ve daha fazla karın olduğu yere gitmektedir. 1980 sonrası dünya ekonomisine bakıldığında kısa vadeli sermayenin sürekli bir biçimde yer değiştirdiğini bir piyasadan diğerine girdiği; zaman zaman yaşanan krizlerle beraber azaldığı gözlemlenmektedir. Bu bakımdan kısa vadeli sermaye ne olursa olsun içsel bir sebep olmasa da dışsal bir sebepten bir süre sonra ülkeyi terk edecektir ya da miktar olarak azalacaktır. Bu bakımdan Türkiye'de Şubat 2001'de yaşanan kriz sermaye hareketlerinin ülke dışına kaçmasıyla başlamıştır. Bu süreci başlatan ve derinleşmesini sağlayan da ülkeyi terk etmeye başlayan kısa vadeli sermaye olmuştur. Kısa vadeli sermaye için tehlike sinyalleri cari açığın artmaya başladığı ve tehlikeli bir seviyeye yaklaştığı zaman çalmaya başlamakta ve tedirgin olmakta; dolayısıyla da ülke dışına çıkmaktadır. Konuya Türkiye'de cari açık yönünden bakacak olunursa üzerinde durulması gereken konu cari işlemlerde meydana gelen bozulmanın neden ya da nereden kaynaklandığıdır. Cari açığa yol açan sebep yeterince güçlü olmayan maliye politikası mıdır ya da ekonominin dengelerini denetimsiz bir biçimde piyasa güçlerine ve uluslararası sermaye akımlarına bırakılması mıdır? Bu sorular ve cevapları birçok kez konuşulmuş ve tartılmıştır. Bu konuya açıklık getirilmesi açıdan Kamu sektörüne ait konsolide bütçe rakamları Tablo 3.8'de gösterilmiştir.

Tablo 3.8. Kamu Kesimi Konsolide Bütçe Rakamları (2000-2001) (milyar TL)

Yıllar	2000			2001		
	Gerçekleşme (1)	Hedef (2)	1/2	Gerçekleşme (1)	Hedef (2)	1/2
Gelirler	33.756	32.585	103.6	51.812	49.300	105.1
Vergi Gelirleri	26.526	24.000	110.5	39.768	37.710	105.5
Dolaysız Vergiler	10.861	9.585	113.3	15.647	12.741	122.8
Dolaylı Vergiler	15.644	14.415	108.7	18.135	18.083	100.3
Harcamalar	46.602	46.713	99.8	80.379	78.999	101.7
Personel Harcamaları	9.982	9.900	100.8	15.203	14.630	103.9
Yatırım Harcamaları	2.472	2.351	105.1	4.139	3.749	110.4
Faiz Harcamaları	20.439	21.132	96.7	41.064	41.268	99.5
KİT'lere Transferler	885,9	594,6	149	1.201	1.100	109.2
Diğer Transferler	9.211	8.894	103.6	8.030	7.162	112.1

Kaynak: Erinç Yeldan, *İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler*, Birikim 2002, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf>, s.16.

Tablo 3.8'den de görüleceği üzere İstikrar programının uygulandığı 2000 ve 2001 yılı bütçesinde gelirler ve harcamalar kalemlerinde hedeflenen değerler ile gerçekleşme rakamları örtüşmektedir. Faiz dışı bütçe fazlası olarak 2000 yılında %6.1; 2001 yılında ise %6.7 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamlara bakarak kamu kesiminin başarısız olduğunu söylemek pek doğru olmayacak; ancak yine de bunu gerçekleştirirken kamu yatırımları ve sosyal nitelikli yardımlar konusunda çok önemli kısıntılara gidildiği unutulmamalıdır. Aynı şekilde 1980 sonrası finansal serbestleşme ve dışa açılma politikaları sonucu oluşan finansal serbestleşmeyle beraber bazı olumlu sonuçlar beklenmekte idi. Bunlar kredi hacmi genişlemesi ve faiz oranlarının düşmesi ve uluslararası sermayenin ülkeye girmesiydi. Ancak bunlar yeterince gerçekleşmemiş ve ekonomik ve finansal yapı gelişmemiş ve kırılganlıklar da devam etmiştir. Bu açıdan bakıldığında Türkiye 1990 sonrası birden fazla finansal ve ekonomik krizlerle baş başa kalmıştır. Tablo 3.9'da Türkiye ekonomisindeki temel mali kırılganlık göstergeleri yer almaktadır.

Tablo 3.9. Türkiye Ekonomisinde Mali Kırılganlık Göstergeleri (%) (1995-2001)

Kırılganlık Göstergeleri (%)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kısa Vadeli Dış Borçlar/ Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri	128.7	104.2	95.1	105.4	98.9	127.6	85.9
M2Y/Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri	354.0	314.1	287.8	321.8	329.4	381.4	380.6
İç Borç Faiz Ödemeleri/ Net Yeni İç Borçlanma	93.7	83.1	63.5	97.9	87.5	137.8	47.2
İç Borç Faiz Ödemeleri/ Toplam Vergi Gelirleri	43.9	59.2	41.7	61.0	66.4	63.7	103.4
Net Yeni İç Borçlanma/İç Borç Stoku	52.4	57.8	52.4	49.5	49.3	37.1	70.2

Kaynak: Erinç Yeldan, *İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler*, Birikim 2002, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf>, s.17.

Türkiye ekonomisindeki mali kırılganlık devam ettiği müddetçe ve finansal piyasalar gelişemedikçe ekonomi sağlam temellere oturamayacak ve bu krizlerin oluşumu daha kolay olacaktır. Tablo 3.9'dan da görüleceği üzere bir Türkiye ekonomisinde kısa vadeli dış borç/merkez bankası rezervleri oranına baktığımızda bu oranın oldukça yüksek olduğu dikkati çekmektedir. Aynı şekilde iç borç stoku alanında da benzer bir yapı sergilenmiştir. İç borç stoku/GSMH oranı 1990 sonrası %20'ler ve üzerinde seyretmiş; 2001 krizinde ise rekor bir artışla %69'lara sızmıştır. İç borç stokunun yüksekliği de ekonominin sağlıklı büyüyememesine sebep olurken artan borç stoku riskin artmasına dolayısıyla reel faizlerinde yüksek seviyelerde kalmasına neden olarak ekonomideki kırılganlığın artmasına ve devamına neden olmuştur. Aynı durum dış borçlar içinde geçerlidir. Tablo 3.10'da iç ve dış borçların gelişimi yıllar itibariyle gösterilmiştir.

Tablo 3.10. Türkiye Ekonomisinde İç ve Dış Borç Stoku (%) (1990-2003)

Yıllar	İç Borç Stoku/GSMH	Dış Borç Stoku/ GSMH
1990	14.4	32.2
1991	15.4	33.2
1992	17.6	34.6
1993	17.9	37.0
1994	20.6	49.6
1995	17.3	43.1
1996	21.0	42.9
1997	21.4	43.3
1998	21.7	46.8
1999	29.3	54.9
2000	29.0	59
2001	69.2	79
2002	54.5	72.2
2003	54.5	61.64

Kaynak: T.C.M.B. verilerinden tarafımızca düzenlenmiştir.

Türkiye ekonomisinde yaşanan ve anlatılan bu kırılğan yapı, 1980 sonrası finansal serbestleşmeyle yaşanan sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların ve denetimlerin kaldırılarak finans piyasalarının serbestleştirilmesiyle birlikte devam etmiştir. Diğer bir anlatımla temel makro dengeler sağlanmadan finansal serbestleşme yaşanmış ve ekonomide var olan zayıf ve kırılğan yapı düzeltilememiştir. Böylece finansal piyasalar direkt olarak kısa vadeli ve spekülâtif nitelikli yabancı sermaye hareketlerine bağımlı duruma gelmiştir. Bunun sonucunda da ekonomide dengelerin bozulmaya başlamasıyla (cari açığın artması, borç stokunun artması, likidite sıkıntısı ve siyasi belirsizlikler gibi) kısa vadeli sermaye-sıcak para ülke dışına kaçmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Şubat 2001 krizi içerisindeki seyri ve krizdeki rolünün ne olduğunun analizi Korkut Borotav'ın 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri adlı çalışmasında tablo 3.11 ve tablo 3.12'de kriz öncesi ve kriz sürecinde sermaye hareketlerinin seyri ile gösterilmiştir.

Tablo 3.11. 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçerisinde Sermaye Hareketleri (milyon USD)

	Kriz Öncesi: Ocak 2000- Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000-Haziran 2001
Yabancılar :Net Sermaye Akımı	15179	-10432
Dolaysız yatırım	589	2406
Portföy yatırımı	6789	-8457
Uzun vadeli sermaye akımı	3201	-553
Kısa vadeli sermaye akımı	4600	-3828
Yerli Aktörler: Net Sermaye Akımı	-5257	-3033
Dolaysız yatırım	-751	-452
Portföy yatırımı	-730	949
Kısa vadeli sermaye, kayıt içi	-1226	-1847
Kısa vadeli sermaye, kayıt dışı	-2550	-1683
Rezerv Değişmeleri	-2324*	15239**
Cari İşlemler Dengesi	-7589	-1764

Kaynak:Korkut Boratav, *2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri*,

<http://www.inadina.com/inadeski/sayi13/boratav.htm>, s.2.

*449 milyon \$ IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 2823 milyon \$ artıştan oluşmuştur.

** 8076 milyon \$ IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 7163 milyon \$ azalıştan oluşmuştur.

Tablo 3.12. 2000/2001 Krizi Öncesi ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri
(milyon USD)

	Kriz Öncesi: Ocak2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000-Haziran2001
Yabancı Kökenli Sıcak Para	4204	-10984
Portföy, menkul değerler	835	-8586
Yerli bankalara kısa vadeli kredi	3639	-1688
Diğer kısa vadeli krediler(a)	84	224
Mevduat ve diğer yükümlülükler	-354	-934
Yerli Kökenli Sıcak Para	-3498	-1012
Portföy, menkul değerler	-730	949
Yerli bankalardan kısa vadeli kredi	59	-44
Diğer kısa vadeli varlıklar(b)	-227	-234
Kayıt-Dışı (NHN) (c)	-2250	-1683

Kaynak: Korkut Boratav, *2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri*,

<http://www.inadina.com/inadeski/sayi13/boratav.htm> ,s.3.

- (a) Yabancılarca açılan ticari krediler ve kısa vadeli resmi borçlanmalar içerilmemiştir.
- (b) Yerli aktörlerce açılan ticari krediler içerildiği için sıcak olmayan öğeler içermektedir.
- (c) Net hata ve noksan kalemi yerli kökenli sıcak paranın ana ögesi olarak gösterilmiştir.

Tablo 3.11'den de görüldüğü üzere 2000 yılının ilk on ayı içerisinde IMF ile imzalanan stand-by anlaşması ve piyasalara karşı da sağlanan güvenle birlikte kısa vadeli sermaye için pozitif arbitraj getirisinin bu dönemde düşen faizlere rağmen net yabancı sermaye girişi artmış ve 15,179 milyar dolara ulaşmıştır. Bu noktada üzerinde durulması gereken bir başka konu sermaye girişlerinin ne kadarının dış borç artışına yol açtığı konusudur.

Sermaye girişlerinin ne kadarının dış borç artışına yol açtığı konusuna kısaca açıklık getirilmek istenirse, 15,179 milyar dolarlık net yabancı sermaye girişinden dolaysız yatırımları (589 milyon dolar) ve menkul değerlere döntük net yabancı

sermayeyi (835 milyon dolar⁸⁰) çıkartıp, buna da sermaye girişleri içerisinde değil, rezerv değişimleri içerisinde yer alan 499 milyon dolarlık IMF kredileri eklenirse Ocak-Ekim 2000 döneminde borç arttıran sermaye girişlerinin toplamı olan 14,254 milyar dolarlık rakam elde edilir. Bu durumdan şu sonuç ortaya çıkmaktadır. Türkiye 2000 yılının ilk on ayı boyunca 7,6 milyar dolarlık cari işlem açığını finanse ederek dış borcunu 14,254 milyar dolar artırmıştır. Bu durum dış borçlar cari işlem açığından bağımsızlaşan bir ivme ile büyüdüğünü bunun nedeni olarak da sermaye girişlerinin önemli bölümlerinin rezerv birikimine ve yerli aktörlerin sermaye çıkarmalarının finansmanına tahsil edilmesi biçiminde de söylenebilir⁸¹.

Dış borçlardaki bu artışı belirleyen bir başka etken olarak yerli aktörlerin 2000 yılının ilk on ayında 2,3 milyar doları kayıt dışı olmak üzere (yerli aktörlerden kaynaklanan kayıt dışı rakamı ödemeler dengesinde net hata ve noksan kaleminde gösterilir.) ülke dışına 5,3 milyar dolar olarak çıkartmışlardır. Bu durumdan şu sonucu çıkartmak mümkündür. Normal dönemlerde yerli aktörler, yabancılara zıt yönde davranarak hızlı sermaye girişlerinin genişletici etkilerini hafifletmektedir.

Kriz öncesi dönemde yabancı kaynaklı sıcak para girişleri, Tablo 3.12'den görüleceği üzere Ocak-Ekim 2000 döneminde net yabancı sermaye girişlerinin %28'ini (4,204 milyar dolar) oluşturmaktadır. Buna karşılık yerli aktörlerden kaynaklanan sıcak para, yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye çıkışlarının üçte ikisini (3,5 milyar dolar) oluşturmaktadır. Bu durumda bu dönemde yabancı sıcak para girişleri ile yerli sıcak para çıkışları arasındaki fark sadece 500 milyon dolardır. Bu durumda akla gelen bir soru olarak arbitraj getirileri aynı değişkenlere bağlı olduğu halde yabancı ve yerli kökenli sıcak para-kısa vadeli sermayenin neden farklı doğrultularda; diğer bir ifade ile biri ülke içine diğeri ülke dışına doğru hareket etmektedir sorusu akla gelmektedir. Bu konu da tartışmalı bir yapı göstermektedir. Yabancı kökenli sıcak paranın ana ögesi, Türkiye'deki bankalara açılan kısa vadeli kredilerdir. Bu rakamda yaklaşık olarak 3,7 milyar dolardır. Krizin oluşmaya başladığı dönemde ise sermaye hareketleri bakımından ilk önemli darbe Kasım ayında yabancılara net olarak 5,2 milyar dolar menkul değer satarak dışarıya kaçmaları ile gerçekleşmiştir. Bu durumda rezervlerdeki erimeye yansımıştır. Aralık 2000 ve Ocak

⁸⁰ Bu rakamın toplamında menkul değerlere dönük yabancı portföy yatırımlarının hazine bonolarına dönük bölümü de borç yaratmakta ancak bu toplamdan ayrıştırılmadığından bu şekilde gösterilmiştir.

⁸¹ Korkut Borotav, *2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri*, <http://www.indiana.cam/inadeksi/sayi13/borotav.htm>, s.5 .

2001 tarihlerinde IMF'den alınan 2,9 milyar dolar'lık kredi ile yaşanan bu durum biraz olsun geçiştirilmiştir. Şubat ayında yaşanan krizde ise durum daha da kötü bir hal almıştır. Yabancılar 3,8 milyar dolar menkul kıymet tasfiye etmiş, yabancı bankaların yenilemedikleri kısa vadeli kredilerden 1,3 milyar dolar ve kayıt dışı hareketlerden de 1,2 milyar dolar olmak üzere toplam 6,3 milyar dolar'lık sermaye kaçıışı yaşanmıştır. Dolayısıyla Kasım ve Şubat aylarındaki toplam yabancı sermaye çıkışı 11,5 milyar doları bulmuştur⁸².

Tüm bu istatistikler aslında kriz öncesi ve kriz dönem karşılaştırılınca daha sağlıklı anlaşılmaktadır. Ocak-Ekim 2000 döneminde yabancı kökenli net sermaye akımları Tablo 3.11'den görüleceği üzere +15,2 milyar dolar iken Kasım 2000-Haziran 2001 sürecinde bu rakam -10,4 milyar dolar'dır. Dolayısıyla iki rakam arasındaki fark 25,6 milyar dolar'dır. İstatistik rakamlarına yerli kökenli aktörler de katılırsa; kriz öncesinde +9,9 milyar dolar'lık net sermaye akımı, krizi içeren sekiz ay boyunca -13,5 milyar dolara dönüşmüştür. Böylece arada 23,4 milyar dolar'lık bir fark oluşmaktadır. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketleri kriz dönemlerinde portföy yatırımlarını da içerecek biçimde dışarıya kaçmıştır. Bu büyüklükteki bir rakamın Türkiye ekonomisinde yaratacağı etkiler kuşkusuz oldukça büyük olmuştur. Para akışının normal yaşandığı bir zaman diliminden tam tersi para çıkışının yaşandığı bir zaman dilimine geçmek kuşkusuz Türkiye ekonomisi açısından kolay olmamıştır. Temel makro ekonomik dengeleri sağlam olmayan, finansal piyasaları sığ ve kurumsallaşmayı henüz tam olarak uygulanamayan, kamunun yüksek borç stoku olan ülkemizde bu tür bir sermaye hareketi kuşkusuz tüm dengeleri alt üst etmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Şubat 2001 Krizi üzerindeki etkilerinin daha iyi anlaşılabilmesi için bu çalışmada daha öncede belirtildiği üzere sermaye hareketlerinin temel makro ekonomik değişkenlerle ilişkisinin analizi yönünde bir uygulama tarafımızca yapılmıştır. Tarafımızca yapılan bu çalışma Aysu İnel ve Nesrin Sungur'un Sermaye Akımlarının Temel Makro Değişkenler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV adlı çalışmasındaki sermaye hareketlerinin makro değişkenlerle arasındaki ilişkisinin test edildiği çalışmadaki sermaye hareketleri ve temel makro değişkenler yeniden korelasyon testine tabi tutularak aralarındaki ilişkiler gösterilmiştir. Böylece toplam sermaye hareketleri ve kısa vadeli

⁸²Korkut Borotav, *2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri*, <http://www.inadina.com/inadeski/sayi13/boratav.htm>, s.5.

sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkileri gösterilmiş olarak finansal krizler üzerindeki etkilerinin daha iyi anlaşılması sağlanacaktır. Korelasyon katsayıları hesaplaması için her bir değişken 1991 yılı 1.döneminde başlayıp 2004 yılının son çeyreğini de kapsayacak biçimde üçer aylık dönemler halinde gözlemlenmiştir. Seçilen göstergeler ve sermaye hareketlerinin yorumunun daha anlamlı hale gelmesi için GSMH'ya oranlanmıştır. Sermaye hareketleri, cari açık, rezervler ve kısa vadeli dış borç göstergeleri USD cinsinden yayınlandığından bu değişkenler dönemlerin ortalama döviz kuru kullanılarak Türk Lirasına çevrilmiştir. Korelasyon katsayılarının bulunmasında Microsoft Excel programı kullanılarak hesaplama yapılmıştır. Tablo 3.13 ve Tablo 3.14 de bulunan korelasyon sonuçlarındaki gölgeli alanlar güçlü ilişkileri göstermektedir.

Tablo 3.13. Sermaye Hareketleri Korelasyon Katsayıları: (1991:I-2004:IV)

%	Kısa Vad. Sermaye/GSMH	Portföy Yat./GSMH	Doğrudan Sermaye Yat./GSMH	Diğer Uzun Vad. Sermaye/GSMH
Portföy Yat./GSMH	0,091			
Doğrudan Yat./GSMH	-0,084	-0,009		
Diğer Uzun vad. Yat./GSMH	0,203	-0,121	-0,436	
Toplam Ser. Har. /GSMH	0,847	0,622	-0,195	0,301

Tablo 3.14. Sermaye Hareketleri -Makro Değişkenler Korelasyon Katsayıları (1991:I-2004:IV)

%	Kısa vad. Ser./GSMH	Portföy yat./GSMH	Doğ.Ser/GSMH	Diğer uzun vad. Ser./GSMH	Top. Ser./GSMH
Büyüme oranı (GSMH)	0,371	0,135	0,161	0,314	0,478
Bütçe Açığı/GSMH	0,054	0,119	0,083	-0,205	0,105
Özel S.Nih.Tük./GSMH	-0,055	0,051	-0,018	-0,201	-0,044
Kamu S.Nih.Tük./GSMH	-0,139	0,179	-0,296	-0,015	-0,071
Özel Sabit Ser. Yat./GSMH	-0,102	0,115	-0,270	0,389	0,101
Kamu Sabit Ser. Yat./GSMH	-0,077	0,201	0,259	-0,309	-0,114
Top. Tük./GSMH	-0,221	0,214	-0,176	-0,212	-0,087
Top.Sabit Ser.Yat./GSMH	-0,115	0,196	-0,195	0,329	-0,013
Top.İmalat.San.Ür. Ar. /GSMH	0,301	0,209	0,154	0,413	0,486
Cari Açık/GSMH	-0,214	-0,395	0,043	-0,198	-0,391
Dış Borç Faiz Öd./GSMH	0,150	0,364	0,011	-0,071	0,262
Kısa Vad. Dış Borç Stok./GSMH	0,191	0,201	0,019	0,020	0,117
Resmi Rezervler/GSMH	-0,551	-0,221	0,015	-0,047	-0,563
Kısa Vadeli Dış Borç Stok./ Resmi Rezervler	-0,251	-0,185	0,009	0,015	-0,268
Reel DİBS faizi dönemlik ortalama artışı	-0,379	-0,155	0,112	0,012	-0,391
M1/GSMH	0,047	-0,024	0,097	0,009	0,031
M2/GSMH	0,024	-0,234	-0,250	0,125	-0,076
M2Y/GSMH	-0,347	-0,295	-0,236	0,248	-0,320
Mev. Bankaları Top. Kred.Hacmi/GSMH	0,091	0,251	-0,088	0,505	0,303
Mev Bank.Tük.Kred./GSMH	0,306	0,024	-0,175	0,427	0,376
Nom. Kur Artış Oranı/GSMH	-0,498	0,021	-0,095	-0,044	-0,379
Reel Kur Artış Oranı/GSMH	-0,469	0,016	-0,071	-0,035	-0,361
TEFE Dön.ortalama	-0,411	-0,121	0,119	-0,047	-0,393
Çekirdek Enflasyon Dön. ortalama	-0,395	-0,113	-0,209	-0,029	-0,378
Mev. Bank. Reel Faiz oranı	0,020	-0,077	-0,019	-0,179	-0,095

Tablo 3.13 ve Tablo 3.14’de gösterildiği üzere sermaye hareketleri ve temel makro değişkenler arasındaki ilişki aşağıdaki maddeler halinde yorumlanmıştır.

1. Sermaye hareketleri Tablo 3.13’den görüleceği üzere kendi içerisinde sınıflandırılarak korelasyon katsayıları ile aralarındaki ilişki bulunmaya çalışılmıştır. Toplam sermaye hareketleri içerisinde kısa vadeli sermaye hareketleri, toplam sermaye hareketleri ile pozitif oldukça güçlü bir ilişki içerisinde. Aynı şekilde portföy yatırımları da toplam sermaye hareketleri ile pozitif ve oldukça güçlü bir ilişki içerisinde. Buradan çıkan sonuç kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının Türkiye Ekonomisi’ndeki toplam sermaye hareketlerinin en önemli kalemleri ve toplam sermaye hareketlerine yön verdiğinin kanıtıdır. Diğer bir ifade ile ülke içine giren ve çıkan sermaye büyük bir çoğunluğu sıcak para olarak girmektedir. Çıkan bu sonuçta çalışmada belirtildiği üzere Türkiye Ekonomisi’ne giren sermayenin, kısa vadeli ve kazanç amaçlı koştuğunun göstergesi olarak yorumlanabilir. Tablo 3.1’e bakıldığında da Türkiye Ekonomisi’ndeki sermaye hareketlerinin büyük çoğunluğunun kısa vadeli ve portföy yatırımları şeklinde olduğu görülebilir. Bu durumda Türkiye Ekonomisinde sıcak paranın ne denli etkili olduğunun bir kanıtıdır.
2. Toplam sermaye hareketleri, diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme ve üretim arasında pozitif, güçlü bağlantılar bulunmuştur. Sermaye girişlerinin artması; üretim ve büyüme üzerinde olumlu etkiler yapmaktadır. Sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde ise üretim ve büyümede olumsuz etkilenmektedir. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomideki olumsuzluklardan çabuk etkilenmekte ve hızlı çıkışlar yaparak reel değişkenler olan büyüme ve üretimin azalmasına neden olmaktadır. Bunun sonucunda da ülke ekonomisine sermaye girişinin olduğu bir dönemden sermaye çıkışının olduğu bir döneme geçiş tüm dengeleri sarmakta finansal ve ekonomik krizlere yol açılabilmektedir. Bunun en son örneği Şubat 2001 kriziyle ülkemizde yaşanmıştır. Sermaye girişlerinin, üretim ve büyümeyi etkileyen krediler üzerinde de etkileri mevcuttur. Toplam sermaye hareketleri toplam kredi hacmi ile mevduat bankaları tüketici kredileri arasında pozitif ve güçlü bir ilişki içindedir. Aynı şekilde kısa vadeli sermaye hareketleri ile mevduat bankaları tüketici kredileri arasında pozitif ve güçlü bağlantılar bulunmuştur. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığı dönemlerde ekonomiye giren para, ekonominin ısınmasına

neden olmakta bu da dolayısıyla bankaların reel sektöre ve tüketicilere verdikleri krediler üzerinde olumlu etkiler yapabilmektedir. Diğer bir ifade ile kredi hacmi artmaktadır. Ancak sermaye hareketlerinin tam tersi ülke dışına çıkmaya başladığı dönemlerde finansal piyasalarda oluşan panik ve kriz süreci finans kuruluşlarının, özellikle kredi konusunda bankaların, yükselmeye başlayan faiz oranlarının etkisiyle de kredi hacminde ciddi boyutlarda düşüslere yol açmakta; verilen kredilerde geri dönüş problemleri yaşanmaktadır. Bunun en son örneği ülkemizde Şubat 2001 kriziyle yaşanmıştır. Tablo 3.3'e bakılacak olursa Eylül 2001'deki talipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki payının %20,7'lere çıktığı görülebilir.

3. Dış borç faiz ödemeleri ile portföy yatırımları arasında pozitif ve güçlü bir ilişki saptanmıştır. Portföy yatırımları özellikle yabancı yatırımcıların yurtiçinde yaptıkları menkul kıymet yatırımları ile yurt dışından tahvil ihracı yoluyla sağlanan borçları içerdiğinden dış borç finansmanında etkili bir rol oynamaktadır.
4. Toplam sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile resmi rezervler arasında güçlü ve negatif bir ilişki saptanmıştır. Aynı şekilde önemli bir finansal kırılma göstergesi olan kısa vadeli dış borçların resmi rezervlere oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında da negatif ve güçlü bir ilişkinin varlığında söz edilebilir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve toplam sermaye hareketlerinin arttığı dönemlerde resmi rezerv miktarı da artmaktadır.⁸³ Sermaye akımlarının hızla geriye çekildiği dönemlerde Merkez Bankası'nın bozulan dengeleri düzeltmek ve olası bir kaos ve kriz ortamının önüne geçebilmek için döviz rezervlerini kullanmak zorunda kalacağı ve böylelikle de rezervlerin hızla eriyeceğinin göstergesi olarak yorumlanabilir. Aynı şekilde bu durum kurlar ve faiz üzerinde de baskı yaratacaktır. Nitekim kısa vadeli sermaye hareketleri ve toplam sermaye hareketleri ile nominal ve reel kur artış oranları arasında bulunan negatif ve güçlü ilişki bunun göstergesidir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ve toplam sermaye hareketleri ile nominal ve reel döviz kurları arasında negatif ve güçlü bağlantı aynı zamanda sermaye girişlerinin yerli paranın değerlendirilmesinde oynadığı rolü de göstermektedir.
5. Portföy yatırımları ve toplam sermaye hareketleri ile cari açık arasında da negatif yönde ve güçlü bir ilişki saptanmıştır. Hatta kısa vadeli sermaye hareketleri ile de

⁸³ rezervlerdeki (-) artış olarak tanımlanır.

cari açık arasında negatif ve kuvvetli bir ilişki saptanmıştır. Nitekim sermaye hareketlerinin arttığı dönemlerde cari açık da artmaktadır. Cari açığın da artması ekonomiyi daha fazla sermaye girişine bağımlı kılmakta ve bir süre sonra da artan cari açık risk faktörünü ve döviz talebinin artışı doğurmaktadır. Böyle bir ortamda beklentilerin de kötüleşmesiyle sermaye akımları hızla ülkeyi terk etme eğilimine girmektedir. Bu durum Şubat 2001 krizinde ülkemizde bu şekliyle yaşanmıştır.

6. Kısa vadeli sermaye hareketleri ve toplam sermaye hareketleri ile Reel DİBS'nin dönemlik ortalama faiz artış oranı arasında negatif yönde ve güçlü bir ilişki saptanmıştır. Bu durum özellikle sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde faizlerin azaldığı görüşünü desteklemektedir.
7. Kısa vadeli sermaye hareketleri ve toplam sermaye hareketleri ile TEFE ve çekirdek enflasyon olarak belirtilen özel imalat sanayi enflasyonu dönemlik ortalama enflasyon oranı arasında negatif ve güçlü bir bağlantı bulunmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığı dönemlerde döviz kurlarının rahatlaması ve döviz kurları üzerindeki baskının azalmasıyla ve dövizin bollaşmasıyla fiyatlar üzerinde de rahatlatıcı bir etki yapmaktadır. Türkiye ekonomisi açısından olaya baktığımızda üretim için birçok ara mal ve ürün ithali yapan ülkemiz sermaye hareketlerinin artması ve bollaşmasıyla dövizdeki bollaşma ve ucuzlama ile daha fazla ithal ürün kullanmaktadır. Bu durumda maliyetlere yansıdığından maliyet enflasyonunu düşürmektedir. Tam tersi, sermayenin ülke dışına kaçtığı durumda da kurlardaki baskı sonucu döviz fiyatları artacağından bu durum üretim maliyetlerine de yansiyacaktır.
8. Kısa vadeli sermaye hareketleri ve toplam sermaye hareketleri ile M2Y arasında negatif yönlü ve güçlü bir ilişki saptanmıştır. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin M2Y ile negatif ilişkisi, sermaye girişlerinin döviz mevduatlarını da kapsayacak bir biçimde mevduatlarda bir gevşemeye gittiğinin göstergesidir. Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek enflasyon, devalüasyon ve faiz yatırımcıların reel anlamda para talebini azaltarak getirinin daha yüksek olduğu alanlara kaymasına neden olmaktadır. Ancak sermaye hareketlerinin hızla geri çekilmeye başladığı dönemlerde döviz kurlarındaki baskı sonucu döviz talebi artmaktadır ve yatırımcılar dövizde hücum edebilmektedirler. Bunun sonucu da döviz mevduatlarında tekrardan bir artış yaşanmaktadır.

SONUÇ

Son yıllarda özellikle 1990 sonrası uluslararası finans piyasalarına çeşitli biçimlerde girip çıkan kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerindeki ağırlığının giderek artması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin daha yakından izlenmesine ve etkilerinin analiz edilmesini gerekli kılmıştır. Kısa vadeli sermaye daha çok ülkeler arası faiz farklılıklarından yararlanmak için bir ülkeden diğerine girip çıkmaktadır. Gelişmekte olan birçok ülke için sermaye kıt bir kaynaktır ve ekonomik gelişme ve büyümeleri için sermaye akımlarının ülkeye çekilmesi istenen bir durumdur. Bunun için de sermaye akımlarını teşvik edici birçok düzenlemeler yapılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerine yönelik teşvik edici birçok gelişme yaşanırken gelişmiş ülkelerdeki arbitraj imkânlarının gitgide azalması gelişmiş ekonomilerde biriken tasarrufların gelişmekte olan ülkelere yönelmesine yol açmıştır. Yine gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikalarına bağlı olarak yükselen faiz hadleri, kısa vadeli sermaye akımları türünde gelen sermayenin hazine bonusu, devlet tahvili veya kısa vadeli banka mevduatı gibi getirisi yüksek sabit menkul kıymetlere yönelmesine ve yabancı yatırımcıların oldukça karlı faiz arbitrajları yapmasına olanak sağlamıştır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek büyüme rakamlarını yakalaması, bu ülkelerin hisse senedi piyasasının getiri oranlarının gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek olmasına yol açtığından yabancı yatırımcılar mevcut portföylerine gelişen piyasaların hisse senetlerini katarak hem portföy getirisi yükseltilmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye girişini arttırmıştır.

Kısa vadeli sermayenin amacı kar olduğundan girdiği ülke ekonomilerinde spekülâtif hareketlerin etkisinde kalmakta; aniden ülke dışına da çıkışlar yapabilmektedir. 1980’li yıllardan itibaren dünya genelinde yaşanan küreselleşme ve tek pazar olgusu mal ve hizmetler alanlarının yanında sermaye hareketlerinde de yaşanmıştır. Bu dönemde sermaye hareketleri kontrolleri kaldırılmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmeler de uluslararası sermaye hareketlerinin hareketliliğinin alt yapısını oluşturmuştur. Ancak yine de bağımsız bir para ve kur politikası yürütülememesi, asimetrik bilgi problemi ile sürü psikolojisinin varlığı ve yurt içi mali piyasalar, kurumlar ve düzenlemelerin gelişmemiş olması gibi çeşitli

nedenlerden sermaye hareketleri üzerindeki kontroller çeşitli derecelerde devam etmiştir.

Sermaye kıt bir kaynaktır ve birçok ülke tarafından sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yatırım ve tasarruf oranlarının yetersizliği sermayenin yurt dışından ithali konusunu gündeme getirmiştir. Sermaye uzun vadeli, kısa vadeli ya da doğrudan yatırımlar şeklinde çeşitli biçimlerde ülke ekonomilerine çekilmeye çalışılmaktadır. Sermaye hareketleri konusunda birçok görüşler ortaya atılmıştır. Bunlar arasında en çok tartışılan sermaye türü de kısa vadeli sermaye olmuştur. Adından da anlaşılacağı üzere bu sermaye türü her şeyden önce kısa vadeli. Anlık olarak getiri farklılıkları için piyasalara girer ve çıkar. Sermaye girişleri sonucunda, birçok gelişmekte olan ülkede yerel para değerlenmiş ve büyüme sürecine olumlu katkılar yapmıştır. Sermaye girişleri ile gelir ve ikame etkileri ile tüketim ve yatırım harcamalarında artışlar yaşanmış; ithalat artmıştır. Ancak yerel paradaki değerlenme ihracat artışını sınırlamakta ve cari işlemler dengesi olumsuz etkilenmektedir. Aynı zamanda bankacılık kesimi de sermaye akımları için aracılık görevi gördüğünden sterilizasyon ve kur değişmelerini düzenleyen politikalar nedeniyle bazı risklerle karşı karşıya kalmıştır.

Türkiye açısından da 1980 sonrası yukarıda anlatılanlar geçerli olmuştur. Özellikle 1980'li yılların sonundan itibaren yüksek faizi teşvik eden para politikalarının uygulanması kısa vadeli sermaye girişini teşvik etmiştir. Ancak bu durumda kamu iç ve dış borçlarının artmasına, uluslararası piyasalardan daha ucuza fon temin edebilecek durumda iken daha pahalıya borçlanarak bütçe açığının katlanarak atmasına ve belirsizliğinde artmasıyla borç vadelerinin daha da kısalmasına ve buradan da faiz hadlerinin artmasına sebep olmuştur. Artan faiz oranları da zaten kar peşinde koşan kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girişini hızlandırmıştır.

1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte, gelişmekte olan birçok ülke küresel mali sisteme daha çabuk entegre olmaktadır. Ancak bu entegrasyon beraberinde finansal krizleri de getirmiştir. Finansal serbestleşme ile birlikte gelen faiz ve kur politikalarında ülkelerin etkinliğinin azalması, finansal krizlerin maliyetlerinin ağırlaşmasına ve var olan dengesizliklerin daha da derinleşmesine sebep olmuştur.

Finansal krizlere baktığımızda daha çok yabancı aktörlerin alıcı ülkedeki makroekonomik gelişmelere yönelik beklentilerinin kötüleşmesi sonucunda sermaye

çıkışları ile başlamıştır. Ancak zaten makroekonomik dengelerdeki bozulma finansal serbestleşme öncesi de var olan ve bir bölümü de sermaye girişleri sonucunda oluşan yerel paradaki değerlenme ve cari açığın artması, kredi genişlemesi, varlık fiyatlarındaki spekülâtif şişmeler ve kırılğanlıklar sonucunda yaşanmıştır.

Türkiye açısından sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemden itibaren var olan makroekonomik dengesizlikler giderilememiş ve giderek büyümüştür. Özellikle kamu dengesi açıkları, iç borç stokundaki artış, yeterince derinleşememiş mali piyasalar ve nihayetinde yükselen faizler nedeniyle bunlardan yaralanmak için gelen kısa vadeli sermaye girişlerini arttırmıştır. Aslında ilk bakıldığında kısa vadeli sermaye girişleri mali piyasalarda bir ölçüde rahatlatma yapmaktadır. Ancak var olan dengesizlik ve belirsizlik ortamında bekleyişler de zaman zaman kötöleşmekte oynaklığı ve kalıcılığı düşük olan sermaye hareketleri de bu ortamda piyasalardan ani çıkışlar yaparak finansal krizlere neden olmuştur. Bunun son örneği bu çalışmada Türkiye’de Şubat 2001 krizlerinde yaşanmıştır. Çalışmada tarafımızca yapılan sermaye hareketlerinin temel makro değişkenlerle korelasyon analizi yapılarak yaşanan bu gelişmelerin temel altyapısı gösterilmiştir. Gösterilen bu durum kriz sürecindeki ülkeyi terk eden kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüklüğünden de görölebilmektedir. Buradan çıkarılacak sonuç da kısa vadeli sermaye hareketleri finansal krizlerin önemli bir açıklayıcısı ve nedeni olduğudur. Bu bakımdan Şubat 2001 krizinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin-sıcak paranın payı büyüktür.

KAYNAKÇA

Agosin, Manuel R. and Ricardo Davis. **Managing Capital Inflows in Latin America**. Der. M.ul Haq. **The Tobin Tax. Coping and Volatility**. Oxford Universty Pres,1996.

Alfaro, Lauro and Others. **Why Dosen't Capital Flow from Rich To Poors Countries? An Emprical Investigation**. December 2003. <http://www.uh.edu/~skalemli/lucas39.pdf> (18 Aralık 2004).

Alp, Ali. **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları,2000.

Ardıç, Hülya. **1994 ve 2001 Yılı ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı hareketlerin İncelenmesi**. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C.M.B. Muhasebe Genel Müdürlüğü. Ankara: Aralık,2004.

Arıcan, Erişah. **Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye**. İstanbul: Derin Yayınları, 2002.

Ariyoshi, A. , K. Habermier, B. Laurens and Others. **Capital Controls: Country Experiences with Their Use And Liberalizarion**. IMF Ocaasional Paper. No:190, 2000.

Aslan, Serkan. **Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye**. T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Ana Bilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul,2001.

Berksoy, T. **Kriz: Nereden Nereye?** İşletme İktisat ve Finans Dergisi. Mayıs 2002

BBDK Eylül 2001 Raporu.

http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/sectordegerlendirme/bsdr0901_ek.xls (5 Aralık 2004).

BBDK Yıllık ve Aylık Raporları.

Blecker, Robert A. **Taming Global Finace Institute**. Washington Pres,1999.

Borotav, Korkut ve Yılmaz Akyüz. **Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu**. İktisat İşletme ve Finans Dergisi. Ağustos 2002.

Borotav, Korkut. **External Financial Liberilazation in Developing Countries, Some Adverse Concequences.** METU Studies in Development. Vol:20. No:1-2 1993.

Borotav,Korkut.**2000/2001KrizindeSermayeHareketleri.**

<http://www.inadina.com/inadeski/sayi13/boratav.htm> (10 Eylöl 2004).

Calco, C. **The Manegement of Capital Flow: Domestic Policy and International Cooperation, International monetary and Financial Issues for the 1990s.**Vol:IV. UNTCAD.1994.

Celasun, M. **Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği.** Doğu-Batı Dergisi. Sayı 45. 2001.

Celasun,M. **2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme.**

D.İ.E. **Sosyal ve Ekonomik Göstergeler-Üçer Aylık Verileri.**

Doğu, Murat. **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye.** Sermaye Piyasaları Kurulu Yayınları. Yayın No: 27. Ankara, Ocak 1999

Dooley, Michael P. and Kenneth M. Kletzer. **Capital Flight, External Debt And Domestic Policies.** NBER July 1994. <http://www.nber.org/papers/w4793> (11 Ağustos 2004) .

Esen, Oğuz. **Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri.** Ekonomik Yaklaşım. Cilt 8. Sayı 27. Gazi Ün. İ.İ.B.F. Yayınları. Ankara,1997.

Eser, K. **1994 Finansal Krizi ve Finansal Kesimde Reform Arayışları.** İktisat İşletme ve Finans Dergisi. Eylöl, 1995.

Eser,Uğur.**Küreselleşme Tehdit mi Yoksa Fırsat mı?** Ekonomik Yaklaşım. Cilt 6.Sayı17.Gazi Ün. İ.İ.B.F. Yayınları. Ankara,1995.

Friedman, M.Benjamin. **Views On The LikelihoodOf Financial Crisis.** NBER Working Paper August 1990. <http://www.nber.org/papers/w3407> (9 Aralık 2004).

Griffth Jones, Stephany. **Global Capital Flows, Should They be Regulated?.** London: Mcmillan,1997.

İmer, Evrim. **Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama.** Uzmanlık Yeterlilik Tezi. TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara: Eylöl,2003.

İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur. **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV.** <http://www.tek.org.tr/tartisma/pdf/serhar0303.pdf>. (4 Şubat 2005)

İstanbul Ticaret Odası. **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler.** İ.T.O Yayın No:41. İstanbul: Aralık,2001.

İşgüden, Tamer ve Müfit Akyüz. **Uluslararası İktisat.** İstanbul: Evrim Kitabevi,1990.

Karlık, Rıdvan S. **Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim.** İstanbul: Beta yayım,1997.

Karlık, Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi: Teori, Politika, Sistem, Kurumlar.** İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi,1984.

Kaya, Yasemin Türker. **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellemesi: Türkiye Örneği.** D.P.T. Uzmanlık Tezi. Yayın No: 2487. Ankara: Ağustos,1988.

Kazgan, Gülten. **Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen.** İstanbul: Altın Kitaplar Kitabevi, 1997.

Kazgan, Gülten. **Tanzimat'tan 21. Yüzyıla: Türkiye Ekonomisi.** İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları. 2002.

Kazgan, Gülten. **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri.**Altın Kitaplar Yayınevi.1995.

Kenwood, A.G. and A.L. Lougheed. **The Growth of The International Economy.** London,1999.

Kepenek, Y. Ve N. Yentürk. **Türkiye Ekonomisi.** Ankara: Remzi Kitabevi,2000.

Kibritçioğlu, Aykut. **Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001.** Yeni Türkiye Dergisi. Yıl:7 Sayı:41. 2001.

Kinnon, R.Mc. **Money and Capital in Economic Development.** Washington D.C.:The Brooking Institution,1973.

Krugman, P. **Crises: The Next Generation.** <http://web.mit.edu/krugman/www> (15 Mayıs 2004).

Matheison, D.J. and L.Rejas Suarez. **Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues.** IMF Occasional Paper. No:103. Washington. March,1993.

Mishkin, F.S. **Anatomy Of A Financial Crisis**. NBER Working Paper December 1991. <http://www.nber.org/papers/w3934> (19 Eylül 2004).

Mishkin, F.S. **Financial Policies and Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**. NBER Working Paper 2001. <http://www.nber.org/papers/w8087> (10 Mart 2004).

Oktar, Suat.(Çeviren)**Uluslararası Sermaye Akışları ve Sıcak Para**. Ekonomik Yorumlar. Sayı:11.İstanbul: Kasım,1995.

Rodrik Dani and Andrés Velasco. **Short-Term Capital Flows**. NBER Working Paper September 1999. <http://www.nber.org/papers/w7364> (10 Mart 2004).

Schadler,S. **Surges In Capital Inflows: Boon or Course?** F&D. March,1994.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulamalar**.13.Baskı. İstanbul:Güzem Yayınları,1999.

Shaw, E.S. **Financial Deeping in Economic Development**. New York: Oxford Universty Pres, 1973.

Sönmez, S. **Türkiye’de Finansal Birikim Modelinin İki Yüzü: Büyüme ve İstikrarsızlık**. ODTÜ İktisat Kongresi Notları.(6-9 Eylül 2004).

Stanley, Fisher. **Financial Crises And Reform Of The International Financial System**. NBER Working Paper October 2002. <http://www.nber.org/papers/w9297> (11 Şubat 2004).

Stiglitz, J. **Sıcak Paraya Vergi Koyun**. Hürriyet Gazetesi. 13 Nisan 2004.

TCMB Verileri.

Tezcanlı, Meral. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**. İMKB Yayınları. İstanbul,1994.

Ulusoy, Ahmet ve Birol Karakurt. **Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri**. İktisat İşetme ve Finans Dergisi. 223.Sayı. Ekim, 2004.

Uygur, Ercan. **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**. Tartışma Metni 2001/1. www.tek.org.tr (4 Kasım 2004).

Uzunoğlu, Sadi, Kerem Aklin ve Can Gürlelel. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye.** İMKB Yayınları. İstanbul: Haziran,1995.

Williamson, John and M. Molly. **International Finance Section.** Princeton: Princeton University.No: 211. November, 1998.

Yay, Gülsün. **İstikrar Politikaları ve Ekonomik Sorunları: Mali Sektör.** İktisat Dergisi. 2001.

Yeldan, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi.** İstanbul: İletişim Yayınları, 2001.

Yeldan Erinç, **İstikrar, Kim İçin?, Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler,** Birikim 2002, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf> (4Şubat 2005).

