

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ BİLİM DALI

**SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ, FİNANSAL KRİZLER
VE TÜRKİYE**

Yüksek Lisans Tezi

ÖZLEM GİRDAP

İstanbul, 2007

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ BİLİM DALI

**SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ, FİNANSAL KRİZLER
VE TÜRKİYE**

Yüksek Lisans Tezi

ÖZLEM GİRDAP

Danışman: PROF. DR. F.NURAY ALTUĞ

İstanbul, 2007

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İŞLETME Anabilim Dalı FİNANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ
Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi ÖZLEM GIRDAP nın SERMAYE
HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ, FİNANSAL KRİZLER VE TÜRKİYE adlı tez
çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 19.07.2007 tarih ve 2007-8/30 sayılı kararıyla
ile oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul
edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 30.11.2007

- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. F.NURAY ALTUĞ
2) Jüri Üyesi : PROF. DR. GÜRBÜZ GÖKÇEN
3) Jüri Üyesi : PROF. DR. BAŞAK ATAMAN AKGÜL



ÖNSÖZ

1990'lı yıllarla birlikte uygulanan liberalleşme politikalarının ardından finansal faaliyetlerin küreselleşmesiyle birlikte sermaye, herhangi bir coğrafi sınıra tabi olmayıp kendi kar güdüsü dahilinde sınırsız hareket serbestisine kavuşmuştur. Bu süreçte, finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, yeni finansal araçların varlığı, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler ve liberalizasyonu destekleyici yerel ve küresel politikalarla gerçekleşmiştir.

Türkiye'de 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin ardından aşına olunan bir kavram haline gelen yabancı sermayenin tehlikeli yüzü sıcak para kavramı çoğunlukla ülkeye geldiklerinde spekülasyon amaçlı hareket etmekte ve yaşanan krizlerde söz konusu ülkelerden ani giriş çıkışlar yapabilmektedir.

Bu çalışmada, söz konusu finansal küreselleşme sürecinde gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye ihtiyacı, yabancı sermayenin hareket nedenleri ve kriz kavramı incelenmiş ve Türkiye'de yaşanan krizler ve sermaye hareketleri bu küresel krizler çerçevesinde ele alınmıştır.

Çalışmanın hazırlanmasında değerli bilgileriyle bana yol gösteren, sabrını ve yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Sayın Prof. Dr. F. Nuray ALTUĞ'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, bu süre zarfında manevi desteklerini esirgemeyen ve yardımcı olan ailem, arkadaşlarım ve üstatlarıma sonsuz minnettarlığımı bildiririm.

İstanbul, 2007

Özlem GİRDAP

ÖZET

Bu çalışmanın temel amacı, küreselleşme sürecinde sermaye hareketleri, kriz kavramı ve Türkiye’de yaşanan krizlerin incelenmesidir.

Bu çerçevede yapılan çalışmanın birinci bölümünde, küreselleşme, küreselleşme ve sermaye hareketleri, sermaye hareketlerinin tarihi gelişimi ve sıcak para kavramı hakkında bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde, ilk bölümde genel hatlarıyla açıklanana sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin nedenleri, yöneldikleri ülkedeki etkileri, kriz kavramı, türleri ve modelleri açıklanmış, küresel krizlere değinilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, Türkiye’de sermaye hareketlerinin liberalleşmesi süreci, yaşanan krizler ve sermaye hareketleri, Türkiye’de yabancı sermaye kavramı hakkında bilgi verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Küreselleşme, finansal krizler, sermaye hareketleri, Türkiye’de yaşanan krizler

ABSTRACT

The main purpose of this study is to explain the capitol movement during the globalization, crise concept and observation of the crisis.

In the first chapter of this study, globalization, comparison of globalization and capitol movement, historic development of the capitol movement and hot Money are explained.

In the second chapter, reasons of capitol movements, affect of the movemets , crises species, crises models and global crises are evaluated.

In the third chapter, the information is given about the globalization process in Turkey, crises duruing the process and finally; the concept of the capitol movements in Turkey is clarified.

Key Words: Globalization, financial crises, capitol movements, crises in Turkey.

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLO LİSTESİ.....	vi
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE SERMAYE HAREKETLİLİĞİ

1.1. Küreselleşme Kavramı.....	2
1.1.1. Küreselleşme ve Finansal Piyasalar.....	4
1.2.Sermaye Hareketliliği.....	6
1.3. Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	8
1.4.Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....	13
1.4.1. Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi.....	20
1.5.Sıcak Para.....	28
1.6. Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler.....	31

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN YABANCI SERMAYE GEREKSİNİMİ VE KÜRESEL KRİZLER

2.1.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkileri.....	33
2.2.Gelişmekte Olan Ülkelerin Yabancı Sermaye Gereksinimi.....	39
2.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yabancı Sermayenin Gidiş Nedenleri.....	44
2.3.1. Çekme Etkisi ve Çekici Faktörler.....	46
2.3.2. İtme Etkisi ve İtici Faktörler.....	48
2.4. Kriz Kavramı.....	49
2.5. Finansal Krizler.....	50
2.5.1. Finansal Kriz Türleri.....	51
2.5.2. Para Krizi.....	52
2.5.3. Parasal Kriz Modelleri.....	52
2.5.3.1. Birinci Nesil Modeller.....	53
2.5.3.2. İkinci Nesil Modeller.....	55
2.5.3.3. Üçüncü Nesil Modeller.....	56
2.6. Banka Krizleri.....	58
2.6.1. Para ve Banka Krizleri İlişkisi.....	61
2.7. Sistematik Finansal Krizler.....	62

2.8. Küresel Krizler.....	62
2.8.1. 1994- 1995 Latin Amerika Krizleri.....	64
2.8.2. Meksika Krizi.....	65
2.8.3. Güneydoğu Asya Krizi.....	67

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE YAŞANAN KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİ

3.1. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Süreci.....	69
3.2. Türkiye’de Yaşanan Krizler ve Sermaye Hareketleri.....	76
3.2.1. 1994 Krizi.....	77
3.2.2. 1998 Krizi.....	80
3.2.3. 2000– 2001 Kriz.....	80
3.3. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	86
3.4. Türkiye’de Portföy Yatırımları.....	91
3.5. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Yatırımları.....	96
3.6. Türkiye’de Uzun Vadeli Sermaye Yatırımları.....	97
SONUÇ.....	98
KAYNAKÇA.....	100

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1 :	Uluslararası Finansal Sistem ve Yatırımcılara Sağladıkları.....	8
Tablo 2 :	Hava, Ulaşımı, Telefon ve Bilgisayar Maliyetlerinin Zaman İçindeki Seyri.....	16
Tablo 3 :	Yeni Finansal Araçlar ve Fonksiyon Niteliğindeki İşaretlenmeler.....	17
Tablo 4 :	Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Net Özel Sermaye.....	27
Tablo 5 :	Bölgeler itibariyle Yükselen Piyasalara Net Sermaye Akımları.....	30
Tablo 6 :	Yükselen Piyasa Ekonomileri Dış Finansmanı Son yıllarla ilgili veri ve Tahminleri.....	30
Tablo 7 :	Türkiye’de Mali Sektördeki Düzenlemeler.....	74
Tablo 8 :	Büyük Sanayi Kuruluşlarının Üretim Faaliyeti Dışındaki Gelirlerinin Dönem Kar ve Zararı Toplamı İçindeki Payı.....	76
Tablo 9 :	Liberalleşme Sonrası Türkiye’ye Sermaye Girişleri.....	79
Tablo 10 :	Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri.....	83
Tablo 11 :	2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri...	83
Tablo 12 :	İMKB Günlük Toplam İşlem Hacmi ve Miktarı.....	84
Tablo 13 :	İMKB Yıllık Toplam İşlem Hacmi ve Miktarı.....	85
Tablo 14 :	Türkiye’yeYönelik Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	87
Tablo 15 :	Doğrudan Uluslararası Yatırım Girişlerinin Ükelere Göre Dağılımı.....	88
Tablo 16 :	Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımlarının Ükelere Göre Dağılımı.....	89
Tablo 17 :	Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımlarının Ükelere Göre Dağılımı.....	90
Tablo 18 :	Yerleşik Kişilerin Yurtdışındaki Doğrudan Yatırımlarının Coğrafi Dağılımı.....	91

Tablo 19 :	Yurt Dışında Yerleşik Kişilerin Türkiye’deki Menkul Kıymet Alım Satımlarının Ülke Gruplarına Göre Dağılımı.....	94
Tablo 20 :	1997-2004 Döneminde GSMH, Yabancı Payı ve IMKB 100 Endeks Değerleri.....	95
Tablo 21 :	Türkiye’ye Yönelik Portföy Yatırımları.....	95
Tablo 22 :	Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	96

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı Geçen Eser
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTO	:İstanbul Ticaret Odası
MB	: Merkez Bankası
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
YTL	: Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Türkiye’de 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizin ardından daha da çok konuşulmaya başlanılan ve merak edilen bir olgu olan sıcak para, küreselleşmenin ve ekonomik liberalizasyonun önemli bir bileşenidir. Bu çalışmada tüm bu olgulardan hareketle küreselleşme kavramı sermaye hareketliliği çerçevesinde ele alınıp, finansal krizlerle ilişkilendirilerek, Türkiye’nin bu sistem içerisinde maruz kaldığı sermaye hareketleri incelenmeye çalışılmıştır. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde küreselleşme kavramına değinildikten sonra, küreselleşmenin finansal piyasalar üzerindeki etkileri, sermaye hareketliliği, Uluslar arası sermaye hareketleri bu hareketlerin tarihsel gelişimi, sıcak para kavramı ve sıcak paranın gittiği ülkelerdeki etkileri son olarak da finansal krizler üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

İkinci bölümde uluslar arası sermaye hareketlerinin gittikleri ülkeler açısından etkiler, bu ülkelerin yabancı sermayeye olan ihtiyaçları ve yabancı sermayenin hareketliliğindeki nedenler, kriz kavramı ve türleri, modelleri, yaşanan küresel krizler incelenecektir.

Üçüncü bölümde ise, Türkiye’de sermaye hareketlerinin liberalleşme süreci, yaşanan krizler ve Türkiye’deki sermaye hareketliliğine sermaye türlerine göre yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE SERMAYE HAREKETLİLİĞİ

1.1. KÜRESELLEŞME KAVRAMI

20. yüzyılın sonlarında sosyal, ekonomik, politik ve kültürel alanda, devletleri, işletmeleri ve bireyleri hızla etkisi altına alarak, yeni bir dünya düzeninin kurulmasına yol açan, dünyayı yeniden yapılandıran değişim küreselleşme olarak adlandırılmıştır. Bu süreç, önceki dönemlerde yaratılmış olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, sanayileşmiş ve sanayileşmekte olan, merkez ve çevre ülkeler ayrımını ortadan kaldıran bir yapı haline getirmiştir.¹

Küreselleşme; ulaşım, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisindeki gelişmelerin, toplumsal ve kültürel düzenlemeler üzerinde, mekansal uzaklıklardan kaynaklanan farklılıkları ortadan kaldırdığı toplumsal bir süreç olarak da tanımlanabilir.² Geniş bir ifade ile, küreselleşme olgusunu dünya ekonomisini oluşturan sosyal ve iktisadi parçaların birbirleriyle ve giderek dünya piyasalarıyla eklemlenmesi olarak algılanabilir.³ Kavram aynı zamanda ürün ve süreçlerin standartlaşması; sosyal ve kültürel farklılıkların ortadan kalkması ya da çok uluslu şirketlerin hangi ülkeden olursa olsun insanların ihtiyaç ve isteklerini karşılayabilecek standart üretimde bulunması olarak da kabul edilebilir.⁴

Küreselleşme dünya ekonomisindeki dört önemli sermaye hareketliliği sebebiyle oluşmuştur. Bunlar; insan hareketliliği (Örn: Göç, Sığınma, Mülteciler vb.), finansal hareketlilik (Borçlar, Krediler, Yardımlar), kaynakların hareketliliği (Enerji, Petrol,

¹Kevük Süleyman, **Küreselleşme Paradoksu**,

http://www.ekodialog.com/Makaleler/kuresellesme_paradoks_1.html, Erişim Tarihi: 11 Mart 2007

²Efe Birol, **Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği**, İzmir Ticaret Odası Yayın no: 120, İzmir, 2002, s.1

³Yeldan Erinç, **Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler**, s.2, www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf, Erişim tarihi: 22.12.2006

⁴Çeken Hüseyin, **Küreselleşme, Yabancı Sermaye ve Türkiye Turizmi**, Değişim Yayınları, 1.Baskı İstanbul, Ekim 2003, s.26

Doğalgaz, Madenler, Mineraller) ve kuvvet hareketliliği (Güvenlik ve İşbirliği, İttifaklar, Askeri Güçler)’dir.⁵

En belirgin etkilerini uluslararası sermaye hareketlerinde ve finansal entegrasyonda göstermiştir. Küreselleşme ile sermaye hareketlerinin hacmi nitelikleri ve kanalları da değişmiştir.

Küreselleşme sürecinin hız kazanması, ulus-devletlerin kendi sınırları içinde egemenliklerini sorgulanmaya açık hale getirmiştir. Çünkü uluslararası alanda ekonomik, siyasi ve askeri bağımlılıkların artması, ulus devletlerin kendi irade ve tercihlerine dayalı ekonomik ve sosyal politikalar yürütmelerine engel oluşturmaktadır. Ekonomik olduğu kadar politik alanda da ulus devletler; bağımsız özneler, yani kendi başlarına anlamlı toplumsal birimler olmaktan çıkmaktadır. Küreselleşme, insanların ulusal aidiyetlerini işlevsizleştirmektedir. Eğitim, sağlık, sosyal güvenlik gibi kamu hizmeti sayılan birçok faaliyet alanının özel girişimciliğe devredilmekte olması, bunun somut göstergesidir.⁶

Küreselleşmenin hız kazanması ve neoliberal politikalar konusundaki konsensus ile birlikte yatırım, istihdam, sağlık, eğitim vb. temel kararların kamu alanından özel alana kaydırılması sonucu, günümüz dünyasının en büyük 200 ekonomisinin yarısından fazlasını şirketler oluşturmaktadır. Bu durum ise, devletlerin dünya ekonomisi üzerindeki ağırlığını oldukça düşük bir düzeye indirmektedir. Ülke milli geliri ve şirket satışlarının karşılaştırılmasına dayanarak dünyanın en büyük 100 ekonomisinin 51’ini şirketler, 49 tanesini ise ülkeler oluşturmaktadır.

- En büyük 200 şirketin toplam satışı, yoksulluk içinde olan 1.2 milyar insanın (dünya nüfusunun % 24’üne eşit) yıllık gelirin 18 katıdır.

- En büyük 200 şirketin satışları, dünya ekonomik faaliyetinin % 27,5’ine eşittir. Bu şirketler, dünya işgücünün yalnızca 0,78’ini istihdam etmektedir.

- 1983-1999 yılları arasında, en büyük 200 şirketin kazancı % 362,4 artarken, istihdam ettikleri işgücü yalnızca % 14,4 artmıştır.⁷

⁵ **Küreselleşme**, <http://tr.wikipedia.org/wiki/K%C3%BCreselle%C5%9Fme> (11 Mart 2007), par.1

⁶ Özpınar Ömer, Şimşek Ergün, **Küreselleşmenin Getirdiği Sorunlar ve Bu Sorunlara Çözüm Önerileri**, Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 2, 2003, s.2

⁷ Özpınar Ö., Şimşek E., a.g.e, s.4

1.1.1. KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL PİYASALAR

Küreselleşmenin en önemli boyutlarından biri olarak değerlendirilen finansal faaliyetlerin küreselleşmesiyle sermaye, herhangi bir coğrafi sınır içerisinde kalmayıp, daha düşük risk ve daha yüksek kazanç sağlamak düşüncesiyle herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan sınır ötesi alanlara kolayca aktarmaktadır.

Finansal küreselleşme kavramı da ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının kontrol ve sınırlamalardan arındırılıp uluslararası rekabete açılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması şeklinde tanımlanmaktadır.⁸

Finans piyasalarının küreselleşmesiyle para, bulunduğu mekandan bağımsız ve serbest hale gelmiştir. Para mal ve hizmetler için de bir değişim değeri olmanın ötesine geçmiş, bizzat kendisi piyasalarda alınıp satılabilinen bir meta olmuştur. Banka ve finans kuruluşlarının sayısı azalırken, kontrol ettikleri para ve kredi miktarları artmış, denetimleri daha güçlü hale gelmiştir.⁹

Diğer piyasalardan birçok açıdan ayrılan finansal piyasalarda, piyasa başarısızlıklarının daha yaygın olduğu dikkati çekmektedir. Bu nedenle finansal piyasalara yönelik müdahaleler sadece bu piyasaların daha iyi çalışmasını sağlamakla kalmamakta, ayrıca tüm ekonominin performansını da arttırabilmektedir. Piyasa başarısızlığının varlığı, hükümet müdahalelerini haklı göstermemektedir. Örneğin bir ülkede, tasarruf ve kredi sisteminin çökmesi, piyasa başarısızlıklarının değil, hükümetin başarısızlığının bir göstergesi olarak görülebilmektedir. Bu görüş doğrudur şeklinde çıkarılacak bir sonuç otoritelerin yaptıkları kötü düzenlemeler nedeniyle sorunun artacağı gerçeği de ele alınarak değerlendirilmelidir. Kuşkusuz hükümet müdahalesinin varlığı kadar, bunun sınırlarını da değerlendirmek gerekmektedir. Bu müdahaleler, sermaye, para ve kredi piyasalarını kapsamaktadır.¹⁰

⁸ Afşar Muharrem, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, TC Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, s.64

⁹ Özkan Abdullah, **Küreselleşme ve AB ile Bütünleşme Sürecinde Türkiye**, Tasam Yayınları, İstanbul, 2004, s.6

¹⁰ Aslan Nurdan, **‘Uluslararası Özel Sermaye Akımları’** Evrim Yayınları, İstanbul, 1995, s.19-20

Küreselleşme süreci finansal piyasalarla ilgili bir takım zorlukları da beraberinde getirmektedir. Öncelikle global finansal piyasalardaki gelişmeler ikili bir yapı ortaya çıkarmıştır. Bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise para tüccarları ile spekülörlerin yer aldığı kumarhane dünyası yer almaktadır. Bunun nedeni globalleşme ile birlikte bütün dünyada finansal sektör, sanayinin, rantiyeler de yatırımcıların önüne geçmiştir. Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kar payları yükselmiştir. Bu ise uluslararası adalet ve eşitlik duygularını zedeler hale gelmiştir.¹¹

Küreselleşme süreci, toplumlara bir yandan yeni olanaklar ve zenginlikler sunarken, bir yandan da yeni eşitsizliklerin ve sorunların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. İktisadi açıdan, 1980’li yıllarda hız kazanmaya başlayan küreselleşme süreci ile birlikte, gelişmiş ve az gelişmiş ülkelerin dünya üretiminden aldıkları paylar arasındaki fark hızla açılmaya başlamıştır. Küreselleşmenin kurallarını belirleyen zengin Kuzey ülkeleri, dünya üretiminden her yıl daha fazla pay alırken, kuralları belirlemede etkisi ve yetkisi olmayan, ancak bu kurallara uymak zorunda bırakılan yoksul Güney ülkelerinin payları ise hızla azalmaktadır.¹²

1914 ile 1980 yılları arası Dünya ekonomik tarihinde dikkate değer bir dönem oluşmuştur. Hızlı ekonomik büyüme, emek ve sermayenin milli sınırlar dışındaki kolay hareketi, gerçek serbest ticaret, genelde de dünyada hüküm süren barış bu dönemi karakterize eden önemli özelliklerdir. 17.yüzyılda bilgi birliği Amsterdam’da toplanmış daha sonraki dönemlerde finansal network Londra’da merkezileşmiş,1890 ve izleyen yıllarda Londra para ve finansman merkezi haline gelmiştir. İngiltere’nin altın standardı sistemine bağlı kalışı, serbest ticaret anlayışı, Sterlin’in konvertibilitesi en sağlam para birimi haline geliş dönemin uluslararası finansal yapısının temellerini oluşturmuştur.¹³

İktisat yazınında, 20.yüzyılın ikinci küreselleşme dalgasının 1914 düzeyine ulaşmadığı konusunda tartışmalar sürmekle birlikte, günümüzde uluslararası finansal sermayenin akışkanlığını düzenleyen finansal araçların çeşitliliği iki küreselleşme evresinin niteliksel farklılıklarını da öne çıkarmaktadır. 19. ve 20. yüzyıl küreselleşme evrelerinin sermaye hareketleri açısından en önemli farkı, birincisinin reel bir mal ile

¹¹ Akdiş Muhammed, **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım, 1998, s.31

¹² Özpınar Ö., Şimşek E., a.g.e., s.2

¹³ Akdiş M., a.g.e., s.9

altın standardında düzenlenirken, günümüzdeki ikinci evrenin fiyat kağıt paraların nominal değişim hareketlerine dayalı olmasıdır. 20.yüzyıl küreselleşmesinin en ayırt edici özelliği, ulusal paraların değişim değerlerinin altın veya benzeri reel hiç bir mal tarafından desteklenmediği, nominal birer büyüklükten ibaret olmasıdır. Ulusal paraların değişim hadlerindeki bu belirsizlik, finansal sistemin işleyişi açısından bir yandan büyük riskler taşıırken, bir yandan da spekülasyon nitelikli kazançları özendirilmekte ve finansal sermayenin akışkanlığını reel üretim dünyasından kopartarak uyarmaktadır.¹⁴

1980'lerin sonunda günde yaklaşık sadece 190 milyar USD hacmi olan dünya döviz piyasası işlemleri, günümüzde günlük 1.8 trilyon USD'a ulaşmış durumdadır. Söz konusu finansal hareketliliğin, "dünya reel mal ticaretini finanse etmek" gibi bir süreç ile hiç ilgisi olmadığı ve reel üretim ve fiziksel sermayenin yatırım gereklerinden tamamıyla kopuk bir gelişme gösterdiği aşikârdır.¹⁵

1.2. SERMAYE HAREKETLİLİĞİ

Dünya genelinde uygulanmaya başlayan finansal serbestleşme politikalarının doğal bir sonucu olarak, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sermaye piyasalarının entegrasyonunda önemli rol oynayıp sermaye hareketlerinin küresel ölçekte gerçekleşmesine neden olmuştur.

Uluslararası finansal piyasalar arasındaki etkileşim ve bağların bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda güçlenmesi ve piyasaların yeni finansal araçlarla derinleşmesi, finansal serbestleştirmeyi hızlandırmış ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkân sağlamıştır.¹⁶

Küreselleşme, sermaye hareketlerinin etkilerini, yapılarını ve süreçlerini büyük ölçüde değiştirmiştir.

¹⁴ Yeldan Erinç, **Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler (2002)**, s.6, <http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldane/Praksis-2002.pdf>, Erişim tarihi: 19.06.2007,

¹⁵ Yeldan E., **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2006, s.19

¹⁶ İnandım Şeyda, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru etkileşimi: Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, 2005, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf> . (Erisim Tarihi 10.03.2007) , s.5

1980’li yıllarda yoğun olarak yaşanmaya başlayan finansal serbestleşme sonucunda, uluslararası sermaye, ülkeler arasındaki getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamıştır. Ancak finansal serbestleşme sürecine dahil olan ve bu süreçten yararlanma yolunu seçen gelişmekte olan ülkeler, beklemedikleri ve öngörmedikleri birtakım sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Kambiyo rejimlerindeki serbestleşmeler, gelişmekte olan ülkelerin ve uluslararası finans piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmalarına karşın, gelişmekte olan ülkelerin bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme olanaklarını sınırlamış, dolayısıyla da söz konusu ülkelerin kendi ülkelerine özgü büyüme ve kalkınma hedefleri saptama ve uygulama özgürlüklerini ortadan kaldırmıştır.¹⁷

Finansal serbestleşme politikaları, sermaye hareketlerinin küreselleşmesine neden olmuş, derinleşen ve bütünleşen finansal piyasalar yeni finansal araçlar ve teknolojik yeniliklerin sonucunda, gelişmiş ülkelerdeki büyük fonların dünya ölçeğinde hızlı hareket etmesini mümkün kılmıştır. Söz konusu değişim sürecinde toplam sermaye hareketlerinin artmasının yanı sıra sermaye hareketliliğinin sebeplerinde de önemli bir değişim ortaya çıkmıştır.¹⁸ Sermaye hareketleri içinde faiz kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerinin miktarı önemli ölçüde artmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri, kısa vadeli ve spekülasyon özellikleri nedeniyle, bu ülkeler için politika etkinsizlikleri sonuçlarını beraberinde getirmiştir. Artık günümüzde gelişmişlik-azgelişmişlik sorunsalı yerine finansal getiri olgusu ön plandadır; ve artık “azgelişmiş ülkeler” tanımı iktisat yazınından sessiz sedasız çıkartılmış, yerine “yükselen piyasalar” (emerging markets) kavramı konulmuştur. Dolayısıyla, azgelişmişlik bir sorun olmaktan çıkmış, (az) gelişmekte olan ülkeler de artık yükselen piyasaya dönüşmüşlerdir.¹⁹

¹⁷ Yeldan, E., 2002 a.g.e , s.5

¹⁸ İnandım Ş., a.g.e., s.5.

¹⁹ Yeldan, E., a.g.e, s.1.

1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Küreselleşme sürecinin bir parçası ve uzantısı olarak son yüzyılda dünya ekonomisinde yaşanan en önemli gelişmelerden birisi finansın uluslar arasılaşmasıdır. Finansın uluslararasılaşması, sermaye ve finansmanın gittikçe küreselleşmekte olması ve ulusal sınırların önemini yitirmesi anlamına gelmektedir. Ülkeler kendi piyasalarını daha rekabetçi kılabilmek için korumacı politikalardan giderek vazgeçmiş ve piyasa katılımcılarının sayısı artarken, piyasalar çok daha rekabetçi ve etkin hale gelmiştir.

Küreselleşme kavramı günümüzde devam eden bir süreci açıklamakta olup uluslararası politik ve siyasi yakınlaşmaları ve işbirliklerini de ifade eden bir kavramdır. Finansın belirli bir coğrafya ile sınırlı olmayıp uluslararasılaşması piyasalara yeni katılımcılar, ürünler ve hizmetlerin girmesine zemin hazırlamakta, böylece sistemde yer alan katılımcılar için yeni fırsatlar doğarken, etkinlikten uzak çalışan piyasa katılımcıları için tehditler gündeme gelmektedir. Bunun nedeni ise sermaye için en uygun ortama sahip olan merkezlerde hareket etmenin, artık çok hızlı ve düşük maliyetli olmasıdır.²⁰

Tablo 1: Uluslararası Finansal Sistem ve Yatırımcılara Sağladıkları

Borç verme/ Finansman	Sabit Getiri
• Menkul kıymet oluşturma • Gayrimenkul • Özel yatırımlar • Özel sözleşmeler • Risk sermayesi	• Kısa Dönem / Uzun Dönem • Döviz/ farklı döviz • Synhthetics • Oran garantili ürünler • Options/ future • Swaps • Equities • Yatırım Fonları • Bullion • Forex

²⁰ Alp Ali, 'Uluslar arası Mali Piyasalardaki Gelişmeler' İMKB Yayınları, 2002, s.45-46.

Satma ve İdare Etme Hizmeti	İsteğe Bağlı Hizmetler
• Muhafaza • Global Muhafaza • Menkul kıymetleri ödeme • Amerikan tevdiat belgeleri	• Araştırma çalışmaları • Analitik destek • Yatırım fonları • Portföy danışmanlığı hizmeti • Portföy yönetim teknikleri ve teknolojisi

Kaynak: Akdiş M., **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım, 1998, s.30

Uluslararası finans piyasalarının küreselleşmesi ödünç arayanlar ve yatırım yapmak isteyenler açısından zengin bir alternatif kavuşma anlamı taşımaktadır. Uluslararası piyasalardan borçlanmak isteyen bir kişi veya kurum, doğrudan borç veya hisse senedi imkânlarından birisini seçmekte, bu seçenek içindeki sabit veya yüzen oranlarda istediği döviz cinsinden kendisine sunulan alternatif borçlanma imkanlarını kullanabilmektedir. Uluslararası finans sisteminin borç verme, finanse etme, satma ve idare etme hizmetleri ile isteğe bağlı hizmetleri yatırımcılara da değişik alternatifler sunmakta, küreselleşen Dünyanın herhangi bir yerindeki yatırımcının bu tür hizmetlerden yararlanabilmesini mümkün kılmaktadır.²¹

Genel olarak yabancı sermaye kavramı bir ülkenin karşılığını ödemeksizin veya ileri bir tarihte ödemek üzere dış ülkelerden sağladığı iktisadi kaynak olarak tanımlanabilir.²²

Bir ülkedeki yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkan uluslararası sermaye hareketlerini sınıflandırmak amacıyla çeşitli çalışmalar mevcuttur. Amaçlarına, etkilerine, sürelerine ve bu hareketleri gerçekleştirenlere göre olmak üzere farklı kriterleri dikkate alarak yapılan bu tür sınıflandırmalar içerisinde en çok kullanılan ayırım, kısa ve uzun vadeli sermayedir. Bunun dışında uyarılmış ve otonom, istikrar sağlayıcı ve istikrarsızlık yaratıcı, denkleştirici ve spekülatif gibi çeşitli sınıflandırmalar

²¹ Akdiş M., a.g.e., s.30.

²² Bulutoğlu Kenan, **100 Soruda Türkiye’de Yabancı Sermaye**, Gerçek Yayınları, İstanbul, 1970, s.5.

yapılmaktadır. Sermaye akımlarını kaynaklarına göre resmi kaynaklı ve özel kaynaklı olmak üzere başlıca iki gruba ayırmamız da mümkündür.²³

Resmi Kaynaklı Sermaye Hareketleri, gelişmiş ekonomilerin, az gelişmiş ekonomilere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır, yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde ise devletlerarası bir borçlanma söz konusudur. Kredi ve bağış şeklindeki bu yardımların verilmesinde ekonomik, sosyal ve siyasi bir takım faktörler etkili olabilmektedir.²⁴

Genellikle Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarınca gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler bu yardımlarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmaya çalışmaktadırlar²⁵

Özel Kaynaklı Sermaye Hareketleri; yardım niteliğinde olmayan, para ve sermaye piyasalarından ticari koşullara göre hareket eden sermaye hareketleridir.

IMF istatistiklerinde özel yabancı sermaye yatırımları ‘’ dolaysız yabancı sermaye yatırımları’’, portföy yatırımları’’ ve ‘’diğer yatırımlar’’ olarak üç ana kategori içinde sunulmaktadır.²⁶

Bunlar;

- Doğrudan sermaye yatırımları,
- Hisse senedi ve benzer kısa vadeli varlıkların alınıp satılmasıyla oluşan portföy yatırımları,

²³ Eser Berfu, **Küreselleşme Sürecinde Uluslar arası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Krizler Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Boyutu**, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi S.B.E., 2004 s.45

²⁴ Kar Muhsin, KARA M. Akif, **Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler**, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/sermaye%20hareketleri.doc>, Erişim Tarihi. 20.01.2007.

²⁵ Seyidoğlu Halil, **Ulsulararası İktisat**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1999 s.121.

²⁶ Kula Ferit, **Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler**, C.Ü., İktisadi İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4., sayı 2, 2003 s.143 .

- Sadece tahvil ve hazine bonosu alım satımıyla oluşan ve kendi içinde işlem gören senetlerin vadesine göre kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak ikiye ayrılan diğer yatırımlardır.²⁷

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir firmanın yabancı bir ülkede doğrudan veya iştirak halinde yatırım yapması ve yatırımın yönetimine katılması olarak açıklanabilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları genellikle ülkeye; şirket evlilikleri ve birleşmeleri, özelleştirme, ortak girişimler, stratejik ortaklıklar, lisans ve diğer yatırımlar, sıfırdan yapılan yatırımlar ve mevcut operasyonların genişletilmesi gibi farklı şekillerde girmektedir.²⁸

Yabancı yatırımcıların doğrudan yatırımı tercih etmesi halinde diğer yatırım yöntemlerine göre avantajları aşağıdaki şekilde özetlenebilir;

- Parasal sermayeden, gerçek reel sermayeye dönüşüm garantidir.
- Sağlanan sermaye ile yapılan yatırımdan daha verimlidir.
- Dış borçlanma ikame edici özelliğinden ötürü genelde iç tasarrufu gevşetici, oluşum yüzdesini azaltıcı bir rol oynarken doğrudan yatırımlarda böyle bir etki büyük ölçüde söz konusu değildir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları beraberinde sermaye dışı (teknoloji, know-how gibi) pek çok yararı da ek olarak getirirken, dış borçlanmada böyle bir durum söz konusu değildir.²⁹

Portföy yatırımları, bir yabancı ülkede çıkarılan hisse senedi ve tahvillerin milletlerarası sermaye piyasalarından satın alınması yoluyla yapılan yatırımlar ve böylece sermayenin bir ülkeden bir ülkeden diğerine gitmesini ifade etmektedir.³⁰

²⁷ Berksoy Taner, Saltoğlu Burak, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No:1998- 58, s:19.

²⁸ **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye Durum Tespit ve Stratejik Plan**, İstanbul Sanayi Odası Yayın no: 2002/1, İstanbul, Ocak 2002, s.12.

²⁹ Bulutoğlu K., a.g.e, s.5.

³⁰ Şahin Mehmet, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Ayyıldız Matbaası, Ankara, 1975, s.12.

Tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kur riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır.³¹

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedefler iken tüm fonlarını tek bir menkule yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek ve böylelikle yatırımcı yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir. Menkullerin risk ve gelir seviyesindeki beklenti ve değişimler ise uluslararası özel sermaye hareketlerini etkileyebilecektir.³²

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile portföy yatırımları arasındaki en önemli fark vadelerinin farkıdır. Portföy yatırımları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına göre çok daha hareketli, geçici ve değişkendir. Portföy yatırımlarının amacı, nispeten kısa bir dönem için faiz, temettü ve sermaye kazancı elde etmek ve bu amaca yönelik olarak diğer bir ülkenin para ve sermaye piyasalarından finansal araç satın almaktır.³³

OECD normalarına göre doğrudan yabancı yatırım, bir ülkede yerleşik kişi yada kurumların(doğrudan yatırımcı) başka bir ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacını yansıtmaktadır. Kalıcı çıkar kavramı yabancı sermaye yatırımcısı ile yatırım ve yatırımın kontrolü konularında uzun dönemli bağımlılığı ifade etmektedir.³⁴

Diğer yatırımlar, hazine bonosu ve tahvil alım satımıyla oluşan kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olmaları en büyük özellikleridir.

³¹ Varış Meral, Bayraktar Kumbasar Sibel, Oral Erdoğan, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, Kasım 1994, s.8.

³² Aslan Nurdan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997, s.52.

³³ Çeken, H., a.g.e., s.33.

³⁴ Demrican Hayrettin, **‘Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri’**, http://www.treasury.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc_35_1.pdf

Küresel ekonomik entegrasyonun bir diğer boyutu olan uluslararası sermaye hareketlerinin büyüklüğünü, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile diğer ülke borsalarında yapılan hisse senedi ve tahvil alım satımı hacmi ile ölçmek mümkündür.³⁵

Genel olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımları dışındaki uluslararası sermaye hareketleri hisse senedi, tahvil gibi finansal araçlar yardımıyla ülkeye girdikleri için portföy yatırımları ve diğer yatırımlar toplamı finansal yatırımlar olarak adlandırılabilir.³⁶

1.4. SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

Birinci Dünya Savaşı, 19.yüzyıldan bu yana gelişmiş olan çok yönlü ticaret ve ödeme sistemini işlemez hale getirmiş ve savaştan zarar görmüş ülkeleri ekonomilerini tekrar düzenlemek gibi önemli bir sorunlarla baş başa bırakmıştır. Durumu savaş öncesine göre çok farklılaşan bir diğer etken de dünya ticaretinde ve uluslararası ödemelerde Avrupa'nın şimdiye kadar olan tartışmasız üstünlüğünü kaybetmiş olmasıdır. Savaşın başlaması ile New York para piyasasının gelişmesi hızlanmış ve savaştan sadece ABD güçlü bir ekonomiye sahip olarak çıkabilmiştir.³⁷

1929 Dünya Ekonomik Bunalımında, milyonlarca insan işsiz kalmış, ülkelerin milli gelirleri gerilemiş, ekonomiler küçülmüş, karşılıklı ticaret büyük ölçüde sekteye uğramıştır. Pek çok ülke altın ve döviz rezervlerini koruyabilmek için ithalat kısıtlamalarına ve paralarını devalüe etmeye yönelmişlerdir. Bazı ülkeler yabancı parayla işlem yapılmasını yasaklamıştır. Sonuçta uluslararası ticaret hızla daralmış, istihdam ve yaşam standartları düşmeye başlamıştır. Dünya ekonomisinin bu büyük bunalımdan çıkışı Keynes'in formüle ettiği devlet müdahaleleri yoluyla olmuştur.

Keynes 1936 yılında yayımladığı “İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi” adlı kitabında, sonradan Keynesyen ekonomi ya da karma ekonomi adıyla anılacak olan devlet müdahalelerinin ekonomiye etkilerini incelemiştir. Deflasyonist bir gelişmeden depresyona geçen kapitalist dünya ülkeleri ekonomiye devlet müdahalesi yapmak

³⁵ <http://www.canaktan.org/yeni-trendler/globalleşme/boyutları>.

³⁶ Kula, F., a.g.e., s.145.

³⁷ Akdiş M., a.g.e, s.10.

suretiyle ekonomilerini canlandırmıştır. Fakat canlanmanın ilk sonuçlarının alınmaya başlandığı sıralarda 2. Dünya Savaşı çıkmıştır. Savaşın çıkışı ise büyük ölçüde Almanya'nın ekonomik bunalımdan gördüğü zarara dayalıdır.³⁸

Savaş sonrasında dünya kapitalizminin karşılaşacağı bu tür bunalımları daha kolay atlatabilmek için uluslararası bir işbirliğine gitmenin ve bunu kurumsallaştırmanın gerekli olduğu anlaşılmıştır. Bu çerçevede üç uluslararası kurum tasarlanmıştır. Tasarlanan uluslararası kurumlar; para fonu, Avrupa'nın savaş sonrasında yeniden imarını gerçekleştirecek bir banka ve dünya ticaretinin bu gibi durumlarda daralmasını önleyecek bir ticari işbirliğini sağlayacak olan dünya ticaret ve tarife anlaşması. Her üç kurumun tasarlanmasının temel dayanağı dünya ticaretinin geliştirilmesidir.³⁹

Böylece Para Fonu ödemeler dengesi sıkıntılarını çözmek ve dolayısıyla ithalat kısıtlamalarını önlemek; Dünya Bankası, Avrupa ülkelerinin savaştan kaynaklanan sıkıntılarını çözmek ve onların dünya ticaretinde etkin rol almasını sağlamak; Uluslararası Ticaret Örgütü de ve tarife genel anlaşması da uluslararası ticarete standart kuralları geliştirerek ticaretin kurallarını belirlemek ve keyfi uygulamaları önlemek üzere kurulmak üzere planlanmıştır.

2. Dünya Savaşı'nın ardında oluşturulan Bretton-Woods sistemi, sabit kurlar ve spekülative sermaye hareketlerine karşı ulusal kontrol olanaklarını kullanarak bu tür spekülative birikim süreçlerine karşı 30 yıl boyunca bir savunma mekanizması sağlamıştır. 20. yüzyılın iki küreselleşme evresi arasında gözlediğimiz bu niteliksel farklılık, çok genel ifadeyle, ulusal paraların değişim hadlerindeki belirsizlik ve bunun yarattığı spekülative olanaklarda yatmaktadır.⁴⁰

Bretton Woods Sisteminin en önemli uluslararası organizasyonu IMF'idi. Merkezi Washington'da olan IMF'nin görevleri arasında döviz kurlarında dalgalanmayı azaltmak, ödemeler dengesi açıklarını azaltmak, büyümeye yardımcı olmak ve uluslararası ticareti artırmak bulunmaktadır. Aynı zamanda uluslararası verileri toplamak ve bu verilerin standartlaştırılmasını sağlamak da görevleri arasındadır. Sistemin diğer

³⁸ Çörtürk Orcan, **Türkiye- IMF İlişkileri ve İlişkilerin Hesap Bazında İşleyişi**, 2006, s.3, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/orcancortuk.pdf> Erişim Tarihi: 18.08.2007.

³⁹ Eğilmez Mahfi, **IMF ve TÜRKİYE (2002)**, http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_8.htm

⁴⁰ Yeldan E., a.g.e., s.4

önemli organizasyonu Dünya Bankası ise gelişmekte olan ülkelere altyapı ve diğer fiziki sermaye için uzun vadeli krediler temin etmektedir. Bu krediler için kaynak Dünya Bankasının sermaye piyasalarında sattığı tahvillerden elde edilmektedir.⁴¹

Belirsizliğin ulusal döviz piyasalarına yansımalarının bir diğer biçimi de ülkelerin döviz rezerv hareketliliğinin giriş ve çıkış evrelerindeki “kısa-vadecilik” ve ulusal finans piyasalarının giderek daha çok spekülatif saldırılara açık hale gelmesi sonucu ortaya çıkan belirsizlik ve risk ortamıdır. Böylece, Merkez Bankaları giderek daha yüksek miktarlarda rezerv tutmaya zorlanmakta, bu da reel fiziksel yatırımlara ayrılabilen kaynakların giderek daraltılması anlamına gelmektedir.⁴²

İkinci dünya savaşı ertesinde toplanan Bretton Woods konferansında adeta özenle çizilen dünya ekonomisi şablonu ve bu bağlamda tasarlanan uluslararası sermaye hareketleri 1970’li yıllarda yaşanan ekonomik krizi taşıyamayarak çökünce dünya ekonomisinin yanı sıra uluslararası sermaye hareketlerinin de boyutları, kaynakları ve türleri köklü değişimlere uğradı.

Bretton Woods Sistemi, 1960’ların sonlarında giderek artan baskı altında kalmış ve 1970’lerin başında yıkılmıştır. Üye ülkelerin sistemden ayrılmalarının en önemli nedeni, hükümetlerin para politikasında daha geniş özgürlüklere sahip olma arzularıdır. Ayrıca, serbest kur sisteminin yani piyasa tabanlı döviz kurlarının uluslararası ticareti artıracığına inanılmasıdır. Bu sistemden sonra gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaçlarına daha duyarlı olabilecek yeni bir uluslararası parasal işbirliği sistemi gelmemiştir. 1970 ve sonrasında temel özelliği, ekonomik ve mali konularda tüm dünyada gözlenen işbirliği ve yardımlaşma eksikliğidir.

Dünya ekonomisi, küreselleşme sürecinde üretim alanlarının ve pazarlarının eklemlenmesi ile farklı bir yönde gelişim gösterdi. Küreselleşmenin en önemli yansıması finansal piyasalarda ortaya çıktı. Teknolojik gelişmenin de katkısıyla hızla bütünleşen finans piyasaları uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak ve kanallarının yanı sıra hacmini de değiştirdi. Ulaşım ve iletişim maliyetleri ve sürelerindeki düşüşler finansal piyasaların en önemli alt yapı unsurlarındandır. 1970’den önce ulusal finansal

⁴¹ Kabaş Tolga, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslararası Finans Sistemi**, Çukurova Üni. ,Yüksek Lisans Tezi, 2004

⁴² Yeldan, E., 2002, s.7.

merkezlerin birbirinden uzak olmasının (entegre olmaması) altında yatan en önemli sebeplerinden biri de yüksek iletişim maliyetidir.

Tablo 2: Hava Ulaşımı, Telefon ve Bilgisayar Maliyetlerinin Zaman İçindeki Seyri

Yıllar	Mil Başına Düşen Ortalama Hava Ulaşım Gelirleri	New York - Londra Arasındaki 3 Dakikalık Görüşme Maliyeti	ABD Ticaret Bakanlığı'nın Bilgisayar Fiyat Deflatörü
1930	0.68	244.65	Veri Yok
1940	0.46	188.51	Veri Yok
1950	0.30	53.20	Veri Yok
1960	0.24	45.86	125
1970	0.16	31.58	19.476
1980	0.10	4.8	3.62
1990	0.11	3.32	1

Kaynak: Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler**, İMKB Yay., 2002, s.67

Sınır ötesi finansal işlemler, çok yoğun bilgi alışverişi ve alım satım emirleri anında yerine getirecek mekanizmalara, takas ve saklama kurumlarına ihtiyaç duymaktadır. Uluslararası finansal işlemlerin artması, teknik alt yapı düzeyinde telekomünikasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmelerle mümkün olmuştur. Bu teknolojilerde meydana gelen gelişmeler sayesinde, bilgi iletişimi ve işlem maliyetleri geçen yirmi yıl boyunca %98 azalmıştır.⁴³ Finansal kurumlar, ekonomik istikrarsızlıkların arttığı ve klasik yatırım araçlarının önemini yitirdiği yeni dönemde, yatırımcıları ve fon talep eden kesimleri çekebilmek için yeni finansal araçlar geliştirmişlerdir. Bu gelişmelerle birlikte, türev araçların önemi artmaya başlamıştır. Bu araçlar katılımcıları karşılaştıkları riskleri yönetebilme olanağı sağlamıştır.⁴⁴

⁴³ Alp, A., a.g.e, s.66.

⁴⁴ Alp A., a.g.e., s.29.

Tablo 3: Yeni Finansal Araçlar ve Fonksiyon Niteliğindeki İşaretlenmeler

Yeni Finansal Araçlar	Fiyat Riskinin Transferi	Kredi Riskinin Transferi	Likidite Arttırımı	Kredibilite Arttırımı
Bilanço Dahilindekiler				
Değişken Oranlı İpotekler	X			
Değişken Oranlı Menkul Kıymetler	X			
Yenilenen Kredi				
Kredi Swapları		X		
Menkulleştirilen Aktifler		X	X	
Transfer Olunabilir Krediler		X	X	
Para Piyasası Araçları			X	
Para Piyasası Yatırım Fonları		X		
Sıfır Kuponlu Tahviller				X
Riskli Tahviller				X
Hisse Senedi Finansmanı				X
Bilanço Dışındakiler				
Futures	X			
Opsiyon ve Kredi Sınırları	X			
Swaplar	X			X
Geleceğe İlişkin Faiz Oranı Anlaşmaları	X			
Akreditif		X		
Kredi Arttırıcı Garantiler		X	X	

Kaynak: Alp Ali **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler**, İMKB Yayınları, 2002, s.30

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu bir yandan uluslararası sermaye akımlarının mal akımlarından kopmasına ve ödeme bilânçosu finansmanı dışında arbitraj kazancı kovalayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açarken, bir yandan da kendi dolaşım mantığı açısından, bu sermaye büyüklüğünün artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına (emerging markets) yönelmesine neden oldu.⁴⁵

⁴⁵ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.13.

1980’li ve 1990’lı yıllar boyunca sermayenin başlıca 3 türde küreselleştiğini söylemek hareketleri nicelendiğinde mümkündür: ”doğrudan sermaye yatırımları”, “orta ve uzun vadeli portföy yatırımları” ve “kısa vadeli sermaye hareketleri”.⁴⁶

1970’li yıllarda petrodolarların yeniden sisteme çevrilmesi 1990’lı yıllarda sermaye akışını uyaran ve yönlendiren etken ise sermayenin arbitraj kazancı kovalamasıdır. Uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkeler ekonomilerine ve bu ekonomilerde ortaya çıkan yeni mali piyasalara yönelen parçası 1990’lı yıllarda önemli ölçüde büyümüştür. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akışını uyarıp sürükleyen etkenini değişmesi, sonuçta bu ülkelere giren sermayenin türünü ve karakterini de değiştirmiştir.⁴⁷ Sermaye artık, kısa vadeli, borç kökenli ve spekülatif olma özelliklerine sahiptir. Süreçte sermaye akımlarının kaynakları ve kanalları da değişmiştir. Sermaye resmi kaynaklardan özel kaynaklara kaymış, doğrudan borçlanmanın yerini uluslararası piyasalardan borçlanma almıştır. Sermayenin türlerinde de toplam sermaye girişi içinde doğrudan yatırımlar ağırlığını korurken, portföy yatırımları ve piyasadan borçlanmada artış gözlenmiştir.

Günümüzde hacim ve derinlik kazanan küreselleşme en somut ve belirgin biçimde finansal yapılarda ve dış ekonomik ilişkilerde ortaya çıktı. Dış ödemeler bilânçosunun cari işlemlerinin serbestleşmesiyle başlayan dışa açılma süreci hızla sermaye hareketlerine de yayıldı.⁴⁸ Kambiyo denetimlerinin gevşetilerek sermayenin küresel ölçekle dolaşımının serbestleştirilmesinin birçok önemli sonucu oldu. Ödemeler bilânçosunun cari işlemler parçası ile sermaye hareketleri parçası arasındaki güçlü bağlantının büyük ölçüde gevşemesi bunlardan birisidir. Sermayenin böylesine bir dolaşım özgürlüğüne kavuşması sonuçta dünya ekonomisinde mal hareketleri ile para hareketleri arasındaki bağlantıyı gevşetti.

Mal hareketlerinden bağımsız olarak dolaşan para hacmi hızla büyüyerek önemli boyutlara ulaşması, dünya ölçeğindeki sermaye hareketlerinin karakterini de değiştirdi. Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini

⁴⁶ **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye Durum Tespit ve Stratejik Plan**, İstanbul Sanayi Odası Yayın no: 2002/1, İstanbul, Ocak 2002, s.46.

⁴⁷ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.3.

⁴⁸ Berksoy T., Saltoğlu B. , a.g.e., s.9.

karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde bu işlevinden hızla uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüştü.⁴⁹

1970’lerde petrol krizi sonrasında birikimli olarak yükselen petrodolar fonlarının uluslararası finans sistemine yeniden sokulması zorunluluğu, gelişmekte olan ülkelere hacimli bir sermaye girişini doğurmuştur. Sermaye girişi GSMH ya da ulusal yatırım büyüklüklerine oranlandığında 1990’larda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımının 1970’lerdeki yeniden çevrim sürecindeki boyutlarına ulaştığı görülmektedir. Ancak bu kez sermaye akışını hızlandırıp, boyutlandıran etken uluslararası sermayenin arbitraj kazançlarını kovalama güdüsüdür. Sermaye akışını uyarın etkenin farklılaşması aynı zamanda bu ülkelere akan sermayenin niteliğinin, kanallarının ve sonuçlarının da 1970’li yılların deneyimlerinden farklı olmasına yol açmıştır. 90’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere akan sermaye daha seçici, daha akışkan, daha kısa vadeli ve daha spekülatif bir nitelik kazanmıştır. Öte yandan, sermaye girişi bu ülkelerde bir yandan ulusal paraların aşırı değerlenmesine neden olurken, bir yandan da döviz rezervlerinde aşırı birikime yol açmıştır.⁵⁰

1980’li yılların başlarından itibaren uygulamaya konulan finansal reform süreci, kesintilere uğramasına rağmen birçok ülkede devam etmektedir. Bu süreç iki aşamada incelenebilir. Reformların birinci aşamasını 1980’lerden başlayan ve 1990’lı yıllara kadar devam eden dönem oluşturmaktadır. Bu dönemde birçok ülke mali piyasalarla ilgili finansal baskı döneminden kalma yasaları kaldırmış ya da yeniden düzenlemiştir. Finansal serbestleşme döneminde faiz sınırlamaları kaldırılmış, kredi politikaları değiştirilmiş, bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getirecek düzenlemeler yapılmış, yabancı sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmış ve menkul kıymetler borsaları kurulmuş ya da bu borsaların daha aktif hale gelmesini teşvik eden politikalar yürürlüğe konmuştur. Ancak bu dönemde birçok ülke değişik düzeylerde mali ve/veya parasal krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu ülkelerden Arjantin, Filipinler,

⁴⁹ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.10.

⁵⁰ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.16.

Finlandiya, Gana, İsrail, İsveç, Norveç, Şili, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella ciddi krizler yaşamışlardır.⁵¹

1990'lı yıllardan itibaren başlayan ve günümüze dek süregelen finansal reformların ikinci aşamasında, ekonomide daha çok yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Bu düzenlemelerin temel amaçları, makroekonomik istikrarı sağlamak, kredi piyasasında yanlış seçim ve etik problemleri gibi asimetrik bilgiden kaynaklanan aksaklıkları gidermek için finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme ve gözetleme mekanizması kurmak, bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak, ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla entegrasyonu sağlamak olmuştur. Bu aşamanın henüz tamamlanmadığı ve ülkemizin de arasında bulunduğu birçok gelişmekte olan ülkenin ikinci dalga reform sürecinin henüz başında olduğu ve elde edilen sonuçları değerlendirmenin henüz erken olduğu ortadadır. Bu yüzden çalışmada esas olarak birinci dalga finansal reformlardan ve onların finansal krizlerle ilişkisinden bahsedilecektir.⁵²

1.4.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHİ GELİŞİMİ

Uluslar arası sermaye hareketlerinin 19.yüzyıl'dan önce büyük bir ekonomik öneme sahip olmadıkları görülür. 16.,17.,18.yüzyıl'larda ülkeler arası sermaye hareketleri hükümdarlarca oluşturulmuş askeri operasyonlar, çok önemli nedenlerle borç, haraç, vergi yada kamu yararına teşebbüslere parasal katkı şeklinde görülür. 18.yüzyıl'ın ikinci yarısında daha çok Alman bankerlerce sürdürülen devamlı bir aktivite, ve Napolyon Savaşları sonrası uluslar arası finansmanda Büyük Britanya'nın üstünlüğü görülür. Fakat Hollanda'lı servet sahiplerinin bir miktar sermayelerini İngiltere'ye yatırdıkları görülmektedir. Büyük Britanya büyük kreditor ülke olmuştur⁵³. Yabancı yatırımlarda yüzyıllar boyunca görülen gelişme, Dünya Savaşı'nın ardından ticari ve endüstriyel gelişmeye hizmet vermiştir. Gelişmekte olan ülkelerin imalat, madencilik ve tarımsal alandaki gelişmesine büyük oranda Avrupa sermayesinin yardımı görülür.

⁵¹ Güloğlu B., Altunoğlu A.E., **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: L. Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, 2002 , s.3.

⁵² Güloğlu B., Altunoğlu A.E., a.g.e, s.4.

⁵³ Altuğ F. Nuray, **Gelişmekteolan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye'nin Dış Borçlanması**, 1986, Marmara Üniversitesi Yayın no:544 İİBF Yayın no: 395, s.11.

19.yüzyıl uluslar arası sermaye hareketleri, kontrolü olmayan kıymetli evrakın varlığından kaynaklanan hareketlerdir ve uzun vadeli borçlanma şekli tahvildir.1914'lere kadar olan dönemde sterlin cinsi tahvil Dünya piyasalarına egemen olmuştur.⁵⁴19.yüzyıl diğer önemli sermaye ihracatçısı ülkeler; Fransa, Almanya, Belçika, Hollanda'dır. Her yıl yapılan yatırımlara ilave sermaye katkısında bulunmuşlar, yıllık getirilerini tekrar yatırmışlardır. 1874- 1914 döneminde (1913 fiyatlarıyla) kümülatif yabancı sermaye yatırımları büyüme oranı %64'dür, ve dış ticaret hacmi ve milli gelir büyüme oranlarından büyüktür. Bu bize dış sermaye yatırımlarının yüksek kazanç sağladığını göstermektedir. 1913'lerde B.Britanya 18 milyar dolar sermaye ihracının % 41'ini yapmış, diğer önemli sermaye ihracatçısı ülkeler: Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda, İsviçre toplam 20,3 milyar dolarlık ihracatlarıyla onu izlemişlerdir. Sermaye ihracının yeni ülkeler; Arjantin, Kanada, G.Afrika, Avustralya, Yeni Zelanda'ya gittiği görülür.⁵⁵ ABD'nin de sermaye teşekkülünün %10'unu sermaye ithaliyle finanse ettiği görülür. II. Dünya Savaşı sonrası ise ABD'nin borç alan ülke yerine borç veren ülke konumuna geçtiği görülmektedir.

1920'lerde uluslararası sermaye piyasalarında bozucu etkileri güçlü rol oynamış, 1930'larda ise tamamen durmuştur. II.Dünya Savaşı'yla birlikte sermaye hareketleri de önem kazanmaya başlamış, yapılarında ise önemli değişme olmuştur. Bu dönemde sermaye ihracının %30'u kadarının devlet bağışlarından, % 20'ler kadarı devlet ödünçlerinden meydana geldiği, özel sermaye akımlarında ise direkt yatırımların önemli rol oynadığı görülmektedir⁵⁶.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında toplanan Bretton Woods konferansı ile yön verilen sistemdeki sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğinde ve genellikle plan, proje ya da ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklanan finansman gereğini karşılama işlevini üstlenen hareketlerdir. Dolayısıyla, bu dönemde

⁵⁴ Kindleberger Charles P., **Uluslararası İktisat-II**.cilt, çev. Necdet Serin, Doğan Yayınevi, 1970, s.131.

⁵⁵ Altuğ F.N.,a.g.e., s.14.

⁵⁶ Altuğ F.N.,a.g.e., s.15.

gelişmekte olan ülkelerin uluslararası mali piyasalara girişi sınırlı kalırken, bu ülkelere olan sermaye hareketleri de sınırlandırılmıştır.⁵⁷

1970'lerden itibaren mevcut olan yükseliş eğilimine karşın, 1970'lerde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerindeki canlanmayı 1980'lerde keskin bir ters dönüş izlemiştir. Daha büyük ölçüde bir canlanma ve ters dönüş ise 1990'larda gerçekleşmiştir.

1973-74'lerde petrol fiyatlarında yükselmenin ticari banka ödünçleri ve devlet yardımları şeklinde olan iki sermaye akımı üzerinde etkili oldukları görülmektedir. OECD'nin kalkınma yardımlarının ilerledikçe küçülen oranlara indiği gözlemlenmekte, buna karşı ticari banka ödünçlerinde yükselme görüldüğü izlenmektedir. Euro-para piyasaları, 1970'lerin petrol geliri fazlalarını tekrar kullanıma sokarak can alıcı bir rol üstlenmiştir. Gelişmekte olan ülke banka ödünçlerinin 1970'te 5 milyar \$'dan 1978'de 32 milyar \$'a yükselmiş, 1979'da 26 milyar \$'a düşmüştür.⁵⁸ 1946-1955 yılları arası dönemde gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru finansal fon akımı; kamu kaynaklı ödünçler, bağışlar ve özel sermaye akımı şeklindedir. 1970'ler ortaları hızlı enflasyon yılları olmuş, 1970'lerin başlarında euro-dolar fonları kullanılmış, 1975-1976 yıllarında gelişmekte olan ülkeler cari işlemler açıklarının %70'ini dış borçlanma finanse etmiş, daha sonra dış borçlanma sürekli bir olgu halini almıştır. 1982 ile birlikte petrol ihraç etmeyen gelişmekte olan ülkelerin dış borçları 612 milyar dolar civarındadır.⁵⁹

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lere kadar olan dönemde uygulanan yeni üretim teknolojilerinin üretimde verimliliği artırması, hammadde fiyatlarının ucuzlaması, Dünya Bankası'nca ve benzeri kuruluşlarca yapılan yardımlar ve Bretton Woods konferansında alınan kararlar çerçevesinde gelişmiş ülkelerde yapılan uluslararası kurumsal düzenlemelerin sonucunda, söz konusu ülkelerdeki refah düzeyi artmıştır. Bu ülkeler 1970'lerin başına kadar ekonomik bir genişleme süreci yaşamışlardır, ancak, 1970'lerin başından itibaren, gelişmiş ülkelerde, kar oranları azalmıştır. Azalan kar oranları, hem yatırımların azalmasına hem de büyüme oranlarının düşmesine neden

⁵⁷ İnandım, Ş., a.g.e., s.8.

⁵⁸ Altuğ F.N., a.g.e., s.26.

⁵⁹ Altuğ F.N., a.g.e., s.57.

olmuştur.⁶⁰ Küreselleşmenin beraberinde getirdiği artan uluslararası sermaye hareketliliği ve gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların 1970’li yıllardaki krizin ardından reel yatırımlar yerine finansal yatırımlara yönelmesi, dünya ekonomisi ve uluslararası sermaye hareketlerini köklü değişimlere uğratmış önemli faktörlerdir.

Savaş sonrası dönemde 1950’li yıllarda uluslararası sermaye piyasası canlanmış, 1960’larda gelişmiş, ve 1970’lerde en az gelişmiş ülkeler dışındaki bir çok ülkeyle etkileşimli çalışmıştır Sermaye piyasalarının yeniden tesisi 1950’lerde off-shore bankacılığı şeklindedir, ve Euromarket’ler olarak isimlendirilir.. Sermaye piyasaları klasik amaçlı olarak; tasarrufların nispi olarak bol olduğu alanlardan nadir olduğu alanlara, bu nedenle de getirilerinin yüksek olduğu alanlara transferini sağlamıştır. Endüstrileşmiş ülkelerin sermaye piyasalarının entegrasyonun; tasarrufçular için riski, yatırımcılar için de borçlanma maliyetlerini azalttığı görülür. Endüstrileşmiş ülkeler arasında sermaye akışkanlığının yararının değerlendirilmesi, endüstrileşmiş ülkelerin çoğunlukla döviz kontrollerini kaldırmasıyla sonuçlanmıştır. Britanya 1979’da, Japonya 1980’de, Fransa ve İtalya 1990’da kaldırmıştır. Bununla birlikte finansal piyasalar globalleştiğinden bir çok finansal varlık Tokyo, Londra, NewYork piyasalarında işlem görmüştür.⁶¹ Kontras olarak uluslararası sermaye piyasaları bir çok gelişmekte olan ülke, özellikle 1970’ler sonlarında ve 1980’ler başlarında ağır borçlanmış ülkeler açısından daha az yararlı kurumlar haline gelmiştir. Bunun nedeni borç krizidir. Kredi değerliliklerinin yıpranmasına yol açtığından borçlanma kabiliyetlerini yok etmiş, maliyetli ödemeler dengesi düzenlemelerine gitmelerine yol açmıştır⁶².

1970’li yıllardan önce gelişen ülkelerin dış borçları nispi olarak küçük ve öncelikli olarak resmi, kreditorler çoğunlukla IMF, Dünya Bankası, bölgesel kalkınma bankaları ve hükümetlerdir. 1970’lerin sonlarıyla birlikte ve 1980’lerde ticari bankalar OPEC fazlaları “petrodolarların”büyük dönüşümlerinde rol oynamaya başlamış, bu fonlar

⁶⁰ Kaya, Y. (1998)., **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**. Ankara: DPT Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Sube Müd. Yayın No: DPT: 2487 .

⁶¹ Altuğ F.Nuray, **Dış Borç Krizi ve Türkiye**, T.C. Marmara Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü,İktisat Yazıları Yayın no: 1993-002-1, s.16.

⁶² Williamson John and Chris Milner, **The World Economy- A Textbook in International Economics**, Harvester Wheatsheaf, 1991, s.366-7.

azgelişmiş ülkelerin ödemeler dengelerinde ve ihracat sektörlerinin gelişmesine destek olmakta kullanılmıştır. Ekonomik büyüme ve gelişmenin sağlanmasında dış borçlar büyük yararlar sağladığı gibi maliyette taşımaktadır. Başlıca maliyeti de geniş borç birikimleri nedeniyle ağır borç servisleri (taksit ödemeleri ve birikmiş faizler)dir. Gelişmekteolan dünya 1980'lerde, 1930'lardaki Büyük Depresyon'dan beri örneği yaşanmamış bir ekonomik krizle deneyimlendi. Gelişen dünya için borç krizi Ağustos 1982'de Meksika Hükümeti'nin borç ödemelerini yapamayacağını bildirmesiyle başlamıştır.⁶³

1980-2 döneminde dünya ekonomik çevresi hızla bozulma göstermiştir. Bu, başlıca endüstrileşmiş ülkelerin petrol fiyatlarında yaşanan artışların tetiklediği enflasyonu aşağı çekme kararlarının resesyona, uygulanan sıkı para politikalarını, faiz oranlarında yükselmeye yol açmasından kaynaklanmaktadır. Bu borçluların; özellikle birincil mal fiyatlarında düşmeye yol açtığından ihracat kazançlarının, borç servis kabiliyetlerin de düşmesiyle sonuçlanmıştır. Diğer yanda dolarda oluşan değerlenme nedeniyle ABD'nin diğer ülkeler tersini uygularken genişleyici mali politikalar uygulaması nedeniyle faiz oranlarının yükselmesi, doların döviz piyasalarında değerlenmesine yol açmış, borçlar dolara bağlı olduğundan azgelişmiş borçlu ülkeleri olumsuz etkilemiştir.⁶⁴ Borç krizine tepki ödemeler dengesi krizlerinde son başvuru mercii olan IMF tarafından hızla geliştirilmiş, güçlüğe düşmüş ülkeler IMF ile adjustment/ ayarlama politikaları uygulamışlardır. Bu programların başlıca üç özelliği vardır. Birincisi, ödemeler dengesi problemi içindeki ülkelerin IMF ile finansman gereksinimini geçici olarak çözen, ödemeler dengesi problemlerini çözmeye yardım edecek ayarlama programlarına gitmeyi istemesidir. Stratejinin ikinci özelliği bunun ülkenin fon kotasından karşılanması, üçüncü özelliği ise Fon'un ticari bankalara ilave ödünçler için baskı uygulamasıdır. Ayarlama tedbirlerinin ihracata yönelik kalkınma stratejilerine kaymayı uyarması dünya ekonomisine iyileşmeye yol açmış, gelecek borç ödemeleri ihtiyacında azalma sağlamıştır. Ödemeler dengesi düzelmesi; ihracat değerlerinin arttırılmasından çok ithalat değerlerinin azaltılmasıyla sağlanmıştır. Ödeme

⁶³ Altuğ F.Nuray, **Dış Borç Krizi ve Türkiye**, s.16.

⁶⁴ Williamson John and Chris Milner, a.g.e.,s.367.

iyileşmeleri 1990'da Türkiye ve Kore dışında ülke kredibilitelerinin iyileşmesinde yeterli olmamıştır.⁶⁵

Gelişmekte ve gelişmiş olan birçok ülkede 1980 öncesi sermaye hareketlerini sınırlayıcı politikalar yaygın olarak uygulanmıştır. Sermaye hareketlerini engellemek amacıyla ülkeler, özellikle vatandaşlarının döviz bulundurmalarını yurt dışında döviz hesabı açmalarını, yabancı firma ve kuruluşların hisse senedi ve tahvillerini almalarını yasaklamakta veya sınırlamışlardır. Sermaye hareketlerinden kaynaklanan finansal işlemlerin vergilendirilmesi, yurtiçi tasarrufların yurtdışı varlıklara yönelmesini engelleyerek, yurtiçi tasarrufları yatırımların finansmanında değerlendirmek, yurtiçi yatırımların yabancıların kontrolüne girmesini engellemek gibi çeşitli sınırlamalar getirmişlerdir.⁶⁶

1980'lerin başından itibaren gelişmekte olan ülkelerin dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlamaları, bu ülkelerdeki kamu açıklarının hızla büyütürken, makro dengelerinin de bozulmasına neden olmuştur. Dünya genelinde bir ekonomik yavaşlama yaşanırken, uluslararası faizler de hızla artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret açıklarının artmasıyla yaşanan kriz daha da derinleşmiştir.⁶⁷ Gelişmekte olan ülkelerde bu dönemde, yurt dışından borçlanmak yerine doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını teşvik edici politikalar uygulamışlardır. Yaşanan krizler iktisadi politikalarda köklü değişikliklere yol açmıştır.

Birçok ülke, devletçi politikalardan vazgeçerek liberal politikalar uygulamaya başlamıştır. Gelişmiş ülkeler devletin ekonomideki rolünü azaltmışlardır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin de krizden kurtulmada kullanabilecekleri bir uygulama olarak görülmüştür.

Yaşanan ekonomik krizler sonrasında küreselleşmenin arttırılmasıyla da etkisiyle yapısal bir uyum sürecine giren gelişmekte olan ülkeler, bu sürecin bir sonucu olarak makro ekonomik dengelerini, açık ekonominin gereklerine göre yeniden kurmak

⁶⁵ Williamson John and Chris Milner, a.g.e., s.368.

⁶⁶ Kar M., Kara M. A., a.g.e, s.4.

⁶⁷ Kaya, Y. a.g.e, s.7

durumunda kalmışlardır. Kambiyo kontrolleri kısa sürede yada kontrollü kademeli olarak kaldırılmıştır.

Ekonomilerin dışa açılması ile büyüyen ticaret hacmi nedeniyle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke kaynaklarına daha fazla ihtiyaç duymaya başlamıştır. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin çoğu, ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmiş, mali piyasalarını kurup, geliştirmiştir. Yükselen piyasalar olarak nitelendirilen bu yeni piyasalar, sermaye girişi için cazip olanaklar sunarken, kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmıştır. Bu da sermaye hareketlerinin hem hacminin, hem de hızının artmasına neden olmuştur.⁶⁸

Gelişmekte olan ülkelerin yatırımların finansmanında yararlanmayı düşündükleri yabancı sermaye, her dönemde ve her ülkede sürdürülebilir bir süreç olmamış, bazı ülkelerde dönemler itibariyle yatırımları finanse etmekten çok ülkelerin mevcut koşullarını kullanarak spekülâtif kazançlar elde etmiş ve kısa vadede kazançlarıyla birlikte söz konusu ülkeleri terk etmiştir.⁶⁹

Uluslararası sermaye hareketlerinde 1990'lı yıllarda büyük artış gerçekleşmiştir. Bu artışta, ilk olarak gelişmekte olan ülkelerin, finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmesi ve finansal piyasalarının derinleşmesini destekleyerek yatırım imkanlarını arttırmış olmaları önemli olmuştur. İkinci olarak, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler dünya genelindeki yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini daha kolay bir hale getirmiş ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır.

Teknolojik gelişmeler bilgi edinmede kolaylık sağlamakla birlikte hız ve etkinlik sağlayarak yabancı yatırımcılar için farklı ülkelerde yatırım faaliyetini kolaylaştırmıştır.

1990'lı yıllardaki sermaye hareketleri, nedenleri açısından da 1970'li yıllardan farklıdır. 1990'larda sermaye hareketlerinin ana unsuru ve bu hareketleri hızlandıran etken, 1980'li yıllara benzer biçimde ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki

⁶⁸ İnandım Ş., a.g.e, s. 22

⁶⁹ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.12

denge-sizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye hareketleridir.

1970’lerde petrol krizi sonrasında birikimli olarak yükselen “petro dolar” fonlarının uluslararası finans sistemine yeniden sokulması zorunluluğu, gelişmiş ülkelerin faiz oranları düşerken gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının artması gibi birçok faktör sermaye hareketlerine neden olmuştur. Finansal piyasaların birbirine entegre olmasıyla ülkeler resmi kanallardan doğrudan borçlanmak yerine uluslararası piyasalardan borçlanmayı tercih etmişlerdir. Bunun sonucunda, uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerin makro denge-sizlikleriyle bağlantısı zayıflamış ve gelişmekte olan ülkelerin Bretton Woods sistemindeki aksine uluslararası piyasalara girebilme olanakları genişlemiştir.⁷⁰

Tablo 4:Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Net Özel Sermaye (Milyar USD)

Gelişmekte Olan Ülkeler Toplam	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	45,4	153,8	130,3	173,1	152,3	181,6
Doğrudan Yatırımlar	18,6	28,4	31,6	48,9	61,3	71,7
Portföy Yatırımları	18,3	36,9	47,2	89,6	50,4	37,0
Diğer**	8,5	88,5	51,5	34,6	40,6	72,9
Asya Toplam	25,5	47,8	30,8	70,0	81,8	105,9
Doğrudan Yatırımlar	9,4	14,3	14,4	32,7	41,9	52,4
Portföy Yatırımları	-0,9	2,9	9,8	23,8	16,0	18,5
Diğer**	17,0	30,6	6,6	13,5	23,9	35,0
Latin Amerika Toplam	17,4	11,2	12,8	13,9	17,7	17,1
Doğrudan Yatırımlar	6,6	11,2	17,8	5,6	17,4	10,0
Portföy Yatırımları	17,4	11,4	17,8	51,6	17,4	10,0
Diğer**	-6,6	1,5	24,0	-1,2	13,4	21,8

Kaynak: İnandım Ş. **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru etkileşimi: Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, 2005 s.71

⁷⁰ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.14.

*Afrika, Asya, Ortadoğu, Avrupa, Latin Amerika ülkeleri.

**Kısa ve uzun vadeli ticari krediler, özel bankalardaki hesaplar ve diğer borç alacak hesapları

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu sonucunda arbitraj kazancı kovalayan bu sermaye büyüklüğü, 1990'larda artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına yönelirken, yapı olarak da daha seçici, daha kısa vadeli, daha hareketli, daha tedirgin ve daha spekülâtif bir niteliğe kavuşmuştur. Söz konusu spekülâtif sermaye, sermaye girişinin olduğu ülkelerde hem ulusal paraların aşırı değerlenmesine hem de döviz rezervlerinde aşırı birikime yol açmıştır. Sermaye, sermaye hareketlerindeki serbestleşmeyle sağlanan bürokratik kolaylıklar sayesinde bir ülkeye çok kısa bir sürede girebildiği gibi yine aynı hızda çıkabilme imkanına sahiptir ve riski çok yüksek olarak algılanmamaktadır. 1990 sonrasındaki yaşanan krizler sermaye hareketlerinin hem nedenlerinin hem de olası sonuçlarının anlaşılması açısından önem taşımaktadır.⁷¹

1.5. SICAK PARA

Sıcak para uluslar arası sermaye hareketlerinin önemli bir parçasıdır. Ödemeler dengesinde bir yıldan kısa vadeli sermaye hareketleri genellikle sıcak para olarak nitelendirilirler. Arbitrajı fırsat bilerek, iç ve dış faiz oranları farklılıkları ve kurlardaki değişme beklentileri ile ülkeyi anında terk edebilme eğilimine sahip olan para şeklinde de tanımlanabilir.

Ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi, piyasaların küresel ölçekte eklemlenmesi sonucunda oluşan finans ortamında finansal kurumların temel niteliğinin yitirilmiş olması, uluslararası düzeyde bir oynaklığın (volatilitenin) ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur. Bu süreçte finans piyasaları kaynakların uzun vadeli riskleri ve kazançları yansıtan doğru aktif değerleri (fiyatlar) yoluyla tasarruf ve yatırım kararlarını uyumlu hale getiren aracılık işlevinden uzaklaşmış, yanlış, çoğu kez de aşırı oynak aktif değerlerinin (fiyatlarının) yada buna ilişkin beklentilerin sürüklediği kısa vadeli, spekülâtif sermaye hareketlerinin oyun alanı haline gelmiştir.⁷²

⁷¹ İnandım Ş., a.g.e. s.14.

⁷² Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.34.

Sıcak para, çoğunlukla ülkeye geldiklerinde spekülâtif amaçlıdır. Sıcak para kısa vadeli sermaye akımlarının ve portföy yatırımlarının tümünü kapsamaz. Ticari krediler dış ticaretin finansmanını sağladığından sıcak para tanımına dahil değildir. Portföy yatırımlarının da tahvil ihracı dışındaki kısmı, ve net hata ve noksan kalemi tanıma dahil olabilir. Net hata ve noksan kalemi yerli kökenli kayıt dışı sıcak para olarak nitelendirilebilir. Kısaca hisse senetleri, kısa vadeli borç senetlerine yönelen portföy yatırımları ve banka ve diğer özel aktörlere açılan kısa vadeli kredilerden, banka mevduatında veya banka dışı diğer varlıklardaki değişimlerden oluşur.⁷³

Getiri oranında değişimlere yol açan olaylara diğer piyasalardan çok daha çabuk tepki veren finansal piyasalarda, portföy ve kısa vadeli yatırımların yönü, yatırımcılar tarafından ekonomik esasların ve diğer faktörlerin dikkate alınmasıyla belirlenir. Yatırım kararı verirken, yatırımcılar vergi sonrası kara, yatırımı tekrar dövize çevirebilecekleri döviz kuruna ve parayı geri çeviremeyebilecekleri riskine odaklanırlar. Yatırımcıların en önemli amaçlarından biri, rakiplerinden önce karlı piyasaları belirleyebilmektir.

Özellikle yatırım ve tasarruf yetersizliği çeken gelişmekte olan ülkeler yaşadıkları sorunları sıcak para girişleri ile aşmaya çalışmışlar, ancak iç dengelerindeki hassas yapı dış şoklardan kolayca etkilenmelerine ve bir kriz riskiyle karşı karşıya kalmalarına yol açmıştır. 1990'lı yıllardan itibaren pek çok ülke bu finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Meksika (1994), Asya (1997), Rusya (1998), Brezilya (1999), Türkiye (1994 ve 2000-2001) ve Arjantin (2001) bu tip krizleri yaşayan ülkelerdir. Bu ülkelerin ortak noktası ise hepsinde de sabit kura dayalı bir politika uygulanmış olması ve Asya ülkeleri dışındaki diğer ülkelerin çoğunda cari açıklar, mali açıklar, kamu açıkları ve enflasyon gibi makroekonomik temellere dayalı problemlerin var olmasıdır.⁷⁴

⁷³ Akman, İ., **Türkiye’de Finansal Liberalleşme ve Şubat 2001 Krizi**, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üni., S.B.E., 2003, s.21

⁷⁴ Kara M., Karar M. A., a.g.e., s.6.

Tablo 5: Bölgeler itibariyle Yükselen Piyasalara Net Sermaye Akımları (milyar \$)

	2004	2005	2006e	2007 f
Özel Sermaye Akımları	345.1	518.1	552.9	544.9
Latin Amerika	40.8	70.9	40.4	54.9
Avrupa	130.7	204.0	228.2	236.1
Afrika/ Orta Doğu	7.7	25.2	29.2	30.9
Asya/ Pasifik	165.8	218.1	254.5	223.0
e= hesaplama, f= IIF tahmin				

Kaynak: <http://www.iif.com/press/press+32.php>(Jul 2007).**Tablo 6:** Yükselen Piyasa Ekonomileri Dış Finansmanı Son yıllarla ilgili veri ve Tahminleri(Milyar \$)

Uluslar arası Finans Kurumu-IIF			Mayıs 31, 2007		
Yükselen Piyasa Ekonomileri Dış Finansmanı(milyar \$) son yıllarla ilgili veri ve tahminler					
	2003	2004	2005	2006e	2007f
Cari Hesap dengesi	126,0	159,3	272,4	378,5	385,9
<u>Net Dış Finansman</u>					
Net Özel Sermaye Akımları	233,4	345,1	518,1	552,9	544,9
Net varlık yatırımları	137,3	192,1	257,4	218,0	235,7
Net Direkt varlık yatırımları	102,4	153,7	201,7	167,3	193,8
Net Portföy varlık yatırımları	35,0	38,5	55,7	50,8	41,9
Net özel kreditorler	96,0	152,9	260,8	334,8	309,2
Ticari bankalar, net	31,7	61,1	141,0	198,4	173,2
Banka olmayan ödünçler, net	64,4	91,8	119,8	136,4	136,0
<u>Resmi Akımlar, net</u>	-20,8	-17,0	-61,9	-64,4	1,3
IFIs	-5,8	-15,3	-40,3	-32,5	2,1
İki taraflı kreditorler	-15,0	-1,7	-21,6	-31,8	-0,8
Yerleşik ödünçleri/diğerleri ¹	-69,4	-88,9	-286,1	-306,0	-263,3
Rezervler(- = artışlar)	-269,1	-398,3	-442,5	-561,0	-668,8
e.= hesaplama, f=tahmin 1= net ödünçler,parasal altın, hata ve ihmalleri içerir.					

Kaynak: <http://www.iif.com/press/press+32.php> (Jul 2007).

1.6. SERMAYE HAREKETLERİ VE FİNANSAL KRİZLER

1970 öncesi dönemlerde gelişmekte olan ülkeler ithal ikameci politikalar izlemiş ve dış finansman ihtiyaçlarını büyük ölçüde devletten devlete yardımlarla ve uluslararası resmi kuruluşların desteği ile karşılamışlardır. Bu dönemlerdeki krizler genellikle döviz darboğazlarından ve üretim için gerekli ithalatın yapılamamasından kaynaklanmıştır. Ekonominin dış dengesinin sağlanabilmesi için IMF destekli kısa vadeli istikrar programları uygulanmış, para ve maliye politikaları dengelenerek döviz kuru ayarlamaları yapılmıştır.⁷⁵

1980'li yıllara gelindiğinde söz konusu ülkelerin büyüme performanslarını sürdürebilmeleri için, dış kaynaklara olan gereksinimleri artmış ve değişen koşullarda ödemeler dengesi krizleri yerini borç krizlerine bırakmıştır. Küreselleşme olgusuyla beraber bu ülkeler, dünya ile bütünleşmek ve uluslararası finansal piyasalar yoluyla daha fazla kaynak elde edebilmek amacıyla önce cari işlemler bilançosunun daha sonra da sermaye hareketlerinin konvertibilitesini gerçekleştirmişlerdir.⁷⁶

1994 - 1995'te yaşanan Meksika pezo krizi ve 1997'deki Asya finansal krizi ile sermaye çıkışının yarattığı kırılganlık daha da önemli hale gelmiş ve sermaye hareketlerinin özellikle de ani sermaye çıkışlarının ülkeleri krize götüren süreçteki rolünü, önceki dönemlerle karşılaştırıldığında daha da arttırmıştır.

20. yüzyıldaki sermaye hareketlerinin krizlere neden olma potansiyeli 19. yüzyıla göre daha yüksektir. 19. ve 20. yüzyıldaki küreselleşme evreleri arasındaki en önemli fark; 19. yüzyıldaki küreselleşmenin reel bir mal ile, altın standardında düzenlenmesi; 20. yüzyıldaki küreselleşmenin ise ulusal paraların değişim değerlerine duyarlı olması ve ulusal paraların değişim değerlerinin altın veya benzeri hiçbir mal tarafından desteklenmeyen, nominal büyüklüklerden ibaret olmasıdır.⁷⁷

⁷⁵ Celasun M., **Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001**", Doğu Batı Dergisi, 4 (17), 2001, s.161.

⁷⁶ Kara M, Kar M.A., a.g.e, s.4.

⁷⁷ İnandım, Ş.,a.g.e., s.15.

Son dönemlerdeki para krizleri daha derin ve toplumlar için çok maliyetli olmuştur. Sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu bir dünyada gelişmekte olan ülkeler arasındaki uluslararası portföy dağılımlarında en küçük değişiklikler bile sermaye hareketlerinde geniş çalkantılara sebep olmaktadır. Bu hareketlerdeki ani değişiklikler ülkelerin döviz kuru ve/veya faiz oranları ayarlamalarını artırmasına neden olurken, çok hızlı bir şekilde çıkan sermaye, ülkelerin kredibilitesi için tehlikeli bir döngü yaratmaktadır. Gelişmekte olan ülke açısından sermaye girişi dışsal bir finansal şok niteliği taşımaktadır. Yüksek miktarlarda borcu olan ülkeler için bu şoklar her ne kadar olumlu bir durumsa da, ülkeye giriş yapan sermayenin dönerselliği bu olumlu gelişmenin geçici olacağı yönünde bir risktir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin belli bir dönem sonunda geri dönebileceği olasılığı da hesaba katılmalıdır.⁷⁸

Sermayenin ülkeleri terk etmesi sürecinde, makro ekonomik politikalarda önemli düzeltmeler yapılması gerekirken, sermaye çıkışının yaşandığı ülkelerde gerekli düzenlemelerin yapılmasının gecikmesi veya yetersiz kalması, belirsizlik ortamını körüklemiş ve söz konusu ülkelerin risk derecesini artırmıştır. Sonuç olarak, çok büyük miktarlarda sermaye, yükselen piyasalar olarak adlandırılan ve geçmişte yatırım için çok cazip olanaklar sunan bu ülkeleri terk etmiştir. Yaşanan sermaye çıkışı sonrasında söz konusu ülkelerin uluslararası rezervleri çok düşük ve tehlikeli seviyelere gerilemiş ve ulusal paraları reel olarak aşırı değerli hale gelmiştir. Tüm bu gelişmeler sonrasında sermaye çıkışlarının yaşandığı ülkeler farklı derecelerde krizler yaşamış, sabit döviz kuru uygulamalarından vazgeçerek ülke paralarını dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır.⁷⁹

⁷⁸ İnandım Ş. a.g.e., s.22.

⁷⁹ İnandım Ş.a.g.e, s.15.

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN YABANCI SERMAYE GEREKSİNİMİ VE KÜRESEL KRİZLER

2.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin yöneldikleri ülke ekonomisine olumlu katkılarının yanı sıra olumsuz etkilerinin de olabileceği söz konusudur. Yabancı sermaye girişlerinin etkin yönetimi, diğer bir deyişle olumlu etkilerinin maksimizasyonu ve olumsuz etkilerinin minimizasyonu oldukça karmaşık bir konu olup, ilgili ülkelerin politik ve kültürel yapıları, kalkınma planları, piyasa koşulları ve kurumsal yapılarıyla yakından ilgilidir. Ülkelerarası farklılaşmalar da, yabancı yatırımların etkin yönetiminde kullanılabilecek olan politikaların değişebileceğini ve dolayısıyla genel bir yaklaşım olmayacağını ortaya koymaktadır.⁸⁰

Özel yabancı sermaye; doğrudan yabancı sermaye yatırımları (direkt yatırımlar) ve portföy yatırımları olarak ikiye ayrılır⁸¹. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye ile birlikte sermayeye eklenen kârlar, makine – teçhizat, lisans – patent, teknik bilgi (know how) gibi entelektüel sermayeyi içerir. Yabancı firmaların diğer ülkelerde kârlı alanlarda firma kurmaları veya mevcut bir firmayı satın almaları şeklinde gerçekleşmekte ve yatırımın yönetim ve denetimi yabancıların elinde bulunmaktadır. Portföy yatırımları ise sermaye sahiplerinin faiz geliri ve temettü elde etmek için menkul kıymetlere yatırım yapmaları, daha yüksek faiz geliri ve temettü veren alanlara hareketidir. Direkt yatırımlar portföy yatırımlarından farklı olarak, ülkelerarası sermaye transferinin piyasa işlemi olmaksızın bir ülkeden diğerine aktarılmasıdır. Başka ülkelerde yatırım yapmayı uyaran factor; yüksek gelir sağlamak, lehte vergi indirimleri gibi yüksek kazançları elde etmek ve riski farklılaştırmak, bölmektir.⁸²

⁸⁰ Alp, A., a.g.e, s.226.

⁸¹ Bannock Graham & R.E. Baxter & Ray Rees, **The Penguin Dictionary of Economics**, Great Britain Penguin Books, Second Edition, 1978, p.18.

⁸² Karluk Rıdvan, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Katkısı**, s.96
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>

Bir yandan ekonomik büyüme ve talebi harekete geçirmek amacıyla sermaye akımlarına izin verilmesi, diğer yandan da bunların getirebileceği istikrarsızlıkların önlenmesi, politik bir seçim konusunu oluşturmaktadır. Bu nedenle sermaye akışlarını hızlandıran etkenlerin dikkate alınması gerekmektedir. Sermaye akımlarındaki artış, ülkedeki rekabetin ve verimliliğin artması ile oluşan sürekli bir iyileşmenin etkisi ile sağlandığında bunların istikrarlandırıcı rolleri çok daha fazla olabilmektedir.⁸³

Günümüzün küreselleşen dünyasında gerek sanayileşmiş ve gelişmesini tamamlamış ülkeler, gerekse gelişme yolunda olan ülkeler yabancı sermaye olarak ifade edilen yabancı özel doğrudan sabit sermaye yatırımlarını kendilerine çekebilmek için büyük çaba harcamaktadırlar. Bunun sebebi, yabancı sermayenin bu ülkelerin ekonomilerine sağlamış olduğu sermaye (dış kaynak), yeni teknoloji, modern know-how, yönetim becerisi (management), pazarlama katkısı ve ihracat imkanı gibi yararlarıdır. Türkiye gibi gelişme yolunda olan ülkelere ekonomik sorunların başında “kaynak yetersizliği” gelmektedir. Çünkü, ekonomik kalkınma için yatırım yapılması bir zorunluluktur. Yatırım olmadan kalkınma (gelişme) sağlanamaz, üretim artmaz. Bu sebeple yatırımlar ekonominin kalkınma sürecinde büyük bir öneme sahiptir.⁸⁴

Kısa vadeli ve spekülatif bir kimliğe bürünen uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelen parçasının, hacim olarak hızla artmış olmasına karşılık, kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığı, tersine istikrarsızlığı besleyerek öngörülenin aksi yönde etkiler yarattığı da öne sürülmektedir. Bu durumda karakteri değiştiği vade boyutunun daraldığı öne sürülen uluslararası sermaye akımının bu süreçte edindiği oynaklığı gelişmekte olan ülkelere taşıyarak bu ülkelere gözlenen istikrarsızlığın ve giderek finansal kriz potansiyelinin önemli bir kaynağı haline geldiği savı sınanması gereken bir hipotez haline gelmiştir.⁸⁵ Bu bağlamda en az riskli ve yöneldiği ülke ekonomisine pozitif katkılarından dolayı doğrudan yabancı sermaye yatırımları en çok istenilen yabancı yatırım özelliğini taşımaktadır.⁸⁶ Diğer taraftan gerek portföy yatırımlarından ve gerekse kısa vadeli sermaye hareketlerinden optimum bir şekilde yararlanabilmek için gelişmiş bir sermaye

⁸³ Aslan, N., a.g.e., s.97

⁸⁴ Karluk R., a.g.e., s.98.

⁸⁵ Berksoy, S., a.g.e., s.35

⁸⁶ İnandım Ş., a.g.e., s.21

piyasaının yanı sıra bütçe açıklarından uzak bir mali sistem, kontrol altına alınmış bir enflasyon ve iyi işleyen bir finansal sektörün gerekliliği şarttır.⁸⁷

Yurtiçi üretim, tüketim, tasarruf, yatırım ve dış denge uluslararası sermaye akımının büyümeye etkisi, akımın yatırımları ve/ veya tüketimi finanse etmesi ile doğrudan ilişkilidir. Sermaye akımının yöneldiği ve sıkı maliye politikası ile yapısal reformlar uyguladığı ülkelerde, sermaye akımının hızlanması üretimde artışa yol açmakta, sermaye girişi ekonomide arz ve talepte arttırıcı etkiler oluşturmaktadır. Ancak üretim ve tüketime etkisi aynı oranda olmamaktadır. Talep yönünden tüketim artış hızının üretim artış hızını geçmesi, ithalatı arttırıp cari işlemler dengesi açıkları oluşturabilir. Kısaca sermaye girişi daha çok tüketimi finanse edip tasarrufları düşürebilir.⁸⁸

Kamu kesimi açıklarının yabancı sermaye girişi ile finanse edilmesi, ülkeyi ileriki tarihlerde içinden çıkılmaz borç yükü altına sokmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için en önemli sorun söz konusu sermayenin kamu kesimi borçlarını karşılamak için kullanılıp kullanılmadığıdır. Sıkı bir para ve kredi politikası izleniyor ve bu nedenle yurt içi yerleşiklerin para talebinin artması sermaye akışına yol açıyorsa, para arzının büyümesindeki değişiklik çok fazla olmayacaktır. Hatta sermaye girişi yurt içi aktiflere yönelik para talebini yurtdışı aktiflere yönelik olarak değiştirebileceklerdir.

Sermaye akımının para arzını genişletme etkisini engelleyen bir diğer etken ise cari işlemler açığındaki genişlemedir. Buna karşın bazı ülkelerde cari işlemler açıkları dengesizlikleri küçük kalmıştır. Bu ülkelerde para arzındaki büyümenin sermaye akımlarından temelde çok etkilenmemesi sıkı para politikasından kaynaklıdır.⁸⁹

Yabancı sermayenin bir ülkeye girişi ile birlikte döviz girdisi sağlamasından dolayı ödemeler dengesi üzerinde olumlu etkisi söz konusudur. Ödemeler dengesi üzerine ortaya çıkan bu olumlu etkinin süreklilik kazanabilmesi için, yabancı sermayenin uzun dönemde döviz kazandırıcı özelliğinin devam etmesi gereklidir. Aksi takdirde

⁸⁷ Muhsin K., a.g.e., s.3

⁸⁸ Toron Varol, **Uluslararası Sermaye Hareketleri, Küreselleşme ve Kriz**, Marmara Üni. S.B.E., 1999, s.103

⁸⁹ Toron V.a.g.e.,s.106

yatırımların ithal girdilere bağımlı olması ve transferlerin getirilen sermayeyi aşması durumunda olumsuz etkiler doğurur.⁹⁰

Serbest kur sistemi uygulayan ülkelerde sermaye akımlarının ödemeler dengesi üzerindeki ilk etkisi olumludur. Ancak daha sonra cari işlemler açıkları hızla artmakta ve bu açıklar sermaye akımları ile kapatılmaktadır. Önemli olan ülkeye gelen sermayenin ihracat potansiyeli oluşturacak alanlara aktarılmasıdır.

Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerde, bu hareketleri oluşturan fonların kar güdüsünü izleyerek bu ülkeleri seçmesinin altında yatan en önemi neden, kendi ülkelerine ve dünya faiz oranlarına göre faiz oranlarındaki farklılıktır. Aynı şekilde hisse senetlerine de oluşan büyük talep nedeniyle, bunların da fiyatları artmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinden beklenen tüm reel kazançların gerçekleştiğini söylemek güçtür. Zira küreselleşme dinamiklerinin sermaye hareketlerinin karakteri ve yönelimine getirdiği yeni özellikler, finansal piyasalarda yarattığı etkileşimler ve ulusal ekonomilerin makro istikrarında yarattığı sorunların etkin ve verimli yatırım ortamını bozucu etkiler de doğurduğu bilinmektedir.⁹¹ Uygulanmakta olan para ve maliye politikalarının etkinliği sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri nedeniyle azalmaktadır.

Sıkı para politikası, açık bütçe ve iç borçlanma, düşük yurtiçi tasarruf oranları, spekülasyon faaliyetleri ve makro dengesizliğinin etkisiyle yükselen faiz hadleri, döviz kuru değişimlerine uzun süre olanak vermemekte ve dış açık, yüksek faiz-spekülasyon kar beklentisiyle içeri giren fonlar sayesinde sürdürülmektedir.

Faiz oranları makro ekonomik dengelerin kurucusu olma işlevini yitirmektedir. Harcamaların kısılması için para arzı kısılarak faiz haddi yükselmekte ve makroekonomik denge sağlanmaktaydı ancak fon akımlarının serbest olduğu ortamda faiz oranlarını kullanarak harcamaların kısılması politikası etkisizleşmiştir. Faiz oranları yatırım düzeyi ve kesimler arası dağılımı düzenleme işlevini yitirerek, cari işlemler açıklarına neden

⁹⁰ Yased, **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler** (İnceleme Yarışması). İstanbul: 1988. s.100.

⁹¹ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.32.

olmuş, yatırımların duraklaması pahasına, cari açıkları sermaye girişiyle kapatabilmek için, yüksek faiz hadleri bir araç olmuştur. Finansal piyasaların serbestleşmesi, para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Para piyasalarının darlığı nedeniyle, ülkeye giren sermaye akımları önemli etkilere sahip olmaktadır. ⁹²

Ulusal ekonomilerin dünya ekonomisindeki gelişmelere karşı daha duyarlı hale gelmeleri en çok finans ve döviz piyasalarındaki duyarlılıkta ortaya çıkmaktadır. Örneğin uluslararası faiz farklılaşmalarının yarattığı etkileşim, finans piyasaları aracılığı ile kolaylıkla ulusal ekonomiye taşınabilmekte ve bu düzeyde makroekonomik değişkenleri etkilediği gibi, döviz piyasası ve döviz kuru üzerinde de yansımalar yaratabilmektedir. Bu tür etkilerin bileşkesi bir yandan ekonominin temel dengelerinin bozulmasına ve istikrarsızlığa yol açarken bir yandan da iktisat politikalarının, örneğin para politikasının, hareket alanını kısıtlayarak, etkinliğini azaltmaktadır.

Dünya faiz oranlarında bir düşme olması borç alan ülkedeki gelir ve ikame etkileri yaratmak suretiyle bir tüketim genişlemesine ve buna bağlı olarak dış dengenin bozulmasına, cari işlemler açığının büyümesine yol açmaktadır. Söz konusu süreçte gelir etkisi, düşen faizin dış borçların bugünkü değerini azaltmasından kaynaklanmaktadır. İkame etkisi ise, düşen faizin borçlanmayı ucuzlatarak, gelecekteki tüketimin bugünkü tüketimle ikame edilmesini, yani tüketimin arttırılmasını özendirilmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Gelir ve ikame etkileriyle tüketim harcamaları artışı özendirilirken, faiz düşüşünün yatırım harcamalarını arttırması sonucunda ulusal ekonomide tasarruf- yatırım açığı büyümekte ve bu, dış ödemelerde cari işlem açığını büyütmektedir. Bu süreç enflasyonu körüklerken ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmakta ve adeta kendisini besleyen bir istikrarsızlık dinamiğinin tetiğini çekmektedir. ⁹³

Dünya ekonomisinde bir faiz düşüşü, artan tüketim talebi ve görece düşük faizin nakit tutmayı ucuzlatması sebebiyle para talebinin ve reel balans büyüklüğünün şişmesine neden olacaktır. Bu sürecin sonunda da cari işlemler açığı büyüyecek ve ulusal para aşırı değerlenecektir.

⁹² Toron V. a.g.e, s,109

⁹³ Toron V., a.g.e. ,s.36

Borçlanmanın maliyetinin azalması yani, uluslararası faiz düşüşünün bir faiz farklılaşması yaratması sonucunda artan sermaye girişi ulusal ekonomide makro dengeleri bozarak istikrarsızlık üretmektedir. Bu tür istikrarsızlık potansiyelinin kontrol altına alınabilmesi ise sermaye girişinin zorladığı parasal genişlemenin sınırlanabilmesine, yani ulusal para otoritesinin sterilizasyon kapasitesi ve becerisine bağlıdır. Sermaye girişinin sürmesi sterilizasyon sınırına ulaşılmasına rağmen sürececek olursa, parasal genişleme kaçınılmaz olmakta ve makroekonomik bozulma en uç noktasına taşınarak, ekonomik potansiyel bir finans ve döviz krizine sürüklenmektedir.⁹⁴

Sürecin ana unsurunu, ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye –sıcak para– akımları oluşturmaktadır. “Sıcak paranın” iktisat yazınında genel kabul gören kesin bir tanımı olmamasına karşın, “spekülatif”, “kısa dönemci” ve “aşırı dalgalanma ve akışkanlık” gibi unsurlar içerdiği; ve yol açtığı iktisadi istikrarsızlıkların da özü itibarıyla bu öğelerden kaynaklandığı bilinmektedir. Söz konusu istikrarsızlıkların odak noktası, kısa dönemli yabancı sermaye bolluğunun neden olduğu döviz kurunda ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusudur. Sıcak para akımları, ulusal piyasalardaki görece yüksek reel faize yönelirken, kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Böylece ithalat malları ucuzlarken, ihracatçı sektörler gerilemekte, cari işlemler açığı da büyümektedir. Bu koşullarda sağlanan iktisadi büyüme ise dışa bağımlı ve yapay bir nitelik göstermekte ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla ani bir çöküntüye uğrayabilmektedir. Uluslararası finansal sermayenin kısa vadeci akışkanlığının bir diğer sonucu da Merkez Bankaları açısından bağımsız bir para faiz ve döviz kuru politikası izleme olanağı bırakmamasıdır. Uluslararası sermaye hareketlerine denetimsiz olarak tamamıyla açık olan bir ekonomide artık faiz ve döviz kuru birleşerek tek bir finansal unsura dönüşmekte ve stratejik yatırım ve ticaret hedeflerini içeren bağımsız bir kalkınma stratejisi izleme olanağı kalmamaktadır.⁹⁵

⁹⁴ Toron V., a.g.e., s.37

⁹⁵ Yeldan, E., a.g.e., s.2.

2.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN YABANCI SERMAYE GEREKSİNİMİ

İktisadi kalkınma olgusunu, hızlı büyümenin bir uzantısı olarak, “uluslararası iş bölümünde daha yüksek bir konuma ulaşma ve yaşam kalitesinin yükselmesi” şeklinde tanımlayabiliriz. Bu genel yaklaşım altında, Adelman ve Yeldan iktisadi kalkınmanın gerçekleşmesi için şu beş olgunun altını çizmektedir:

1. Sürdürülebilir büyüme,
2. Üretim ve tüketim kalıplarının yapısal değişime uğraması,
3. Teknolojik ilerleme,
4. Sosyal, siyasi ve kurumsal modernleşme,
5. Yaşam standartlarında geniş çaplı iyileşme.⁹⁶

Bir ülkede ekonomik kalkınmanın temel şartı ülke kaynaklarından elde edilen tasarrufların kullanılması ya da ulusal tasarrufların yetersiz olması durumunda yabancı tasarrufların çekilmesi tasarruf açığının tamamlanmasıdır. Bu da dış borçlanma, dış yardımlar veya yabancı sermaye girişi ile gerçekleşebilmektedir. Dış kaynaklar yani dış tasarruflar bazen iç tasarruflar yeterli de olsa gerekmede, yatırım malları ithali için gerekli döviz gereksinimini karşılamaktadır.⁹⁷ Dış yardımların her zaman temini mümkün olmamakta, yabancı sermayenin gelmesi ekonomik ve siyasi istikrar, sağlanan vergi avantajları ve sermayenin geri dönme ve kar transferinin güvence altında olması gibi belli koşullara bağlı olmaktadır. Portföy yatırımı ve teknoloji transferi de yapan direkt sermaye şeklinde gelen yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf açığını, dolayısıyla da sermaye açığını gidermede büyük etkisi vardır.

Dünyada tasarruf açığını yabancı tasarruflarla kapatarak gelişme kaydeden pek çok ülke bulunmaktadır. ABD’nin sermaye teşekkülünü %10 sermaye ithaliyle finanse ettiği ve yine 1897- 1906 döneminde Japonya’nın iç yatırımlarının %30’unu sermaye ithaliyle finanse ettiği görülmektedir. Fransa ve Almanya sanayileşmelerinin ilk

⁹⁶ Yeldan E., a.g.e., s.4

⁹⁷ Altuğ F.N., Gelişmekteolan Ülkelerde., a.g.e., s.4

dönemlerinde borçlanmaya gitmişlerdir. Sermaye ithali Kanada, G.Afrika, Avustralya, Yeni Zelanda, İskandinav ülkeleri ve Arjantin için önemli roller üstlenmiştir.⁹⁸ .

Küresel tasarrufların yaklaşık %80'i az sayıdaki yüksek gelirli ülkeler, bunun üçte ikisi de gelişmiş yedi ülke (G-7) tarafından gerçekleştirilmektedir. Dünya üzerindeki ülkelerin büyük çoğunluğunu oluşturan gelişmekte olan ülkelerin yapabildiği %20'lik tasarruf ise bu ülkelerin genel refah artışı, servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi, konut-haberleşme, altyapı ve insan gücü kaynaklarının geliştirilmesi gibi kalkınma amaçlarının gerçekleştirilebilmesi için yeterli olamamaktadır.⁹⁹

Finansal dışa açılma sonucunda ülkeye gelen yabancı sermaye yurtiçi yatırımların artmasına neden olacaktır. Ayrıca yabancı sermaye, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır. Finansal dışa açılmanın doğrudan faydaları yanında dolaylı olarak da faydaları vardır: Öncelikle yabancı sermaye bilgi taşması etkisi yaratacak, kaynak dağılımı etkinliğini arttıracak ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal finans piyasalarını güçlendirecektir.

Finans piyasalarının küreselleşmesi İkinci Dünya Savaşı sonrasında yaşanan önemli gelişmelerden birisidir. Küreselleşme ile fon fazlası olanlarla bu fonları kullanmak isteyenler arasındaki bağlar çeşitlenmiş ve ilişkiler yoğunlaşmıştır. Uluslararası finans piyasalarında işlem yapma olağanlaşırken yeni dışa açılan ülkelerin iç finansal piyasalarına giriş çıkış da kolaylaşmış ve hızlanmıştır. Çeşitli ülkelerdeki finansal kurumlar, yabancı ülkelerde giderek artan oranlarda finansal yatırım faaliyetlerinde bulunmakta ve dünya finans piyasaları çerçevesinde yatırımcılara getirisi daha yüksek ve riski daha düşük olanaklar sağlamaktadır. Finansman ihtiyacının yerel piyasalarda karşılanamadığı durumlarda, uluslararası piyasalarda oluşan büyük miktardaki fonlar bu ihtiyaca cevap vermektedir.¹⁰⁰

1980'li yıllardan sonra uluslararası sermaye hareketlerinin resmi sermaye akımlarından özel sermaye akımlarına doğru kayması sağlıklı bir gelişme olarak

⁹⁸ Altuğ F. N., Gelişmekteolan...,s.15

⁹⁹ Efe B., a.g.e., s.20

¹⁰⁰ DPT, 'Dünya Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu' Yayın No: DPT:2375 ÖİK:440, Ocak 1995, S.22

nitelendirilebilir. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, sermayenin yüksek getiriye sahip olduğu az gelişmiş ülkelere kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini arttıracaktır. Gelişmiş ülkelere doğru ortaya çıkacak özel yabancı sermaye akımları, yatırımları ulusal tasarruflar ile kısıtlanmış az gelişmiş ülkelerdeki emek faktörü içinde faydalı olmaktadır.¹⁰¹

Bir politika rejimi olarak “financial repression”-finansal baskılama, bankalara büyük rezerv gereksinimi empoze eden, banka davranışları üzerinde geniş yasal sınırlamalara ilaveten banka endüstrisinde rekabette uygulanan sınırlamalar, ve banka portföylerinin kompozisyonuna uygulanan sınırlamalardan meydana gelen bir takım şekliindedir¹⁰². Bunlar; bankacılık sistemine girişe getirilen bariyerler, ve bankalarda kamu mülkiyeti, bankaların varlıklarının bir oranını devlet enstrümanlarına yatırma mecburiyeti getiren likidite rasyosu kadar ödünçlerin ihracat ve tarım gibi produktif sektörlere yönlendirilmesi gibi empozelerdir.

İç liberalizasyon ulusal faiz oranları ve bankacılık sektörü üzerindeki düzenlemelerin kaldırılması anlamına gelirken dış liberalizasyon sermaye hareketlerine uygulanan sınırlamaların kaldırılması anlamındadır. Devlet müdahalelerinin yol açtığı çarpıtıcı etki büyüyen sayıda ülkenin ulusal finansal sistemlerini ve döviz kurlarını liberalize etmeye teşebbüs etmelerine yol açmıştır. 1970’lerin sonlarında bu konuda geniş bir literatür oluşmasına neden olan Latin Amerika ülkelerinin ekonomik liberalizasyon uygulamalarını 1980’lerin ikinci yarısı ve 1990’larda artan sayıda gelişmekte olan ülke izlemiştir¹⁰³. 1980’lerin ikinci yarısı ve 1990’ların başlarında görüşün genişlemesi açık bir konsensusa ulaşılmasına neden olmuş, “Washington consensus”u olarak adlandırılmış, IMF, Dünya Bankası gibi Ulusüstü kurumlar kendileriyle çalışan gelişmekte olan ekonomilere liberalizasyonu dayatmışlar, dünyanın küreselleşmeden uzak alanlarını sistem içine çekmişlerdir.

¹⁰¹ Kula, F., a.g.e., s.142

¹⁰² Agénor Pierre-Richard, Peter J.Montiel, **Development Macroeconomics** , Princeton University Press , 1996, s.473

¹⁰³ Agénor Pierre -Richard, Peter J.Montiel, p.477

Finansal liberalleşme literatürünün temel öngörülerinden biri, finansal baskı altında bulunan ekonomilerde, ekonomik büyüme için gereksinme duyulan kaynakların, yurt içinden yeterince elde edilememesidir. Yüksek enflasyon, faiz oranları üzerine konulan sınırlamalar ve bunun sonucunda oluşan negatif faiz uygulamaları ve benzeri politikalar malî piyasaları baskı altına alarak, bu piyasaları kaynak sıkıntısı ile karşı karşıya bırakmaktadır. Mali piyasaları baskı altına alan bu ve benzeri iktisat politikalarından vazgeçilmesi ve kaynak dağılımında piyasa mekanizmasının daha belirleyici hale gelmesiyle, iktisadî kaynaklar da ihtiyaç duyulan alanlara doğru, daha etkin bir şekilde harekete geçirilebilir. Dahası kaynakların kullanımında etkinliğin sağlanması, rasyonel bir şekilde işleyen malî piyasaların varlığını gerekli kılar. Tüm bunların gerçekleşmesiyle, hem ekonomik faaliyetlerin önündeki malî engellerin kalkması ve böylece iktisadî faaliyetlerin artması, hem de kaynakların daha rasyonel işleyen malî piyasalar yoluyla verimli alanlara kanalize edilerek, pozitif ekonomik büyümenin gerçekleşmesi beklenir.¹⁰⁴

Faiz oranlarının serbest bırakılması sonucu tasarruflardaki artış bireylerin tasarruflarının büyük bölümünü finansal aktif olarak tutması ve likidite ihtiyacının azalması sonucunu doğurur. Bu tür bir ekonomide yatırımlar için gerekli kredilerin bulunması mümkündür. Ancak faiz oranlarındaki artış yatırım taleplerini olumsuz etkilese de ekonomide ödünç verilebilir fonların artışı yatırımlar ve ekonomik büyümeyi artırır. Burada önemli olan mevduat faiz oranının sermayenin marjinal verimlilik oranını aşmamasıdır. Aksi bir durumda girişimciler yatırım yapmak yerine tasarruflarını mevduat olarak değerlendirmeyi tercih ederler. İkinci olarak finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için iç ve dış kredi bulma olanaklarının artması durumunda mevcut bankacılık sistemi, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal araçlar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece, bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri, getirisi çok yüksek projelerin

¹⁰⁴ Günçavdı Öner, Küçükçiftçi Suat, ‘**Türkiye’de Finansal Liberalleşme Sürecinin başarımı ve mali kesim üzerine bir değerlendirme**’ ODTU Gelişme Dergisi, 29(1-2),2002, s.89 .

fonlanmasını sağlar.¹⁰⁵ Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır.

Küreselleşme bankalara ve finans yöneticilerine de farklı ülkelerde yaptıkları işlemlerle rekabet avantajı sunmaktadır. Örneğin global bankaların faiz oranlarını, kur farklarını, kredi ihtiyaçlarını merkezi olarak gözetleyerek uluslar arası finansal piyasa işlemlerine entegre olmakta, global mahiyette ve ücrete dayalı hizmetler sunarak büyük imkanlara ulaşmaktadır. Global bankaların yaptıkları bu işlemlerle de rekabet üstünlüğü sağlayan geleneksel kaynaklardan biri olarak bilinen mali kaynaklara sahip olma ayrıcalığı önemini hızla yitirmektedir. Artık mali kaynaklara sahip olmak şirketlere veya ulusal ekonomilere bir rekabet üstünlüğü sağlamamaktadır. Küreselleşme ile birlikte yeterli kaynaklara sahip olmayan ekonomilerin ve şirketlerin ekonomik açıdan cazip yatırımları gerçekleştirmede uluslararası piyasalardan kaynak temin edebilmeleri çok kolaylaşmıştır.¹⁰⁶

Global sermayenin ne getirip ne götürdüğü de tartışılma konularındandır. Tarihsel düzeyde bakıldığında yabancı sermayenin kazanç peşinde koştuğu, ve bugün gelişmiş ülkelerden bazılarının bu dış kaynak imkanlarını kalkınmalarında kullanabildiği görülmektedir. 19870-1980’li yıllarda kalkınma çabası içinde olan gelişmekte olan ülkelerin ise petrol şoku gibi dış şoklar nedeniyle ödemeler dengesi sıkıntılarına, borç servis ödemeleri sıkıntılarına düştükleri, borç krizine girdiklerini görüyoruz. Yurt dışından gelen sermayenin üretken alanlarda kullanılabilmesi gerekmektedir. Reel sektöre faydası olmayan, reel sektörü finanse etmeyen sermaye ekonomik açıdan faydalı değildir. Reel ekonomiye katkısı olmayan ve sadece rant gözleyen sermayenin kriz oluşturan türden bir gelişmeye yol açması mümkündür.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Güloğlu B., Altunoğlu A.E., a.g.e, s.3 .

¹⁰⁶ Akdiş M., a.g.e, s.31.

¹⁰⁷ Aybar C. B., ‘**Küreselleşme Sürecinde Yaşanan İktisadi Krizler ve Güneydoğu Asya Krizi**’, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13 s.148(Temmuz 1998),s.34.

2.3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YABANCI SERMAYENİN GİDİŞ NEDENLERİ

Ekonomik büyüme bir ülkenin üretiminin reel olarak artması olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik büyüme üretim faktörlerinin miktarının ve verimliliklerinin artması ile gerçekleştirilebilir. Azgelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yapabilecekleri tasarrufların yetersizliğinden dolayı yetersiz tasarruflarla yapılan yatırımlar ve bunların sağlayacağı kalkınma hızı da azdır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelere kalkınmayı sağlamak ya da kalkınma hızını arttırmak amacıyla yabancı sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır.

Türkiye’de dahil olmak üzere 1980 öncesi büyük ölçüde resmi sermaye akımları ile sağlanan dış tasarruflar, 1980 sonrası özel yabancı sermaye yatırımları ile sağlanmaya çalışılmıştır.¹⁰⁸ IMF ve UNCTAD kaynaklı verilere göre, günümüzde az gelişmiş ülkeler yüksek reel faizler pahasına sağladıkları sermaye girişlerinin yaklaşık üçte birini rezerv birikimine ayırmaktadır. Nitekim elimizdeki verilere göre 1990-98 arasında tüm kalkınmakta olan ülkelere toplam 1890.6 milyar US\$’lık bir sermaye girişi yaşanmış; bunun 1083.6 milyar US\$’ı 16 yeni-gelişen piyasa ekonomisine yönelmiştir. Aynı dönemde kalkınmakta olan ülkelere 577.2 milyar US\$’lık bir sermaye çıkışı yaşandığı; dolayısıyla, 1990-98 arasında toplam net sermaye girişinin 1313.4 milyar US\$ olduğu görülmektedir. UNCTAD verilerinden net sermaye girişlerine görece uluslararası döviz rezervi birikiminin de %33.3’e ulaştığı görülmektedir. Aynı oran, yeni-gelişen piyasa ekonomileri açısından %28’dir. Yani uluslararası sermaye net girişlerinin yaklaşık üçte biri doğrudan doğruya rezerv birikimi olarak tutulmakta, yatırım finansmanı olarak reel sermaye birikimine katkı yapmamaktadır.¹⁰⁹

Ekonomiye dışarıdan sermaye girişi ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Yurtiçinde talebi kısıcıcı ve ihracatı destekleyici politikaların eşlik etmesi halinde ihracatın artarak üretimin artması sağlanabilmektedir. Ülke içerisinde doymamış bir talep mevcut ise artan kredi imkânları ile tüketim ve talepte artış olabilmekte yurtiçi tasarruflar azalmaktadır.

¹⁰⁸ Kula F., , a.g.e., s.8

¹⁰⁹ Yeldan, E., a.g.e, s.6.

Sermaye girişi ödemeler dengesi açıklarını kapatmada kullanılabilir bir kaynaktır. Ancak bu geçici bir kaynaktır çünkü, genellikle bu tür sermaye hareketleri spekülâtif ve kısa vadelidir.

Sermaye akımının tasarruf arzını ve para arzı ile likiditeyi arttırarak faiz oranlarını aşağıya çekeceğı düşüncesi ise, sermaye akımının talep yönünden yarattığı etkinin her zaman daha yüksek olmasından dolayı, tam tersi olarak sermaye hareketlerindeki artış ile birlikte reel faiz oranları yükselmektedir.¹¹⁰

Sermaye hareketleri, genellikle yatırımcıların sermaye girişi yapacakları ekonomilerdeki getiri oranının uluslararası getiri oranından göreceli olarak yüksek olduğunu düşündüklerinde meydana gelmektedir.

Buradan sermaye hareketlerinin, yatırım yapılan ülkedeki ekonomik durumun yurtdışındaki ekonomik durumla farklılık gösterdiğinin ve bir gösterge olduğunu anlayabiliriz.

Sermaye hareketlerinin yönü ve büyüklüğü, getirinin kadar yatırım işlemlerinin gerçekleştirilmesinin kolaylığına da bağlıdır. Bu durum sermaye hareketlerinde, özellikle finansal serbestleşme ve teknolojik gelişmelerle de açıklanabilir. Buna ek olarak yatırımcıların portföylerindeki riski dağıtmak amacıyla portföy çeşitlemesine gitmeleri ve farklı piyasalara farklı getirilerden yatırım yapmalarının nedenleri arasındadır.¹¹¹

Sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara ve gelişmekte olan ülkelere yönelmelerinde iki etkenden söz edilebilir. İtme ve çekme etkisi olarak tanımlana bu etkiler sermaye akımlarının nedenlerini açıklamada kullanılabilir. Çekme etkisi, sermayeyi çeken herhangi bir iyileşmeden kaynaklanabileceğı gibi, güçlü bir finansal liberalizasyon nedeniyle de olabilir. Ülkeye giren sermaye, ülke ekonomisine herhangi bir fayda sağlamayacak, ülkenin mevcut durumundan faydalanarak düşük maliyetli yüksek getiri elde etmeye çalışacaktır.

¹¹⁰ Toron V., a.g.e., s.107.

¹¹¹ İnandım, Ş., a.g.e., s.16

İtme etkisi ise, gelişmiş ülkelerdeki durgunluk, faiz oranlarındaki düşük kalma gibi nedenlerden kaynaklı olabilir.

2.3.1. ÇEKME ETKİSİ ve ÇEKİCİ FAKTÖRLER

Çekici faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülke koşullarınca belirlenen faktörlerdir. Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların getirileri, ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, özelleştirme, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler çekici faktörlerdir. Başarılı fiyat istikrar programları yalnız yabancı yatırımcılar için değil yerli yatırımcılar açısından da yatırım kararını oluşturabilme aşamasında rol oynayan en önemli etkenlerden biridir. Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ürünlerle ilgili olarak genellikle geçmişteki fiyat hareketlerini dikkate almakta ve başarılı bir fiyat istikrar programına sahip olmayan ülkeleri olumlu ve yatırım yapılabilecek şekilde değerlendirmemektedirler. Yatırımcılar, sadece siyasi istikrar değil uygulanan ekonomi politikalarında tutarlılık ve hedeflere ulaşmada başarıyı da gözlemlemekte ve yatırım kararlarında bu kriterleri göz önüne alarak hareket etmektedir.¹¹²

Tüm bu faktörlerin yanı sıra, sermaye hareketleri açısından en önemli faktör 1980’li yıllar itibariyle gerçekleştirilen gelişmekte olan ülkelerin piyasalarının liberalize olması ve uyumlulaşması, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması, yatırımcıların istedikleri zaman fonlarını ülkeden çıkartmalarına izin verilmesidir.

Yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj, kısa vadeli sermaye hareketlerini ve özellikle “sıcak para” akımlarını uyaran ve gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan çekici faktörlerin başında gelmektedir. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj olanakları yaratan ülkeler finansal sermaye için çekici bir hedeftir. Çekici faktörler arasında, uluslararası kredi kuruluşlarının yatırım notlarını arttırması, Uluslararası Para Fonu (IMF) programlarının uygulanması ve Ekonomi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)’ne kabul edilmek gibi gelişmeler sayılabilir. Sermaye girişi ile çıkışının bileşenlerine ilişkin sıralama yapılarak uzun vadeli sermaye girişlerinin, kısa vadeli sermaye çıkışlarından önce

¹¹² İnandım Ş., a.g.e., s.17

serbestleştirilmesi, sermaye çıkışında ise önceliğin ihracata yönelik yatırımlarla ticari kredilere verilmesi, gerektiği ifade edilmektedir.¹¹³

Finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması ile ülkeye dış kaynak girişinin hızlandığı, sermaye piyasalarının geliştiği bilinmektedir. Ancak kısa dönemli sermaye hareketi şeklinde gelen yabancı sermaye özellikle sermaye piyasalarında yatırım yapmaktadır. Bu yatırımlar ekonomide büyüme etkisi yaratabilecek kadar uzun süre ülkede kalmamaktadır. Uzun dönemli portföy yatırımı şeklindeki yatırımların çekilebilmesi için ise, yatırım teşvikleri, vergi avantajları, düşük enflasyon, istikrarlı ekonomi gibi birçok faktörün bir arada bulunması beklenmektedir.¹¹⁴

Mal piyasalarının serbestleşmesi, liberalleşmesi, gelişmekte olan ülkeler açısından ticaret açığının, cari işlemler açığının oluşmasına veya mevcut açığın daha da büyümesine neden olabilmektedir. Bu eş zamanlılık, büyük ölçüde serbestleşmeyi teşvik eden Dünya Bankası ve IMF'in tavsiyeleri ile dayatılmaktadır.¹¹⁵

Özellikle portföy yatırımı şeklinde çok kısa dönemli olarak ülkeye girip çıkan sermaye hareketleri, dış ticaret açıklarını, geçici olarak kapatabilmektedirler. Ancak kısa vadeli portföy yatırımlarının özellikleri gereği, daha yüksek getiri sağlayabilecekleri ülkelere doğru hızla gitmeleri, krizlere zemin hazırlamaktadır. Mali sektörde başlayan krizler reel sektöre sıçradığından ülkeler, finansal liberalizasyon önlemlerini almadan önceki durumlarına gerilemektedir. Bu bakımdan finansal liberalizasyonun hangi sırayla yapılması gerektiği ve hangi aşamasında ne gibi önlemler alınarak krizlerin önlenilebileceği ve etkilerinin azaltılabileceği önem taşımaktadır.¹¹⁶

Gelişmekte olan ülkelere sadece sermaye hareketlerinde değil, ticarete de liberalizasyon görülmektedir. Dış ticaret mevzuatında yapılan değişiklikler sonucu özellikle ihracata dayalı büyüme modellerini benimsemiş olan ve faktör fiyatları diğer ülkelere göre nispi olarak düşük bulunan, rekabet edebilecek malları üreten ülkelerin

¹¹³ İnandım Ş., a.g.e., s.18

¹¹⁴ Özer H.Gül, 'Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi', SPK Yayın No:189/ 2006, s.116

¹¹⁵ Aybar,Bülent, **Küreselleşme Sürecinde Yaşanan İktisadi Krizler ve Güneydoğu Asya Krizi**, İşletme ve Finans Temmuz 1998, s.26

¹¹⁶ Özer H.Gül, a.g.e., s.117

böylece ihracat hacimleri artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde uzun süre takip edilen sabit kur sistemi, ihracattaki bu artışı teşvik edici bir rol üstlenmiştir.¹¹⁷

Finansal liberalizasyon politikalarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisi belirsizdir. Bu politikaların, tasarrufları arttırması veya azaltması yönünde gözle görülür bir etkisi yoktur. Liberalizasyon, ülkelerin borç yükünü, faiz giderlerini arttırıcı yönde etkide bulunur. Eğer borç yükü kamuya yoğun kaynak aktarımını gerektiriyorsa, açık daraltılana kadar liberalizasyona gitmemek, öncelikli dengeleri düzeltmek önerilmektedir.¹¹⁸

. Bir gelişen piyasanın liberalizasyon politikalarında engelleyici önlemler alması veya gelişmeleri geciktirmesi, diğer ülkelerin gerisinde kalmasına neden olur.¹¹⁹

2.3.2. İTME ETKİSİ VE İTİCİ FAKTÖRLER

İtici faktörler, sermayenin getirisinin düşmesi nedeniyle daha yüksek getiri olanaklarından yararlanmak için ülkeyi terk etmesine neden olan faktörler olarak tanımlanabilir.

Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları, iş dünyasında ortaya çıkan olumsuz koşullar, politik gerginlikler sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olan itici faktörlerdir. Gelişmiş ülkelere sermaye çıkışlarına neden olan bir diğer faktör söz konusu ülke yatırımcılarının portföy çeşitlendirme isteğidir. Gelişmiş ülkelerdeki emeklilik fonları gibi oluşumların aracı gelişmekte olan ülkelere yatırım yapması portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketlerine örnek olarak gösterilebilir.

Gelişmiş ülkelere sermaye çıkışları genellikle, bu ülke ekonomilerinde dönemsel olarak yaşanan birtakım değişikliklerin varlık getirileri üzerinde geçici bir baskıya yol açmasına bir tepki olarak gerçekleşmektedir. Örneğin, Japonya’da yaşanan durgunlukta varlık fiyatlarının çökmesi, İngiltere’de, Sterlinin Eylül 1992’de döviz kuru mekanizması’nın dışına çıkması ve faiz oranlarının düşmesi, ABD’de 1990 - 1991’deki

¹¹⁷ Özer H.GÜL, a.g.e., s.117

¹¹⁸ Özer H.GÜL, a.g.e., s.118

¹¹⁹ Özer H. Gül, a.g.e., s.117

durgunluğa tepki olarak uygulanan canlandırıcı para politikası sonucunda faiz oranlarının düşmesi ile birlikte, daha yüksek kısa vadeli getiri arayan sermaye bu ülkeleri terk etmiştir.¹²⁰

Dönemsel geçici nedenlerle gelişmekte olan ülkelere giden sermaye, ülke koşulları düzeldiğinde geri dönmektedir. Sermayenin gelişmiş ülkelere geri dönmesinde, ülke koşullarının düzelmesi ve yatırımların getirisi önemli faktörlerdir.

2.4. KRİZ KAVRAMI

Kriz sözcüğü Yunanca ve Latince kökenli olup her iki dilde de ‘karar vermek’ anlamına gelmektedir. Bir ekonomi-finance terimi olarak kriz, bir ekonominin temel dengelerinde ortaya çıkan sürdürülemez yapılanmanın onarımı için kendiliğinden oluşan ya da harekete geçirilen dalgalanmalardır.¹²¹

1980’lerin sonunda merkezi planı ekonomilerin çöküşüyle birlikte uluslararası ekonomik ilişkilerde serbestleşme eğilimleri daha da artmış, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı değişim, birbirine bağımlı olan ekonomileri küresel boyutta bir entegrasyon sürecine götürmüştür. Bu şekilde ortaya çıkan küreselleşme süreci siyasal ve sosyal yapıları da değişime mecbur ederek gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda yeni koşullara uyum sorunu yaratmış, bunun sonucu olarak da bu ülkelerde ekonomik krizler yaşanmaya başlanmıştır. Gelişmekte olan ülkeler kriz olgusu ile tanışana dek kriz ile aynı anlama gelmek üzere kullanılan sözcük ‘‘buhran’’ idi. Bununla kastedilen konjonktür daralması, uzun dönemli sistemsal durgunluktu.¹²²

Ekonomik krizler, herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü ya da döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Ekonomik krizler kendi içinde reel sektör krizleri ve finansal krizler şeklinde sınıflandırılabilirler.

¹²⁰ İnandım Ş., a.g.e, s.20.

¹²¹ Önder İzzettin, **Ekonomik Kriz**, Yeni Türkiye Dergisi, Yıl 7, sayı.41, s.45.

¹²² Demirci Nedret, **Finansal Krizlerin Anatomisi: Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Yayınları, Yayın No:186/ 2005 s.5.

Reel sektör krizleri mal hizmet ve işgücü piyasalarını etkileyen resesyon, enflasyon ve işsizlik olgularını sonuçsal olarak içinde barındıran krizlerdir. Finansal krizler ise bankacılık, döviz, dış borç, sermaye hareketleri ve ödemeler dengesi ilişkilerinden doğan ve yine aynı sonuçları doğuran krizler olarak tanımlanabilir.¹²³

2.5. FİNANSAL KRİZLER

Finansal kriz kavramı, finans kesiminin alt sektörlerinde para, bankacılık ve dış borç ile ilgili olarak ortaya çıkan ani ve büyük ölçekli sorunları nitelendirmekte kullanılmaktadır. Finansal krizler, bankaların ve diğer mali kurumların ödeme zorluğu içine düşmesi, menkul kıymet borsalarında yaşanan büyük ölçekli çöküntüler ve ekonomik faaliyetlerdeki belirsizliğin artması şeklinde ortaya çıkmakta ve üretimi istihdamı ve ulusal paranın değerini olumsuz yönde etkilemektedir.¹²⁴ Finans sektörü kaynaklı krizler kısa sürede reel ekonomiyi de etkilemektedir.

Finansal kriz sürecini aşağıdaki ifadelerle açıklanmaktadır:

- a) *Savaş gibi reel olaylardan veya parasal olaylardan kaynaklanan ekonomik koşullardaki değişmelerle uyumlaşan yaygın beklenti değişimleri,*
- b) *İş dünyasında yaygın kötü firma yönetimi, sürdürülemez bir borç yapısı sisteme özgü likidite sıkışıklığı gibi faktörlerden dolayı bazı finansal kurumların borçlarını ödeyememe endişesi,*
- c) *Likid olmayan finansal ve reel varlıklardan paraya kaçış girişimleri,*
- d) *Karar birimlerinin zorunlu varlık satışının bir sonucu olarak, bazı finansal kurumların portföy değerlerinin azalması, diğer kurumların ve bankaların borç ödeyememe endişesi,*

¹²³ Demirci N. a.g.e., s.5

¹²⁴ Bastı, Eyüp, **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi**, SPK Yayınları Yayın No:191/ 2006, s.7.

e) *Borç ödeyememe tehlikesi sonucunda bankalarla yönelik hücumların ve bunun sonucunda yaygın mevduatı nakde dönüştürme girişimleri ile genel banka paniklerinin ortaya çıkması,*

f) *Banka panikleri ile mevduat/ para arzı ve mevduat /rezerv oranlarının ve sonucunda da para arzının azalması,*

g) *Para arzının azalması ve paranın dolaşım hızının düşmesi ile birlikte reel ekonomik faaliyet hacminin daralması ve fiyatlar genel düzeyinin düşmesi,*

h) *Firma karlarının ve net servetlerinin azalması,,*

i) *Varlık fiyatlarının ve fiyatlar genel düzeyinin düşmesi sonucunda ekonominin Fisherici borç bunalımı sürecine girmesi, (banka fonları ile borç finansmanına gidilmesi mevduat para arzının ve fiyatlar genel düzeyini arttırması anlamına gelmektedir.)*

i) *Merkezi otoritenin belli bir faiz oranından borç verme ve açık piyasa işlemleri yoluyla nihai borç verme şeklindeki müdahale yöntemleri ile finansal krizlerin etkilerini hafifletme girişimleri söz konusudur.*¹²⁵

2.5.1. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Finansal krizleri; para krizi, banka krizi ve sistematik finansal krizler olmak üzere üç grupta toplayabiliriz.

2.5.2. PARA KRİZİ

Genellikle piyasa arz ve talebine bağlı olarak döviz kurlarının belirlenmediği ekonomilerde yaşanan kriz türü olarak betimlenir. Devalüasyon beklentileri ya da reel paranın aşırı değerlendirildiği görüşünün piyasaya hakim olduğu dönemlerde oluşur.

Para krizi bir ülke parasının devalüasyon oranının bir önceki dönem devalüasyon oranından daha yüksek olması ile tanımlanabilir. Para krizlerinin sabit döviz kuru sistemlerinde, ülkenin dışsal dengesizliklerinin ulusal paranın aşırı değerlendirilmesine yol

¹²⁵ Çeviş İsmail, **Para Krizine Amprik Bir Yaklaşım**, SPK Yayınları, Yayın No:187/ 2005, s.8.

açmasıyla meydana geldiği, bu krizlerin söz konusu ülke ile mal ve sermaye piyasaları kapsamında bağlantısı olan ve olmayan diğer ülkelere de bulaştığı gözlenmektedir.

Kriz dönemlerinde gerçekleşen devalüasyon sonucunda diğer ülkelerin rekabet gücünü ticari açıdan olumsuz yönde etkilemektedir. Yabancı sermaye açısından bakıldığında genellikle portföylerinin birbirine bağımlı olması diğer ülkeler için de kredi ve yatırım kararlarının tekrar gözden geçirilmesine neden olmaktadır.¹²⁶

Birbirine yakın risk yapısına sahip ülkelerin olası para krizlerinde benzeri ya da birbirine çok yakın sonuçlara katlanmaları bu tür ticari ve finansal bağımlılıklarının sonucu olarak değerlendirilebilir.

2.5.3. PARASAL KRİZ MODELLERİ

Literatürde para krizlerinin açıklanmasında kullanılan üç nesil model mevcuttur. Kısaca özetlemek gerekirse; birinci nesil modeller; para krizlerinin ekonomideki temel dengesizliklerden ve/ veya sürdürülemez ekonomik politikalardan kaynaklandığını, ikinci nesil modeller; yatırımcıların beklentilerindeki kaymaları içeren döviz kuru krizi olasılıklarını, üçüncü nesil modeller ise para krizlerinin yayılma etkileri ve finansal aracı kurumların davranışlarını, parasal krizleri açıklamakta kullanmışlardır.

1997-2002 döneminde yaşanan birçok krizin nedeni olarak sabit kur rejimi veya kur çıpasının uygulanması gösterilmektedir. Bu sistemde, merkez bankası veya para kurulu para değerlerini önceden sabitlemekte ve belirli tarihlere kadar aynı değerde kalacağını taahhüt etmektedir. Bu durum, sabit veya çıpalı kur sistemini benimseyen ülkeyi döviz konusunda riskli bir konuma getirmektedir.

Sabit kur rejimlerinin, krizin başlıca nedeni olduğu konusunda görüşler bulunmaktadır. Bir görüşe göre, sabit kur rejimleri tüm krizlerin ortak noktasıdır. İç açıklardan kaynaklanan dış açıkların veri sabit kurda finansmanının olanaksızlaşması krize yol açmaktadır. Serbest kur rejiminde açıklar karşısında döviz kurları ve enflasyon

¹²⁶ Berksoy T., Saltoğlu B., a.g.e., s.9

denge için gerekli uyumu sağlayabiliyorken, sabit kur rejiminde bu mekanizma ortadan kalkmaktadır.¹²⁷

Parasal kriz modelleri; istikrarsız hükümet politikalarının sabit döviz kuru üzerinde spekülative hareketlere yol açtığına dayanmaktadır. Hükümetin döviz kurunu sabitlemesi halinde aynı zamanda geniş bir kamu açığına da neden olacağı belirtilmekteydi. Vatandaşların dolarizasyon eğilimlerindeki artış sonucu, hükümetin uluslararası rezervlerindeki azalma kaçınılmaz olacaktır. Döviz kuru sabitlenmiş ise, hükümetin kuru sabit tutacak yeterli döviz rezervine sahip olması gereklidir.

IMF'in parasal krizler konusundaki görüşüne göre, bir ülkenin para biriminde hızlı düşüş veya ülke parasının değişim değerinde spekülative bir hareket sonucunda veya devalüasyon sonucunda hızla yükselen faiz oranları veya büyük ölçekli uluslar arası rezervlere karşı ülke parasını korumak için bir para krizi ortaya çıkmaktadır.¹²⁸

2.5.3.1. BİRİNCİ NESİL MODELLER

Meksika ve Arjantin'de 1970'ler ve 1980'lerin başında yaşanan krizler, krizlerle ilgili çalışmaların yoğunluk kazanmasına sebep olmuştur. Birinci nesil kriz modelleri'ne göre krizler yapısal dengesizlikler ve sürdürülemez politikalardan kaynaklanan, öngörülebilir gelişmelerdir. Bu görüşe göre, döviz kuru rejimi, uygulanacak politika paketinin sadece bir parçasıdır ve sürdürülebilirliği diğer para ve maliye politikası hedefleriyle çelişmemesine bağlıdır.¹²⁹

Model, krizi ateşleyen temel makroekonomik nedenlerin önemini vurgulamaktadır ve para krizlerini sürdürülemez politikalar ile yapısal dengesizliklerin kaçınılmaz sonucu olarak görmektedir.¹³⁰

Yüksek ve artan bütçe açıkları; yüksek parasal artış oranları; yüksek enflasyon; aşırı değerli döviz kuru geniş cari açıklar; uluslararası rezervlerde düşüşler ve yükselen

¹²⁷ Erdal Özmen, **Kriz Üzerine**, İşletme ve Finans, Sayı.180, Mart 2001, s.16

¹²⁸ Özer H. Gül, a.g.e.,s.89

¹²⁹ Hacıhasanoğlu, B., **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2001 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, TCMB Uzmanlık Tezi, 2005, s.6

¹³⁰ Ardıç,Hülya, **1994 ve 2001 yılı Ekonomik Krizlerinin TCMB Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi**, TCMB Uzmanlık Tezi, 2004, s.40

ülke içi faiz oranları olarak adlandırılabilen makroekonomik bozukluklar bu modellere göre krizin göstergeleridir.¹³¹

Finansal krizlerin makroekonomik politikadaki temel dengesizlikler (bütçe açıkları) ile döviz kurunu sabit tutma politikası arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığı savunulmaktadır.

Sabit döviz kuru sistemiyle tutarsız olan genişletici para ve maliye politikaları sonucunda ulusal paraya spekülasyon saldırının nasıl ortaya çıktığı, bu saldırının zamanlamasının ülkenin sahip olduğu uluslararası rezerv düzeyinin kritik bir eşik düzeyi tarafından nasıl belirlenebildiği açıklanmaktadır. Bu modellere göre, para krizi uygulanan yanlış ekonomik politikalar ile birlikte meydana gelen uluslararası yatırımcılar arasında güven kaybının ve bunun sonrasındaki spekülasyon saldırının bir sonucudur. Para krizlerinin kaçınılmaz son olarak görüldüğü politikalara örnek olarak da bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi ile sabit döviz kuru politikalarının birleşimini göstermektedirler. Merkez bankası yeterince rezerve sahip olduğu dönemlerde bu durum göz ardı edilir. Rezerv seviyesi politikayı sürdürebilecek düzeyin altında algılanırsa, para üzerinde ani bir spekülasyon atak oluşur.¹³²

Krizler, merkez bankasının nominal döviz kurunu, reel döviz kurunun altında tutması ile oluşmaktadır. Sabit kur rejiminde döviz rezervlerini eriten süreç ve faktörleri incelendiğinde, sabit kuru korumanın artık imkansızlaştığı, yani rezervlerin tükendiği noktada krizin ortaya çıkacağı sonucuna ulaşılmıştır. Bütçe açığı dışında özel sektör zafiyetini fark eden aktörlerin, sermaye piyasalarından kaynak sağlanamadığından, hükümet harcamalarını ve açıklar nedeniyle hükümetin genişletici politikalara başvuracağını ve bunun sabit kur rejiminde ulusal paranın değer kaybına yol açacağını tahmin ederek spekülasyon atağı geçerler.¹³³

¹³¹ **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Aralık 2001, Yayın No.2001, s.47

¹³² Çeviş, İ., a.g.e., s. 37.

¹³³ Bayraktutan Y., **Küresel Finansal Krizler ve IMF, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Arıkan Yayınları,2006, s.26

Bu model parasallaştırılmış kamu açıklarıyla sabit kur rejiminin bir arada görülemeyeceğinin ortaya konulması bakımından faydalıdır.¹³⁴ Süreç, merkez bankasının sabit kuru sürdürme amaçlı müdahalesi ile rezervleri eritmesi ve ulusal paranın devalüe olup, dalgalı kura geçilmesi ile sonlanır

Sürekli bütçe açığı veren ülkede, hükümetin bütçe açıklarını devamlı ve kontrolsüz bir biçimde para basarak finanse ettiğini, sabitlemenin ise sadece döviz piyasasına direkt müdahale ile yapıldığı varsayılırsa, bu sabit kur sisteminde hükümetin rezervleri zamanla azalacaktır. Para arzındaki artış nedeniyle faiz oranları düşecek ve beklenen enflasyon oranı yükselecektir. Dolayısıyla ülkeyi terk etmeye başlayan yabancı yatırımcıların oluşturduğu talep nedeniyle dövizin gölge fiyatı resmi kurdan yüksek olacaktır. Yabancı sermaye çıkışının oluşturduğu sermaye kaybına ek olarak sabit kur uygulaması nedeniyle oluşan dış ticaret açığı da rezerv kaybına neden olacaktır.

Spekülatörlerin döviz kurunun yükseleceğine ve bunun rezervlerin tükenmesi sonucu olacağına ilişkin tahminleri modelde büyük önem taşımaktadır.

2.5.3.2. İKİNCİ NESİL MODELLER

Bu modellerin temel hareket noktası, politika yapıcılarının davranışlarının makroekonomik politika kararlarına gösterdiği etkiler ve beklentilerdir. Bu modellere göre finansal krizler kendi kendini besleyen beklentilerin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır ve bu beklentiler ile politika uygulamalarının sonuçlarının birbirini beslemektedir.

Modellerde krizler, olumsuz iktisadi temellerin, kendisini besleyen beklentilere yol açtığı, öngörülemez olaylardır. Karar birimlerinin beklentilerinin politikaların sonuçlarını etkilediği ve sağlam ekonomik göstergelere sahip ülkelerde dahi krizlerin ortaya çıkabileceği düşünülmektedir.

Modelde olumsuz koşullara dayalı beklentiler ve beklentilerin kendi kendini besleme özelliği vurgulanmaktadır. Devalüasyon beklentilerini etkisiyle nominal faiz

¹³⁴ Tuncer N., **Para krizleri ve Türkiye**, İktisat Dergisi Şubat - Mart 2001, s.46

oranlarındaki yükselmenin kamu borcunu arttırması; bunun da devalüasyon beklentileri ve spekülasyonu yükseltmesi, kötümser beklentilerin sistemi kırılganlaştırması gibi.

İkinci nesil kriz modelleri beklentileri dışsal ve krizleri öngörülemez olarak algılamaları ve özel sektör beklentilerinde değişimin önemini vurgularken hükümetin sorumluluğunu ihmal etmeleri nedeniyle eleştirilmiştir.¹³⁵

İkinci nesil kriz modellerinde, döviz kurunu baskılamak için uygulanan yüksek faiz oranlarının uzun dönemde ekonomik durgunluğa nede olduğu, işsizlik ve iktisadi durgunluğu göze alamayan hükümetlerin, yeterli döviz rezervlerine sahip olsalar bile, döviz kuru baskılaması politikasını terk edebilecekleri savunulmuştur.¹³⁶ Ticari ilişkiler ve banka ve finansman sistemi nedeniyle bu tür krizlerin bulaşıcı bir etkiye sahip olduğu savunulmuştur.

2.5.3.3. ÜÇÜNCÜ NESİL MODELLER

Modellere göre, bir ülkede finansal kriz çıktığında, aynı bölgede, kısa süre içinde başka krizlerin de yaşandığı, buna finansal krizlerin bulaşması olgusunun neden olduğu ileri sürülmüştür.

Üçüncü nesil kriz modelleri olarak anılan ve farklı ülkelerde ard arda yaşanan krizlerin oluşum dinamiğini açıklamayı amaçlayan Bulaşma Modellerinde krizler, benzer kırılganlıklara sahip ülkelerin ortak şoklara maruz kalması veya farklı mekanizmaların etkisiyle yakın ve/ veya benzer ülkelere yayılır.¹³⁷

Bu modellere göre, bir ülkede başlayan kriz başka bir ülkenin makroekonomik temellerini ya da piyasa aktörlerinin beklentilerini etkilemektedir. Birinci durumda taşıma ikinci durumda ise saf bulaşmadan söz edilir. Ticari ve finansal bağlantılar modelde, krizin bulaşma kanallarıdır. Bir ülkede yaşanan ve devalüasyonla sonuçlanan krizin, rekabet nedeniyle diğer ülkelerin de devalüasyona zorlaması bu duruma örnek verilebilir. Bir ülkedeki finansal krizin nedeni başka bir ülkedeki finansal kriz veya

¹³⁵ Bayraktutan, Y., a.g.e., s.26.

¹³⁶ Karabulut G., ‘Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri’ , Der Yayınları, No:328, İstanbul 2002, s.3.

¹³⁷ Bayraktutan, Y., a.g.e., s.26.

spekülatif saldırı ise kriz bir ülkeden diğerine bulaşmış demektir, ancak ikinci ülkedeki krizin tek nedeni birinci ülkedeki kriz değildir. Bunun mümkün olması için makroekonomik göstergelerin kötüleşmesi ve/ veya beklentilerde değişiklik olması gereklidir. Kısaca bir ülkedeki kriz diğer bir ülkedeki krize sebep olamaz.¹³⁸

Modelde yayılma tanımlamasını iki sınıflandırma altında yapmaktadır. Buna göre yayılma, tek bir ülke ya da ülke gruplarındaki finansal piyasalar arasındaki bağlantıda meydana gelen önemli düzeydeki artış ile ya da mali varlık fiyatlarının kriz olmayan dönemlere göre finansal akım kanallarında göstereceği dalgalanmanın derecesiyle tanımlanmaktadır.

Para krizleri ile finansal ve banka sektörlerindeki problemleri arasındaki bağlantılara dikkat çeken model, yatırım patlaması ile bu patlamanın etkilerini de (menkul kıymetler piyasasındaki çökme) incelemektedir. Model, finansal liberalizasyon sonrasında iyi düzenlenmiş banka sistemi, mevduat sigortasının ve ahlaki riskin aşırı borçlanmaya neden olduğunu öne sürer. Hızlı bir finansal liberalizasyon sonrasında risk yönetimi gelişmemiş banka sistemi sonunda, aşırı bir borç tüketim patlaması, borsa ve gayrimenkul piyasasında fiyat artışları olmakta, ekonomi durgunluğa girildiğinde ise, banka krediler geri ödenememekte, parasal çöküş hızlanmaktadır. (Asya krizi modele örnek gösterilebilir.)

Bir ülkedeki finansal kriz başka bir ülkedeki makroekonomik dengeleri bozarak krize nende olursa bu durumda kriz yayılma yoluyla bulaşmıştır.

Ticari bağlantıya sahip iki ülkeden birindeki devalüasyon diğer ülkede önce rekabet kaybına, daha sonra da dış ticaret açığı ve rezerv kaybına neden olabilir. Ülkeler birbirlerinden mal alışverişi yapıyorlar ise, iki ülke arasında direkt ticari bağlantı vardır, bu tür bir bağlantı finansal krizin bir ülkeden diğerine yayılmasının nedeni olabilir.

Devalüasyon yapan bir ülkenin ithalatının azalmasından dolayı bu ülkeye mal satan diğer ülkenin ihracatı azalabilir, bu durum söz konusu ülkenin dış ticaret dengesinin bozulmasına nende olabilir. Rakip ülkeler arasında dolaylı ticari bağlantı da mevcuttur.

¹³⁸ Bastı E.,a.g.e., s.17.

Bu tür ticari bağlantıya sahip ülkelerden birinin parasının devaülasyona uğraması diğer ülke için rekabet gücünün azalması anlamına gelmektedir. Bu rekabet gücündeki azalma, üretimde yavaşlamaya, ekomonik yavaşlamaya ve devamında para talebindeki azalmaya neden olabilir. Söz konusu durumda ülkedeki yatırımcılar da para arzındaki fazlalığa karşı ülkeden rezervleri azaltarak çıkmaya başlarlar.¹³⁹

Modele göre finansal krizler makroekonomik göstergelerle açıklanamayan nedenlerle de bir ülkeden diğerine bulaşabilir. Bir ülkedeki finansal kriz diğer ülkenin makroekonomik göstergelerinde herhangi bir değişikliğe neden olmayabilir, fakat birinci ülkedeki kriz, yatırımcıların ikinci ülkenin makroekonomik göstergeleriyle ilgili düşüncelerini veya bu ülkeye dair risk düşüncelerini, beklentilerini değiştirebilir. Bu durumda kriz birinci ülkeden ikinci ülkeye yalın bulaşma yoluyla sıçramış demektir. Başka bir yalın bulaşma yolu ise, kurumsal yatırımcıların (yatırım fonları), fondan çıkışları karşılayabilmek için, sorunlu bir ülkedeki portföy yatırımlarını elden çıkaramazlarsa diğer ülkelerdeki iyi durumdaki hisse senetlerini satmak zorunda kalmaları durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, finansal kriz, satış baskısıyla karşılaşan sağlam makroekonomik göstergelere sahip ülkelere de sirayet edebilmektedir.¹⁴⁰

2.6. BANKA KRİZLERİ

Banka krizi fiili ve potansiyel olarak banka başarısızlıkları karşısında bankaların yükümlülüklerinin konvertibilitesini ertelediği ve buna bağlı olarak da hükümetin bankacılık sektörüne geniş ölçekli kaynak aktarmaya zorlandığı bir durum olarak tanımlanmaktadır.

Banka krizlerini kendi içinde üç ana grupta incelemek mümkündür.

- Bir ya da birkaç bankanın yükümlülüklerini yerine getirmemesi sonucu oluşan ve sistematik olmayan banka krizleri,

¹³⁹ Bastı E., a.g.e.,s.18

¹⁴⁰ Bastı E., a.g.e.,s.19

- Banka müşterilerinin fonlarını ani olarak talep etmesi sebebiyle oluşan banka krizleri,
- Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ve mali sektör kuruluşlarının iflas durumuna gelmesine karşın, faaliyetlerini sürdürme eğiliminde olduğu ülkenin ekonomik, politik ve kurumsal işleyişini bozma eğiliminde olan krizlerdir¹⁴¹.

Bankacılık sektörüne olan güvenin kaybolması bu krizlerin ana nedeni olarak bilinmektedir. Güven kaybı bankacılık krizlerinin ülke ekonomisi için yarattığı en önemli sonuçtur. Bu sayede ülkede etkinliğini yitiren sektör özelliği gereği ekonominin tümünde de uzun süreli etkinsizliğe yol açar.

Bu krizlerin temel nedenleri arasında; bankaların bilançolarının varlıklar kalemindeki kalite düşüklüğü, portföylerindeki verimsiz fonların varlığı, kullanılan kredilerin geriye dönmemesi, varlıkların fiyatlarındaki ani dalgalanmalar, politik ve ekonomik koşullardaki değişimler sonucunda mevduat sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek istemeleri gibi faktörler yer almaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde banka sistemi, kredi riski , kur riski, faiz riski ve ahlaki risk taşımaktadır. Banka krizleri genellikle; bankaların, var olan veya potansiyel risklerinin (açık pozisyon, türev araçları gibi), yükümlülüklerini yerine getirmelerinde sorunlar yaratmasından ve bunun kamu müdahalesi gerektirmesinden doğmakta; genellikle para krizlerinden önce görülmektedir.

Bir ülkedeki banka mevduatının büyük bir kısmı, çeşitli nedenlerden dolayı yabancılarla aitse, ülke rahatlıkla bir banka kriziyle karşı karşıya kalabilir. Yabancı mevduat sahipleri, en küçük bir risk halinde, hızlı bir şekilde mevduatlarını çekerek döviz döndürüp, kendi ülkelerine veya daha yüksek getiri sağlayabilecekleri daha az risk taşıyan bir ülkeye transfer edeceklerdir. Bu durumda bir döviz krizi ortaya çıkabilir.

Bankacılık faaliyetleri dışında daha fazla getiri elde edebilmek amacıyla döviz hesaplarını yerli paraya çevirerek hazine bonusu veya devlet tahvili alan bankacılık

¹⁴¹ Çeviş, İ.a.g.e., s.11.

sisteminin, yükümlülükleri karşılamak için dövizde yönelmesi ve sonuçta, dövizdeki değer artışı kriz derinleşecektir. Ülkedeki vatandaşların döviz hesaplarının yüksek olması yani, yüksek dolarizasyon olgusu da söz konusu durumlarda büyük risk taşımaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen bankacılık krizlerinin nedenleri genellikle; bankaların, hem makroekonomik dalgalanmalar, hem de önemli rejim değişiklikleri açısından hareketli bir ortamda faaliyet göstermeleri, diğeri ise, bankalara yönelik politik müdahalenin olmasıdır.

Bankalar bu tür ortamlarda, döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon açısından nominal volatiliteye karşı farklı bir kırılganlık gösterebilmektedir. Çoğu bankla yabancı para üzerinden aldığı kredilerin riskine karşı bir önlem almadığından, ülke parasının değer kaybetmesi karşısında büyük zararlara uğrayabilmektedir. Ayrıca, yüksek enflasyon ve nominal faiz oranları, bankaların fonlama maliyetinin uzun dönemli kredilerin getirisinden daha yüksek olmasına neden olmaktadır. Son 25 yıldır gelişmiş ülkeler ile bazı gelişmekte olan ülkeler arasında meydana gelen nominal volatilitedeki farklılık, reel volatilitedeki farklılıktan daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımları hem nominal, hem de reel volatilitenin önemli unsurlarından birisi olarak değerlendirilmektedir. Bu ülkelere olan büyük sermaye girişleri ve ani sermaye çıkışları, bu ülkelerin mali sistemlerini iflasa sürükleyebilmektedir. Nitekim Doğu Asya ekonomilerindeki daralma yabancı sermayenin çıkışıyla hızlanmıştır.¹⁴²

Bir bankanın tasfiyesi, başka bir banka ile birleşmesi, daha güçlü bir banka tarafından satın alınması veya kamu gözetimine geçmesi durumunda, birden fazla bankada bu gibi sorunlar var ise, bankacılık sisteminde de genel olarak kriz olduğu söylenebilir.

Banka krizlerinde krizin oluşum aşamasından daha önemli ve yıkıcı sonuçlar yaratan unsur ise sektördeki güven kaybıdır. Söz konusu durum krizleri derinleştirmekte ve tüm sisteme yayılmasına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal liberalizasyona hızla geçen bu ülkelerin yeterli yasal düzenlemeleri yapmamış olmaları,

¹⁴² Aydın Aydan, İnan Alper, Burçak Tülay, Ataman Pelin , “**Bankacılıkta Mali Bünye Sorunları ve Yeniden Yapılandırmada Ülke Uygulamaları**”, Bankacılar Dergisi, Sayı:32, 2000, s. 37.

faiz oranı konusunda hala kamu denetiminin bulunması gibi teknik konular da krizlerin nedenleri arasında yer almaktadır.

2.6.1. PARA VE BANKA KRİZLERİ İLİŞKİSİ

Para ve banka krizleri arasındaki paralellikleri konu alan makalesinde Marion iki kriz türü arasında açık bir ilişki bulunduğunu, her iki kriz durumunda da atakların fiyatın sabitlendiği politikalarda ortaya çıktığını söylemektedir. Marion'a göre spekülörler, hükümetin sabit döviz kurunu belirlediği bir durumda, hükümetin kalan uluslararası rezervlerini bu sabit fiyat kaldırılmadan önce eritmeye çalışırlar. Diğer bir durumda ise, tasarruf sahipleri, bankaların sabit fiyat üzerinden hesaplarıyla döviz arasında istikrar sağlayamayacaklarına inandıklarında, müdahale oranı belirlemeden önce hesaplarını çekmeye çalışırlar.¹⁴³

Uluslar arası spekülörler, sadece gelişen ülke piyasalarında değil, kazanç gördükleri tüm piyasalarda döviz spekülasyonu yaptıklarından daha önceki deneyimlerinden, hangi durumlarda banka ve döviz krizinin çıkabileceğini tahmin etmekte, bazen de bizzat kendileri yeterince derinleşmemiş ülke piyasalarından sermaye çıkışıyla kriz nedeni olabilmektedirler. Bu spekülörlerin bazıları kriz öncesinde krizi öngörerek portföylerini boşaltarak krizi başlatan kişiler olmuşlardır.

Banka krizlerinde kamu kağıtlarına ödenen faizlerin oranlarının yükselmesi de önemli bir etkidir. Para ve banka krizlerinin her ikisi de hükümetin kamu kağıtlarını sabit bir fiyattan karşılayamadığı durumlarda ortaya çıkar. Hükümet kamu kağıtlarını satmaya başlayınca, fiyat sabitleme sistemi çöker. Döviz kurları serbestçe düşer ve bankalar iflas eder.

Likidite riski yüksek, dövizde aşırı pozisyon açığıyla çalışan, öz kaynakları yetersiz bankacılık sektörü, para krizlerini de krizi şiddetlendiren bir etmendir ancak, bunalımın ana nedeni değildir.

¹⁴³ Özer H.G., a.g.e, s.95.

2.7. SİSTEMATİK FİNANSAL KRİZLER

Sistematik finansal krizler, finansal sistemin temel fonksiyonlarını etkin olarak yerine getirme yeteneğinde ortaya çıkan keskin ve önemli potansiyel bozuklukları olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasaların ekonomik sistemde temel fonksiyonu fon sahibi olan birimlerden fon ihtiyacı olan birimlere doğru fon akışını etkin bir biçimde sağlayarak, etkin kaynak dağılımını gerçekleştirmektir. Böylelikle reel ekonomide verimlilik artarken ekonomik büyüme de sağlanmış olacaktır. Finansal sistem bu fonksiyonlarını finansal piyasalar ve bu piyasalarda faaliyet gösteren finansal kurumlar aracılığı ile gerçekleştirmektedir.¹⁴⁴

Finansal kurumların özellikle bankaların likidite sıkıntısı yaşaması durumunda, ekonomik koşullardaki belirsizliğin ve bozulmaların olması, menkul kıymet piyasalarındaki ani çöküşlerin ortaya çıkması ve ayrıca bu durumların sistematik olarak gerçekleşmesi sonucunda sistematik finansal krizler baş göstermektedir. Dolayısıyla bu krizler para ve banka krizlerini de kapsamaktadır. Sistematik finansal krizleri reel ekonomi üzerinde yani çıktı ve istihdam düzeylerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır.

Firmaların finansman sıkıntısı yaşadıkları dönemlerde, fon taleplerini karşılayamamaları, ve sistemin diğer kurumlarının da bu durumdan etkilenmesi söz konusudur. Böylece sisteme yönelik güvende azalmalar ile birlikte sorun yaygın hale gelmektedir.

Bir ülkede finans sisteminin fonksiyonlarını yerine getirmemesi sonucunda, bu kriz ile birlikte reel ekonomik faaliyetlerde de çok önemli aksaklıklar ortaya çıkmaktadır. Sistemde ortaya çıkan kriz sonucunda mutlaka devlet müdahalesi kaçınılmaz hale gelmektedir.

2.8. KÜRESEL KRİZLER

Küreselleşme finansal piyasalardaki hareketliliği arttırmakta, piyasaların milli veya uluslar arası niteliklerinin zaman içinde aynışmasına sebep olmaktadır. Bu da eskinin korumacı düzenlemelerine göre finansal krizlere açık bir yapı meydana

¹⁴⁴ Çeviş İ., a.g.e., s.13

getirmiştir.¹⁴⁵ Dünya üzerinde yaşanan küçük büyük krizler göz önüne alındığında her 19 ayda 1 krizin yaşandığı anlaşılmıştır.¹⁴⁶

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin belki de en temel sebebi sermaye hareketlerinde yaşanan sınırsız serbestleşmedir. 1990'lı yıllardan itibaren yoğunlaşan küreselleşme çabaları, sermaye hareketlerinin geleneksel (doğrudan yatırım) işlevlerinin değişmesine neden olmuştur. Kısa vadeli spekülative bir hal alan sermaye hareketleri, resmi kanallardan özel kanallara inerek ülke ekonomileri üzerinde son derece büyük oynaklıklara neden olmaktadır. Gelişen bir ekonominin, gerekli makro ekonomik şartları (denk bütçe, fiyat istikrarı, adil bir gelir dağılımı, katma değeri yüksek olan malların üretimi, denetimli bankacılık kesimi, derinliği olan finansal kesim, reel büyümeyi sağlayan bir ekonomik yapılanma) sağlamadan, finansal serbestleşmeye geçmesi, ülkeye yarardan çok zarar getirebilmektedir. Uzun dönemli sermaye hareketlerinden yararlanmak isteyen bir ekonominin istikrarlı bir reel büyüme oranına sahip olması gerekmektedir.

Yapısal ve kurumsal zayıflıklar taşıyan bir ekonomide sermaye hareketlerini etkileyecek imkanlar sınırlı olduğu için, kısa vadeli sermaye akımları, ancak yüksek faizler sunularak cezbedilmeye çalışılır¹⁴⁷. Bu durum da kriz riskini artırır. Bir yazarın da belirttiği gibi krizler, finansal dengeleri bozuk, finansal kurumları zayıf ve piyasaları sık, sanayisi ve tarımı düşük verimli bir ekonominin, artan küreselleşmeye tepkisi olarak sık sık ortaya çıkmaktadır¹⁴⁸. Kısa vadeli sermaye bir ülkeye faiz arbitrajından yararlanmak üzere gelip yüksek reel faize yönelerek, kısa vadede aşırı kar sağlarken, ulusal paranın aşırı değerlenmesine de neden olmaktadır. Dışa bağımlı yapay bir büyüme ortamı yaratan reel faiz ile döviz kuru arasındaki dengeleri bozan bu ortam, sonuçta bir krize neden olabilmektedir. Kriz ortamına girilince, merkez bankalarının para otoritesi işlevleri giderek kısıtlanmakta ve böylece ulusal para kontrolden çıkmaktadır¹⁴⁹

¹⁴⁵ Akdiş M., s.35

¹⁴⁶ Akdiş M., s.61

¹⁴⁷ Akyüz Yılmaz, “**Küreselleşme ve Kriz**”, *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Mayıs 1995, s.14.

¹⁴⁸ Kazgan Gülten, “**Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye’nin Krizleri**”, *İktisat Dergisi*, Şubat-Mart 2001, s.26.

¹⁴⁹ Yeldan E., 2001, a.g.e., s.23-24.

1970’li yıllardan itibaren uluslararası banka etkinliklerindeki artışlar, başlıca para merkezlerinde yerleşmiş ulusötesi bankalar tarafından geniş bir şekilde organize edilmiştir. Haberleşme ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler ise ulusötesi mali kuruluşların ilgili ülkelerde şube açmasını gereksiz hale getirmiştir. OPEC ülkelerinin 1973 yılında petrol fiyatlarını arttırmaları ile ulusötesi bankalar daha önceki yıllarda görülmeyen oranda büyük bir sermaye akışına sahne olmuştur. Petrol fiyatlarının artması ile petrol ihraç eden ülkelerde fazlalar oluşmuş, petrol ithal eden ülkeler ise banka fonlarına bağlı hale gelmiştir. 1976-1980 yılları arasında uluslar arası bankaların varlıkları %95 oranında büyümüştür. Bu süreçte off-shore banka sistemi ile eurodolar piyasaları uluslar arası mali sistemin önemli unsurları haline gelmiştir.¹⁵⁰

2.8.1. 1994 – 1995 LATİN AMERİKA KRİZLERİ

Finansal krizlerle sık karşılaşan ülkelerin başında Latin Amerika ülkeleri yer almaktadır. Bu ülkelerin cari işlemlerindeki büyük açıklar ve buna bağlı olarak oluşan düşük büyüme veya yüksek işsizlik oranlarına, kredi kullandırışlarındaki fiyat-maliyet dengelerinin bozulduğunu öngören satın alma gücü paritesi hesaplamalarının katılması, kriz öncesinin önemli gelişmeleridir. Bu sorunların sabit döviz kuru kısıtlamalarından kurtularak, genişletici para politikası uygulamaları ile çözümlenebileceğine ilişkin beklentiler ise finansal krizleri davet etmektedir. 1990’lı yıllarda başından başlayan bu gelişmelerin Latin Amerika ülkelerini krize sürüklediği, özellikle Meksika ve Arjantin Peso’larının krize yakalanma risklerinin arttığına dair söylentiler ise ekonomistler arasında 1993’ten itibaren yayılmaya başlamıştır.¹⁵¹

Meksika, Arjantin, Brezilya kaynaklı olan Latin Amerika krizleri kendilerine özgü şartlara sahiptirler. Bu sebepleri ve ortaya çıkan sonuçları aşağıdaki iki maddede toplamak mümkündür.

1. Krizlerin çok geç fark edilmiş olması ve bu aşamaya gelene kadar ekonomistlerce yapılan uyarıların dikkate alınmaması

¹⁵⁰ Akdiş M., a.g.e., s.36.

¹⁵¹ Akdiş M., s.61

2. Parasal krizin sonucunda önceden devaülasyon yapan Meksika, para birimini savunmayı seçen Arjantin'e oranla başlangıçta büyük çöküşlerle karşılaşmamış tır. Ancak parasal kriz her iki ülkede de ciddi durgunluklar yaşatmıştır.¹⁵²

2.8.2 MEKSİKA KRİZİ:

Latin Amerika ülkelerinden Meksika Aralık 1994 tarihinde para biriminde ortaya çıkan büyük çöküş ile sarsılmış, kriz konusundaki bekleyişlerin artması üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimi pesoyu devalüe etmek zorunda kalmıştır.

Ülkede 1987'den itibaren %159 seviyesindeki enflasyonu aşağıya çekmek amacıyla döviz kuru tabanlı bir istikrar programı başlatılmıştır. Programın ilk özelliği işçiler, firmalar ve hükümetin sosyal bir uzlaşmaya varmış olması ve fiyatları ücretleri ve döviz kurunu planlamak üzere belirli zamanlarda toplanmayı amaçlamasıdır. Program hızla yapısal temel reformları gerçekleştirmeyi hedeflemiştir.

Reformlar çerçevesinde ulusal telefon şirketi TELMEX ve büyük kamu bankaları dahil binlerce kuruluş özelleştirilmiş, finansal piyasaların liberalleşmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. Döviz kuru sürünen sabit kur ile baskılanmıştır. 1991-1993 yılları arasında kısa vadeli kamusal borçlar döviz rezervlerinden daha azken, 1993-1994 'te borç rezerv dengesi değişmiş ve kısa vadeli borçlar rezerv toplamını geçmiştir. Bu durum döviz kur politikasını sermaye çıkışlarına daha bağımlı hale getirmiştir.

Bankacılık sektöründe başlayan geniş liberalizasyon politikalarının ardından ülke hızla uluslar arası yatırımcıların dikkatini çekmiştir. Ardından net sermaye hareketleri pozitif yönde hızla artmıştır. Böylece Meksika borsası, gelişmekte olan ülkeler içinde dünyanın en büyük ikinci borsası olmuştur. Yabancı portföy yatırımlarının olası sonuçlarından biri de yerel finansal varlıkların fiyatlarında spekülative bir baloncuk yaratılmış olmasıdır. Bu, yerli firmaların net değerini arttıracak uluslar arası bono piyasasında ve yerel finansal piyasalarda aşırı borçlanmanın önünü açacaktır. 1990-1994 yılları arasında endüstriyel üretim sadece %12 artmıştır. Bu aslında yabancı yatırımların büyük bölümünün portföy yatırımları olmasından kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar doğrudan yatırımlar için bürokratik engellerle mücadele etmek ve yani tesisler kurmak

¹⁵² Akdiş M, s.64

yerine hazırda bulunan tesisleri satın almayı tercih etmişlerdir.1993'de Meksika vatandaşları devlet bonolarının %43'ünü tutarken 1994'te bu oran%34'e gerilemiştir. F.S.Mishkin'e göre Meksika 1994 krizinin en önemli etkeni geri ödenemeyen krediler nedeniyle bozulan banka bilançolarıdır. Gelişmekte olan ülkeler açısından bankaların bu tarz hızlı bir kredi genişlemesine gözetleme yetenekleri açısından hazır olmadıkları bilinmektedir.

Mishkin'e göre Meksika krizini tetikleyen bir diğer faktör de, ABD'nin Şubat 1994'ten itibaren faizleri yükseltmeye başlamasıdır. Bu Meksika'da faiz oranları için yukarı yönde bir baskı yaratmıştır. Krizin gerçekleştiği 1994'te Salinas hakkında çıkan yolsuzluk iddiaları ve başkanlık seçimlerinin diğer adayı Luis Colosio'nun suikaste uğraması döviz üzerinde bir spekülasyon yaratmıştır. Hükümeti devalüasyon yapacağını bildirilmesi spekülasyon atağı yavaşlatmak yerine daha da hızlandırıcı bir etki yaratmıştır. 22 Aralık 1994'te döviz serbest dalgalanmaya bırakılmış ve borsa %40 (dolar olarak%70) oranında düşüş göstermiştir.¹⁵³

Bu krizin doğmasına, Meksika'ya giren uluslar arası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda Meksika'ya giren uluslar arası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda da pesonun aşırı değer kazanması ile cari işlemler dengesinin açık vermesi sebep olmuştur. Bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yoluna gidilmesi ise dolara endeksli Tesebonds'ların devlet borçları içindeki ağırlıklarının artması sonucunu doğurmuştur. Kriz konusundaki bekleyişlerin 1994 yılı başlarında yoğunlaşması üzerine kısa vadeli bonolara karşı duyulan güven sarsılmış, faiz oranları yükselme eğilimine girmiş, Meksika'dan sermaye kaçışı da hızlanmıştır. Bu da ayrı bir şekilde faiz oranlarının yeniden yükselişe geçmesine ve döviz rezervlerinin erimesine sebep olmuştur. Ülkedeki politik istikrarsızlık ve yolsuzluklar da güven bunalımına yol açarak krizi derinleştirmiştir.¹⁵⁴

Arjantin ise başlangıçta izlediği farklı kur rejiminin (birebir peso dolar bağlantısı ve rezerv karşılığı olmaksızın peso arz edilemeyeceği), kendini Meksika krizinden

¹⁵³ Karabulut G., a.g.e., s.116.

¹⁵⁴ Sağlam, D., **Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi**, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 13, Sayı 152 (Kasım 1998), s.41.

koruyabileceğini düşünmüştür. Ancak Arjantin'in yüksek oranlara ulaşan işsizlik düzeyleri ile baş edebilmek için para kurulunu terk edebileceği yönündeki şüpheler spekülâtorlerin Arjantin pesosuna karşı pozisyon almalarına sebep olmuştur. Bu beklentilerin yol açtığı, büyük miktarlardaki sermaye kaçıışı ise para hacminde hızlı bir düşüşe yol açmış ve bankacılık sektörünü desteklemek için uluslar arası resmi borçlara ihtiyaç duyulmuştur.¹⁵⁵

1994 yılında Meksika'da yaşanan kriz incelendiğinde temel nedenin, 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlaması görülmektedir. 1990- 1993 arası dönemde ülkeye özel yabancı sermaye girişi 72,5 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. 1994 yılının sonunda yaşanan panik ile birlikte, ülke döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara gerilemiştir. Olayın devamında büyük bir devalüasyonun oluşması finansal krize ortam hazırlamıştır.¹⁵⁶

2.8.3. GÜNEYDOĞU ASYA KRİZİ:

Asya krizi, döviz kurlarının aşırı değerlenmesi, banka ödünçlerindeki aşırı şişkinlikler ile birlikte ortaya çıkması ve gayrimenkule aşırı yönelim olması gibi bazı noktalarda 1994 Meksika krizine benzetilse de, bu krizin yeni özellikleri bulunmakta, bu nedenle de yeni açıklamalar gerektirmektedir. 1997 Asya krizinin nedenleri konusunda iki ana yaklaşım vardır. Birinci yaklaşım, krizin öncelikle bölge ülkelerindeki yapısal ve politik bozuklukların bir sonucu olarak meydana geldiğini ileri sürmektedir. Bu görüşe göre temellerdeki dengesizlikler 1997 yılındaki para ve finansal krizi tetiklemiştir. Kriz başladıktan sonra, piyasanın aşırı reaksiyonu ve piyasa aktörlerinin sürü davranışı sonucunda, kurlarda, varlık fiyatlarında ve ekonomik aktivitede başlangıçtaki zayıf ekonomik ve finansal koşulların haklı göstereceğinden büyük bir çöküş yaşanmıştır. İkinci yaklaşım, 1997'deki finansal hengameyi ve onun zamanla yayılmasını, piyasa beklentilerinde ve yatırımcı güveninde ani farklılaşmaya bağlamaktadır .Bu

¹⁵⁵ Akdiş, M., a.g.e., s.63

¹⁵⁶ Akdiş M., a.g.e., s.63

görüştükilere göre krizin derinlik ve genişliğinin temellerdeki kötüleşmelerden ziyade, yerli ve yabancı yatırımcıların sergiledikleri paniğe atfedilebileceği ileri sürülmektedir.¹⁵⁷

Güneydoğu Asya’da başlayan finansal krizin temel nedeninin makroekonomik dengesizlikler olmayıp, finansal kesimdeki sorunlar olduğu, üzerinde genel bir fikir birliği vardır. 1929 ekonomik bunalımından bu yana ortaya çıkan 1974 petrol bunalımı, 1991’deki Körfez Krizi gibi ekonomik depresyonda görülen reel ekonomik uyumsuzluk bu krizde tersine bir gelişme göstermiş, finansal piyasalarda ortaya çıkan ve bu suretle reel ekonomiye yansıyan bir kriz niteliğinde gerçekleşmiştir. Ekonomik büyümesi, ihracatı, sanayi üretimi kaliteli olan bu ülkelerin finansal yapılarının kırılganlığı, bu ülkelere yapılan doğrudan yatırımlarla portföy yatırımcılarının da fazla dikkatini çekmemiştir.¹⁵⁸

Güneydoğu Asya ülkelerinde özellikle 1994 yılından itibaren parasal türevlerin alışverişi ve banka kredilerinin toplam hacmi, reel iktisadi faaliyet artışı ile bağlantısız oranda artmıştır. Örneğin 1997 yılında Tayland ve Endonezya’da banka kredileri toplamı GSYİH’nın sırasıyla %150 ve %170’sine yükselmiştir. Kredilerin iç kaynaklara değil de dış kaynaklara dayandırılıyor olması, sektörü döviz dalgalanmalarına karşı son derece hassas konuma getirmiştir.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Seyidoğlu H., Yıldız R., **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Arıkan Yay.,2006, s.180

¹⁵⁸ Akdiş M., a.g.e., s.69.

¹⁵⁹ Akdiş, M., a.g.e., s.69.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE YAŞANAN KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİ

3.1. TÜRKİYEDE SERMAYE HAREKETLERİNİN LİBERALLEŞMESİ SÜRECİ

Son 20 yıllık süreçte gelişmekte olan birçok ülke mali liberalleşme çabaları içerisinde olmuşlardır. Bu çabaların temel nedeni finansman kısıtının baskısı altında tutulan ekonomilerde kaynakların dağılımındaki etkinliğin bozulduğunun farkedilmesi ve amaçlanan büyüme oranlarına ulaşamamasıdır. Bu çabaların hayata geçirilmesinde kredi kontrollerinin kaldırılması ve reel mevduat ve kredi faiz oranlarının negatif oranlardan pozitif oranlara çekilmesi en sık rastlanan örnekler olarak gösterilebilir. Mali liberalleşmenin nihai amacı ise tasarrufların artırılması, yabancı sermaye girişinin özendirilmesi ve mali kaynakların kullanımında etkinliğin güçlendirilmesidir.¹⁶⁰

24 Ocak 1980 programı, ana çizgisiyle 1988 yılının sonuna kadar iktisat politikalarına damgasının vuran ve zaman içinde yeni öğelerin eklenmesiyle zenginleşen bir bütünlük taşır. Baştan sona kadar alternatifsiz ve çok yoğun bir ideolojik kampanyayla kamuoyuna sunulan bu neoliberal model Türkiye ve Dünya için orijinal bir model değildir. Kararlar 70’li yıllarda IMF’in dış tıkanma koşulları altında bunalan pek çok az gelişmiş ülkeye dayattığı standart istikrar politikası paketi ile daha ziyade Dünya Bankası tarafından geliştirilen tipik bir yapısal uyum programının tüm bilinen unsurlarını içermektedir.¹⁶¹

1980 öncesinde finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir:

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatifti.
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlar getirilmişti (kambiyo kısıtlamaları).
- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu.

¹⁶⁰Binay Şükrü, Kunter Kürşat, **Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü 1980- 1997**, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html>, Erişim Tarihi: 15.11.2007

¹⁶¹ Boratav Korkut, “**Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002**”, Ankara İmge Kitapevi, 2003 s.148,149

- Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı.

- Kalkınmada öncelikli sektörlerle ucuz kredi sağlanmaktaydı.
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi. Aracılık hizmetinin maliyeti yüksekti.

- Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına (entry) önemli kısıtlar getirilmekteydi.

- Şirketlerin yegane finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkanları yoktu. Pay sahipliği yolu ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş, büyük başarısızlıkla karşılaşmıştı (işçi şirketleri).

- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti.
- TL piyasası yok denecek kadar azdı.
- Şirket ve banka sahipliği içiçe geçmişti.

Tüm yukarıda sayılan öğeler mali sistemin etkinliğini önemli ölçüde azaltmaktaydı.¹⁶²

24 Ocak 1980 istikrar kararı ile iki önemli tercihte bulunulmuştur. Enflasyonun önlenmesi ve dış ödeme sorunu yaşamamak için ihracatın arttırılmasıdır. Diğer yandan yatırım ve üretimin arttırılması, istihdamın arttırılması ve sosyal güvenliğin sağlanması gibi amaçlar söz konusudur. Bu amaçların gerçekleştirilmesi için, dışa açık serbest piyasa koşullarının uygulandığı, ihracata dayalı bir ekonomik yapılanma içine girilmiştir. Bu çerçevede dış ticarete korumacılık ve miktar sınırlamaları kaldırılmış, sabit kur rejimi terk edilmiş ve ihracata yönelik üretim her yönüyle teşvik edilmiştir. 1980 yılından itibaren aşama aşama uygulamaya konularak, Gümrük Birliği anlaşmasıyla liberalizasyon süreci tamamlanmıştır.¹⁶³

¹⁶² Binay Ş., Kunter K., a.g.e.,s. 2

¹⁶³ Kovancılar B., Münyat M., **Globalleşen Dünya’da Türkiye’nin yeri** , İst Kadir Has Üni. Yayınları, 2004, s.285.

1980 yılında Türkiye büyük bir istikrar ve yapısal değişim programına başladı. Programın amaçları finansal derinleşme, daha yüksek tasarruf, yatırım ve büyüme oranları, dış pazarlarla rekabet ve artan kaynak etkinliği idi. Finansal liberalizasyonun bir hedefi de daha önceleri kontrol edilen nominal faizlerin enflasyonun altında kalması nedeniyle eksi olan reel faizlerin artıya çekilmesiydi. 24 Ocak 1980’de açıklanan istikrar programının ana ögesi Türkiye’nin ithal ikameci büyüme modelinden dışa açık bir büyüme modeline geçmeyi amaçlamasıydı. İstikrar programının mali kesimi ilgilendiren bölümünde ise devletin fonksiyonlarının azaltılarak, bütçe açığının daraltılmasının ve sistemin fonlarının yönünü mali sektöre çevirme isteğinin bulunduğu söylenebilir. Bir ekonomide mali sektörün rolü, fon fazlası bulunan sektörlerden fon açığı bulunan sektörlerle kaynakları en az maliyetle aktarmaktır. Yapısal reformlara dayanan istikrar programlarında serbest piyasa ekonomisinin artacak rolü vurgulanmakta ve makroekonomik istikrar ve ekonomik büyümenin, kaynakların en etkin bir biçimde kullanılması ile mümkün olacağı, bunun için de mali liberalleşmenin programın ayrılmaz bir parçası olduğunun altı çizilmektedir. Mali sektörde liberalleşme çabalarının başladığı ekonomik ortama gözetildiğinde enflasyonun yüksek ve dalgalı, kamu açıklarının yüksek ve bankaların denetiminin yetersiz olduğu göze çarpmaktadır. Programın uygulamaya konduğu 1980 yılında mali sistemin büyüklüğünün GSMH’ya oranı yüzde 15.6 ve reel faiz oranları negatif olarak yüzde 25 ile yüzde 50 arasında değişmektedir¹⁶⁴

1981 yılında ticaretin liberalizasyonu ile başlayan Türkiye ekonomisindeki dönüşüm süreci, 1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı konvertibiliteye geçiş kararıyla finansal liberalizasyonun temellerini de atmıştır. Türkiye’de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi çalışmaları 1980’lerde yürütülen ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlatılmıştır. 1980’den önce sermaye hareketleri döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerle kontrol ediliyordu. Liberalleşme sürecindeki kararnameler ile sermaye hareketleri kısmen liberalleştirilmiş ancak süreç 1989 yılında tamamlanmıştır.

1985 ve 1986 yıllarında devlet iç borçlanma senetlerinin ihale ile satılmasına başlanmasının ardından bankalar arası para piyasası oluşturulmuş, devlet iç borçlanma senetlerinin ihale ile satışının gerçekleşmesinden sonra kamu finansman açığının önemli bir bölümü para ve sermaye piyasasından karşılanmaya başlanmıştır. Kamu kesiminin

¹⁶⁴ Binay Ş., Kunter K., a.g.e.,s. 7

Merkez Bankası kaynaklarına olan başvuruları azalmıştır. 1987 yılı Merkez Bankasının klasik anlamda Merkez Bankacılığı işlevini yerine getirmesini sağlamak ve para politikası uygulamasına geçişi hızlandırmak amacıyla kurumsal düzenlemelere hız verildiği yıl olmuştur.¹⁶⁵

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

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

¹⁶⁵Kesriyeli Mehtap, **1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/yay2.html>, s. 13, Erişim Tarihi: 18.11.207

- *Gayri menkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayri menkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.*
- *Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.*
- *Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.*
- *Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.*¹⁶⁶

1986 yılında mali piyasalarda görülen önemli gelişmelerden bir tanesi de 2 Nisan 1986 tarihinde bankalar arası para piyasasının kurulması, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının açılması ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçlarla mali araçların çeşitlendirilmesidir. Bankalar arası para piyasasının kurulması Merkez Bankasına parsasal gelişmeleri yakından izleme olanağı sağlamıştır. İMKB’nin de açılmasının da etkisiyle ikinci piyasalarda işlem hacmi belirgin bir artış göstermiştir. Bankalar arası piyasanın kurulması, mali araçları çeşitlenmesi ve ikincil piyasaların genişlemesi Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerine geçebilmesine ve para politikasının daha etkin yürütülmesine yardımcı olacak gelişmelerdir. Mali piyasaların gelişmesi ile dolaşıma çıkan paranın nakit ihtiyacı bulunana kesimlere yönelmesi mümkün olmaktadır. Böylece atıl fonlar değerlendirilmekte ve Merkez Bankası kaynaklarına olan talep azalmaktadır.¹⁶⁷

1990 sonrası dönemde patlak veren iki büyük kriz, Türkiye'deki finansal serbestleşme ile yakından ilgilidir. 32 sayılı Kararname ile birlikte, Türk finans piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılması ile ulusal piyasalarda merkez bankası, döviz, kur ve faiz oranlarını birbirinden bağımsız birer politika aracı olarak kullanabilme olanağını kaybetmiş ve finans piyasaları kısa vadeli spekülatif yabancı sermaye hareketlerinin denetimi altına girmiştir.¹⁶⁸ Türkiye ekonomisinde 1980’li yıllarda

¹⁶⁶ **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, TCMB, Mayıs 2002, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf> s. 17

¹⁶⁷ Kesriyeli M., a.g.e., s. 12

¹⁶⁸ İnandım Ş., a.g.e., s.35

gözlenen makul genişlemeyi, 1990'daki toplam talep kaynaklı canlanma ve 1991 körfez krizi dönemindeki keskin daralma izlemiştir. 1989'da Türkiye'nin sermaye hesabında gerçekleşen serbestleşme, yerli varlık piyasalarına sıcak para akımları likidite girişi olmasının yolunu açmıştır. Net portföy yatırımlarında 1990'lı yıllarda ani dalgalanmalar meydana gelmiştir (1993: 3.9 milyar ABD doları, 1998: - 6.7 milyar ABD doları). Söz konusu dönemdeki sermaye girişleri, hızlandırılmış kamu harcamalarını artırmış, aynı zamanda ithalatın maliyetini azaltmak yoluyla yerli mal piyasalarına olan toplam talebin yarattığı baskıda geçici bir rahatlama sağlamıştır. Buna karşın, uzun vadeli doğrudan yabancı yatırımların performansı daha zayıf kalmıştır.¹⁶⁹

Tablo 7: Türkiye’de Mali Sektördeki Düzenlemeler

Haziran 1982	Bankalara döviz pozisyonu tutma serbestisi verilmiştir. Kambiyo işlemleri düzenlenmiştir.
1983	• Bakanlar Kuruluna geri dönmeyen krediler konusunda yetki verilmiştir. • Sermaye Piyasası Kulu göreve başlamıştır. • 29.12.1983'te TPKK hk. 28 sayılı karara göre bankalar TCMB tarafından belirlenen alt ve üst sınırlar içinde kalarak serbestçe döviz alım satımı yapabileceklerdir. Vadeli ve vadesiz döviz tevdiat hesapları açabileceklerdir.
7 Temmuz 1984	30 sayılı karar ile yurtiçinde ikamet edenlerin döviz taşımaları, ticari bankalarda döviz cinsinden hesap açtırmaları, nakit döviz çekmeleri ve yurtdışına döviz transfer etmeleri serbest bırakılmıştır. MB'nın sadece dolar kurunu ilan etmesi benimsenmiştir.
1985	• MB haftalık ihaleler ile tahvil ve bono ihraç etmeye başlamıştır. • 3218 Sayılı Serbest Bölgeler Kanunu ile 1999 yılı sonunda 17 serbest bölge faaliyete geçmiştir. • Bankalar ihracat ve görünmeyen kalemler nedeniyle yaptıkları döviz alımlarının%20'sini TCMB'na devredeceklerdir.(zorunlu devir) • 01.06.1985'te 95/6990 Sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı ile yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla aynı hak ve sorumluluklara sahip olmuşlardır.

¹⁶⁹ İnandım Ş.,a.g.e., s.35.

Nisan 1986	Bankalararası para piyasası (interbank) yasalaşmıştır.
Temmuz 1987	1 yıllık mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.
11 Ağustos 1989	TPKK hk.32 sayılı karar çıkmıştır. Yurtdışındaki yerleşiklerin Türk menkul kıymetlerini, yurtiçinde yabancıların menkul kıymetleri alıp-satmaları serbest bırakılmıştır.
Ağustos 1992	Repo(geri satın alma vaadi ile menkul kıymet satışı)na ilişkin tebliğ yayınlanmıştır.
1997	Serbest bölge statüsünde işlem yapacak olan İMKB uluslararası Serbest Bölgesi kurulmuştur.Çeşitli ülkelerin ve Türkiye'deki menkul kıymetlerin ihraç işlemleri, ikinci el işlemleri kur ve vergi muafiyetleriyle yapılabilecektir.

Kaynak: H.Gül Özer, **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi**, SPK Yayın No:189/2006, s.182

Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinden sonra ekonomik faaliyetler çok daha kırılgan ve oynak hâle gelmiştir. İstikrarsız faiz oranları ve döviz kurları ve hükümetin finansal piyasalardaki ağırlığı vadelerin ve ekonomik birimlerin geleceğe yönelik planlama dönemlerinin daha da kısılmasına neden olmuştur. Bütün bunlardan dolayı, sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi politika yapıcıların işini daha da zorlaştırmış, ekonomide iniş çıkışlara yol açmış, ekonomik faaliyetin ağırlıklı olarak yurt dışından sağlanan daha çok kısa vadeli olan sermayeye bağlı olmasına neden olmuştur. Bunun yanında, kısa vadeli sermaye girişleri, maliye politikasının kredi kısıtlarını ve para otoritesinin para kısıtlarını aşmasında yardımcı olurken, kısa vadeli sermayeyi çeken yüksek faiz oranları özel yatırımlar için caydırıcı olmuş ve reel sektör şirketleri için finansal varlıklara yapılan yatırımlar fiziksel yatırımlardan daha cazip hâle gelmiştir.

**Tablo 8 : Büyük Sanayi Kuruluşlarının Üretim Faaliyeti Dışındaki Gelirlerinin
Dönem Kar ve Zararı Toplamı İçindeki Payı**

Yıllar	Birinci 500 Büyük Kuruluş	İkinci 500 Büyük Kuruluş
1997	52,7	71,2
1998	87,7	127,7
1999	219,0	318,5
2000	114,4	101,5
2001	547,0	491,5
2002	113,2	134,9
2003	71,8	110,5
2004	39,1	52,8
2005	37,0	76,7
2006	26,3	46,8

Kaynak: İSO Meclis Konuşması,
http://www.iso.org.tr/tr/Web/StatikSayfalar/Meclis_Konusmalari_22-08-07.aspx

Yukarıda tablodaki veriler 1990 sonrasında sanayi işletmelerinde faaliyet dışı gelirlerin artan önemini açıkça ortaya koymaktadır. Sanayi işletmelerinin, ana faaliyetleri dışında elde ettikleri gelirler 1990'dan başlayarak üretim gelirlerini besleyen ek bir kaynak olmaktan çıkmış, kârlarının neredeyse olmazsa olmaz koşullarından biri hâline dönüşmüştür. Tabloya göre faaliyet dışı gelirlerin vergi öncesi bilanço kârlarına oranı 1998'de %87,7, 1999'da ise %219'la rekor bir seviyeye ulaşmıştır.

3.2. TÜRKİYE'DE YAŞANAN KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİ

Sermaye akımlarındaki artış, ülkedeki rekabetin ve verimliliğin artması ile oluşan sürekli bir iyileşmenin etkisi ile sağlandığında bunların istikrarlandırıcı rolleri çok fazla olabilmektedir. Buna karşılık sermaye akımları, daha çok dışsal etkilerden ya da kredi kısıtlamalarından kaynaklanmakta ise, ortaya çıkabilecek etkiler istikrarsızlıklara yol açabilecektir.¹⁷⁰

¹⁷⁰ Aslan, N., a.g.e., s.97.

Yabancı sermaye ekonomik büyüme için en elverişli kaynak olmasına rağmen Türkiye bundan payını yeterince alamamış aksine aceleyle getirilmiş ekonomik liberalleşme politikaları büyük finansal krizlere sebep olmuştur. Sermaye hareketlerinin denetim altında tutulduğu 1981-89 yıllarını, 32 sayılı kararın uygulandığı “açık sermaye hesabı” dönemiyle, yani 1990 ve sonrası ile karşılaştırdığımızda, ekonominin büyüme-daralma patikasının belirlenmesinde önemli bir “kopma” meydana geldiği anlaşıyor. Kısacası, etkileşim bağlantıları *büyüme* → *cari açık* → *sermaye girişleri* doğrultusunda idi. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemde büyüme süreci, doğrudan sermaye girişlerine bağlanır ve yukarıdaki bağlantı *sermaye girişleri* → *büyüme* → *cari açık* doğrultusunda gerçekleşir.¹⁷¹

3.2.1. 1994 KRİZİ

Türkiye’de 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye girişleri, Türkiye’nin iç dinamiklerinden kaynaklanan sorunları geçici olarak bertaraf etmeyi başarmış ancak uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sürecini beraberinde getirememiştir. Finansal dengeleri bozuk, finansal kurumları zayıf ve piyasaları sığ, sanayi ile tarımı düşük verimli Türkiye ekonomisinin yeni döneme tepkisi ise sık sık ortaya çıkan krizler şeklinde olmuştur.¹⁷²

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin altında yatan mantık; 1986 yılından itibaren artan mali açıkların yurt içi borçlanmalarla giderilmeye çalışılmış olması, ancak bu durumun özel yatırımları dışlayıcı bir etki yaratması, mali açıkların kapatılması için alternatif bir çözüm olarak görülen yabancı fonların ülkeye girişini sağlamak amacıyla sermaye hesabı serbestleştirilmesidir. 1990’lı yıllardan itibaren yabancı sermaye girişleri, özellikle de kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar olmuştur.

Sermaye girişleriyle birlikte TL aşırı değerlenmiş, bu bankaların uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda borçlanmasını ve toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmasını ya da yurt içi piyasalara kredi olarak verilmesini cazip hale getirmiştir. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim

¹⁷¹ Yeldan E., a.g.e, s.7.

¹⁷² Kazgan G., *Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye’nin Krizleri*, İktisat Dergisi(410-411), s.27

ve hammadde malları ithalatını artırır iken, TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması da ihracatı zorlaştıran, ithalatı kolaylaştıran bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Bunun sonucu dış ticaret açığı 1993 yılında 6.4 milyar dolara yükselmiş ve bu açıkların finansmanında da sermaye hareketleri önem kazanmıştır. Dünyada yılda yaklaşık 200 milyar USD yabancı sermaye yatırımı yapılırken Türkiye'ye gelen yabancı sermaye yatırımları 1980'li yılların başlarında yaklaşık 100 milyon USD \$ olarak gerçekleşmiş, 1990'larda 1-2 milyar dolarlara ancak ulaşılabilmiştir. Ortalama %100 seviyesinde seyreden nominal faiz oranları, '94 krizi süresince İnterbank'ta %1000 seviyelerine çıkmış, aynı dönemde hazine bonosu faizleri %400'e ulaşmıştır. Dönemde Türk bankacılık sisteminin dövizdeki açık pozisyonu da artmış ve 4.9 milyar dolara yükselmiştir. Diğer yandan faiz oranlarının idari kararlarla indirilmeye çalışılması, sisteme çok büyük miktarda likidite sürülmesi ve kamu kağıtlarına vergi getirilmesi dövizde olan talebi artırmış ve Türk Lirasının değer kaybı yönündeki beklentiler yaygınlaşmıştır. Baskı altında tutulan döviz kurları serbest piyasada yükselir iken, yabancı sermaye çıkışlarıyla birlikte de döviz rezervleri hızla erimeye başlamıştır. Kasım 1993 tarihinde resmi rezervler 7.2 milyar dolar seviyesindeyken, 8 nisan 1994 tarihine kadar resmi rezervlerdeki azalış devam etmiş ve bu tarihte 3 milyar düzeyine inmiştir.¹⁷³

1994 yılının ilk çeyreğinde ekonominin bir kriz eşiğine gelmiş olması, kalıcı önlemler içeren ve bozulan dengeleri kısa sürede yerine getirecek bir istikrar politikasının uygulanmasını gerekli kılmıştır. Bu amaçla hazırlanan 5 Nisan paketi kısa vadeli olarak enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir büyümeyi sağlamayı amaçlamıştır.¹⁷⁴

5 Nisan 1994 tarihinden itibaren hükümet tarafından alınan ve tarihi önem taşıyan 5 Nisan Kararları, kısa vadede etkin görünse de bunun sağlıklı bir iyileşme olduğu sonradan anlaşılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin teşvik edilmesi ve

¹⁷³ Özatay F., **1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 10(109), 1995, s.17

¹⁷⁴ Kesriyeli M., a.g.e, s.24

yurt dışına sermaye kaçışlarının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının çok yüksek tutulması, yurt içi borçlanmanın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş ve bunun olumsuz sonuçları da 1990'lı yılların sonunda ortaya çıkmıştır. Krizin ortaya çıkmasıyla birlikte mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınması, bankacılık sektörünü daha sonraki dönemlerde olumsuz yönde etkilemiştir. Bankacılık düzenlemeleri, istikrarsızlığın önemli nedenlerinden birini oluşturur iken ülkemizde yaşanan son krizde anahtar rol oynamıştır¹⁷⁵

Tablo 9: Liberalleşme Sonrası Türkiye'ye Sermaye Girişleri (Milyon\$)

Yıl	Toplam Sermaye Hareketleri (net)	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	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

Kaynak: Kar M. s.18

1995 yılı sonunda erken genel seçim yaşanması, gümrük birliğine girilmesi, yıl içinde yaşanan hükümet değişiklikleri ve IMF ile yapılan stand- by anlaşmasının sona erdirilmesi gibi nedenler ekonomideki belirsizlikleri arttırmıştır. Bu

¹⁷⁵ Kar M., a.g.e., s.18.

nedenle 1996 yılında izlenen para politikasının temelini finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasına yönelik uygulamalar olmuştur. Merkez Bankası para programı, rezerv paranını kontrol edilmesini ve döviz kurlarındaki hareketlerin gözetimini amaçlamıştır.¹⁷⁶

3.2.2. 1998 KRİZİ

Asya'da meydana gelen kriz Türkiye'de daraltıcı politikaların uygulandığı bir döneme denk gelmiştir. Bu tür bir ortamda krizin Türkiye'ye de sıçrayabileceği endişesi taşıyan uluslar arası sıcak para, çok da kararlı olmayan bir şekilde piyasalardan çıkmaya çalışmıştır. Ekim 1997 'de Türkiye hisse senedi piyasasından yabancılar 313,1 milyon dolar çekilmişlerdir.¹⁷⁷

Ekim 1997- Ocak 1998 dönemini kapsayan dört aylık süreçte borsadan toplam 565,3 milyon dolar çıkış gerçekleşmiştir. Kısaca Asya krizinin mali piyasalara yansımada önemli etkiler görülmemiş, kriz ve sonrası Türk reel piyasaları daha çok etkilenmiştir. Bunun altında yatan en önemli sebep ise Türk ekonomisinin globalleşme derecesidir.¹⁷⁸

Reel olarak ihracatta gerileme, 2 milyar dolardan 1,3 milyar dolara düşüş olarak gerçekleşmiştir, Ağustos ayından itibaren gerçekleşen yabancı sermaye çıkışı ve hızlı artış mali sektörde küçülmeye, reel faizlerin yükselmesine ve özel sektör için kullanılabilir kredi miktarının azalması sonuçlarını beraberinde getirmiştir.

3.2.3. 2000-2001 KRİZİ

Aralık 1999 yılında ülkemizde uygulamaya konulan, döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı ekonomik gelişmeleri belirleyen temel unsur olmuştur. Program, sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın artırılmasını, yapısal reformların gerçekleştirilmesini, özelleştirmenin hızlanmasını ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelir politikası uygulamasını benimsemiştir.

¹⁷⁶ Kesriyeli Mehtap, a.g.e, s.28

¹⁷⁷ Akdiş M, a.g.e., s.118

¹⁷⁸ Akdiş M. a.g.e., 119

Merkez Bankası 1 Dolar + 0,77 Euro'dan oluşan döviz kuru sepetinin günlük değerini, bir yıllık süre için 2000 yılı başında kamuoyuna açıklamıştır. Döviz kuru rejimini desteklemek amacıyla, Merkez Bankası net iç varlık büyüklüğünü sabitlemiş ve bilanço genişlemesini net dış varlıklardaki artışa bağlamıştır. Yarı Para Kurulu benzeri bu politika sterilizasyon imkanını kaldırmış, ekonomideki likiditenin döviz karşılığı yaratılmasını benimsemiş ve Merkez Bankasının kısa vadeli faizler üzerindeki etkisini sınırlamıştır.¹⁷⁹

Programın uygulamaya konulmasıyla birlikte ortaya çıkan zayıflıklar ve aksamalar programa duyulan güveni de azaltmıştır. Öncelikle programın uygulaması sonucu, enflasyon hedeflerin üzerinde gerçekleşmiş (TÜFE % 39), yıl boyunca kurdaki artış ise % 20 olmuştur. Türk Lirası Aralık 1999 'a göre Ocak 2001'de % 17 değerli hale gelmiş ve Türk lirasındaki değerlenmeyle birlikte ithalat % 23 artar iken, ihracattaki artış sadece % 2.2 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle faizlerdeki hızlı düşüş tüketici kredilerini % 300 oranında artırmış ve bu durumun yarattığı talep patlaması da üretimin ihracat yerine iç tüketime yönelmesine neden olmuştur.¹⁸⁰

2000 yılı cari işlemler açığı 9.8 milyar dolar olarak gerçekleşirken, GSMH'nın % 5'i seviyesine ulaşmıştır. Sabit kur uygulaması nedeniyle giderek artan cari açıkların sürdürülebilmesi için dış kaynak girişi ön plana çıkmış, ancak 2000 yılında doğrudan yatırım şeklindeki yabancı kaynak girişinin yetersiz oluşu dış borçlanmayı gündeme getirmiştir. Krize giden yolda, dış borç verenlerin hem ülkenin makroekonomik dengelerine hem de borçlanmaya aracılık eden bankalara ilişkin bakış açıları da belirleyici olmuştur.¹⁸¹

Cari işlemlerdeki açıklarla birlikte, yılın ikinci yarısında, özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler iç ve dış piyasalarda tedirginliği artırarak, sermaye girişlerini dolayısıyla likiditeyi olumsuz etkileyerek kısa vadeli faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Faiz oranlarındaki yükseliş portföylerinde yoğun şekilde devlet iç

¹⁷⁹ TCMB Para Pol. Raporu 2002, s.1

¹⁸⁰ TCMB 2002 Para Pol. Raporu, s.2

¹⁸¹ Uygur E., **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve Şubat Krizleri**, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, <http://www.econturk.org>, 2001.

borçlanma senedi tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalara güvensizliği artırmıştır.¹⁸²

Bu güvensizlikle ve beraberinde dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırı, çok yüksek faizle, önemli döviz rezervi kayıplarıyla, sterilizasyon yapılamaması nedeniyle para arzında yaşanan daralmalara yol açmış ve 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki IMF kredisi ile atlatılmış, ancak daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde zayıflamıştır. Krizden üç ay sonra 19 şubat 2001 tarihinde Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi kriz, dövize ikinci bir spekülasyon saldırı başlatmış, 16 şubatta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi, 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara inmiş ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar olmuştur. Kasım krizinde dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalır iken, Şubat krizinde yerlilerinde, özellikle bankaların dövize saldırdığı görülmüştür. Dövize yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca, TCMB'sı 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır¹⁸³

Yabancı sermaye girişlerinin alt-dökümüne göre, toplamın %82'sini üç ana kalemler oluşturmaktadır. Bunlar, hazinenin tahvil ihracı ile borçlandığı 5.7 milyar dolar, yerli bankaların yabancı bankalara kısa vadeli borçlarında gerçekleşen 3.6 milyar dolarlık artış ve 3.2 milyar dolarlık uzun vadeli borçlanmadır. Aşağıda da vurgulanacağı gibi, 2000 yılının ilk on ayındaki yabancı sermaye girişlerinde "sıcak olmayan" ve uzun vadeli ögeler başat görünmektedir. Kriz öncesi ilk on ay içerisinde; döviz kuru çıpasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizler rağmen süregelmesi sayesinde net yabancı sermaye girişleri hızla artmış ve 15.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun 14.2 milyar dolarlık kısmı ise borç artıran yabancı sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmiştir.¹⁸⁴

¹⁸² TCMB 2002 Para Politikası Raporu, s.2

¹⁸³ Uygur E., a.g.e., s.23

¹⁸⁴ Boratav, K., **2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16 (186), 2001., s.7

Tablo 10 : Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri, Milyon \$

	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 Değişimleri	-2324*	15239**
Cari İşlem Dengesi	-7589	-1764

Kaynak: Boratav K.,2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16 (186), s. 7.

Notlar: (*) \$499 milyon IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki \$2823 milyon *artıştan* oluşur.

(**) \$8076 milyon IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki \$7163 milyon *azalıştan* oluşur.

Tablo 11: 2000/ 2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri

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

Kaynak: ‘2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16 (186), s. 7

Notlar: (a) Yabancılarca açılan ticari krediler ve kısa vadeli resmi borçlanmalar içerilmemiştir.

(b) Yerli aktörlerce açılan ticari krediler içerildiği için "sıcak olmayan" öğeler içermektedir.

Kriz öncesinin on ayını, sonraki sekiz ay ile karşılaştırsak, Ocak-Ekim döneminde yabancı kökenli net sermaye akımları +15.2 milyar dolar, Kasım 2000-Haziran 2001 süresinde –10.4 milyar dolardır. İki büyüklük arasındaki fark, yani 25.6 milyar dolar, bu iki dönem arasında ekonominin yabancı sermaye hareketleri dolayısıyla karşılaştığı negatif şokun büyüklüğünü ifade eder. Karşılaştırmayı yerli aktörleri de katarak, sermaye hareketlerinin net bilançosu açısından yaparsak, kriz öncesindeki +9.9 milyar dolarlık net sermaye akımı, krizi içeren sekiz ay boyunca –13.5 milyar dolara dönüşmüş; canlanma dönemindeki büyük boyutlu net sermaye girişlerini aşan miktarda net çıkış izlemiştir. Yerli ve yabancı aktörlerin net sermaye hareketlerinin yön değiştirmesi yoluyla ekonomiye taşıdığı negatif şokun büyüklüğü 23.4 milyar dolardır.¹⁸⁵

Tablo 12: İMKB Günlük Toplam İşlem Hacmi ve Miktarı (Milyon Dolar)

Yıllar	Günlük Ortalama İşlem Hacmi	Günlük Ortalama İşlem Miktarı
1986	0	0
1987	0	0
1988	1	0
1989	7	1
1990	62	6
1991	144	18
1992	225	41
1993	1.039	144
1994	2.576	396
1995	9.461	1.220
1996	12.306	1.583
1997	36.795	3.645
1998	72.971	9.043
1999	156.369	24.677
2000	452.606	45.023
2001	375.469	96.525
2002	421.835	134.656
2003	596.118	240.243

Kaynak: İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>

¹⁸⁵Yeldan Erinc, ‘Kriz Oluşumunda ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri’, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01

Tablo 13:İMKB Yıllık Toplam İşlem Hacmi ve Miktarı (Milyon Dolar)

Yıllar	Toplam İşlem Hacmi	Toplam İşlem Miktarı
1986	9	3
1987	105	15
1988	149	32
1989	1.736	238
1990	15.313	1.535
1991	35.557	4.539
1992	56.404	10.296
1993	255.628	35.292
1994	651.791	100.088
1995	2.374.797	306.253
1996	3.039.634	390.917
1997	9.272.346	918.555
1998	18.096.862	2.242.532
1999	36.903.111	5.823.859
2000	111.340.969	11.075.685
2001	93.116.230	23.938.149
2002	106.302.347	33.933.251
2003	146.644.967	59.099.781

Kaynak: İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>

İMKB ‘de de kriz dönemlerinde tabloların incelenmesi neticesinde işlem hacmindeki ve miktarındaki artışın 1994,1998, 2000, 2001 yıllarındaki krizlerin göstergesi olabileceği düşünülmektedir. Türkiye’de yaşanan 2000-2001 krizlerine müsait zemini hazırlayan unsurlar:

- Aşırı değerli TL,
- Cari işlemler açığının kritik sınırlar üzerinde seyretmesi
- Sermayeden yoksun finansal sistem
- Açık pozisyonlar
- Kamu bankalarını görev zararları ve bunların sonucunda özellikle finansal sektörün taşıdığı kur ve faiz riskinin artması.

şeklindedir ¹⁸⁶

¹⁸⁶ Keyder Nur, “Türkiye’de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları” İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl: 16, Sayı: 83, Haziran 2001, s.38

3.3 TÜRKİYE’DE DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

24 Ocak 1980 tarihi Türk ekonomisi için yapısal bir değişikliğin başlangıcı olarak kabul edilir. Bu tarihte alınan liberalizasyon politikaları kararları sonucu, yabancı sermaye girişlerin artışı gözlenmektedir. Bu tarihten sonra Türkiye dışa açık bir politika izlemeye başlamıştır. 24 Ocak paketi gelmesi amaçlanan serbestleşmenin ve dış kaynaklı bir küresel projenin Türkiye ayağı olarak da nitelendirilmiştir.¹⁸⁷

1980’e kadar Türkiye ekonomisinde gerek mevzuattan ve gerekse uluslararası konjonktür nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları hakimken döviz darlığı ve ithalat zorunluluğuna nedeniyle uluslararası sistemde kısa vadeli sermayenin başatlığını ispatlamış olması nedeniyle 1980 sonrası dönem yabancı sermayenin akışkan ve kısa vadeli, gittiği ülkede spekülasyon ve arbitrajla kâr elde eden ve uluslararası piyasaların entegrasyonu, yeni finansal araçlar ve teknolojideki hızlı değişimin sonucu akışkanlığını sağlayıp başatlığını ispat eden yönü önem arz etmektedir. Devletin de finansal liberalleşme çabalarıyla zorunlu ihtiyaçlarından kaynaklanan reformları bu sermaye türünün ülkeye gelmesi ve faaliyette bulunması yönünde olmuştur. Bu düzenlemeler sonucunda, yabancı yatırımcılar tekel veya özel imtiyaz teşkil etmemek kaydıyla, Türk özel sektörüne açık her alanda, her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyetlerde bulunabilmektedirler.

Finansal liberalizasyonla birlikte doğrudan yabancı sermayede de büyük artışlar olmuş; yabancı sermaye girişi teşvik edilmiş ve yabancı sermaye yatırımlarında önemli artışlar görülmüştür. Faiz oranlarının serbest bırakılması para ve sermaye piyasalarının örgütlenmesi sermaye hareketlerindeki liberalizasyon ve bankacılık sektöründeki reformlar bu dönemde yabancı sermaye için gerekli ortamı hazırlamaya yardımcı olan önemli tasarruflardır. Bu reformlar ile birlikte serbest piyasa ekonomisine geçilmiş, Türk Lirası konvertibl olmuştur.¹⁸⁸ Alınan bu teşvik tedbirleri arasında yerli ve yabancı sermaye oranı ile kar ve sermaye transferi üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması da yer almaktadır.

¹⁸⁷ Kazgan G., **Tanimattan 21. yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Altın Kitaplar, 1999, s.139

¹⁸⁸ Çeken, H., a.g.e., s.87

24 Ocak 1980 kararlarından sonra, ÷lkemize yabancı sermaye girişlerinde bir artış gözlenmiş ve 1991 yılında yatırımlar 1 milyar USD seviyesine yaklaşmıştır. Aşağıdaki tabloda yıllar itibariyle yabancı sermaye giriş, çıkış ve net olarak yabancı sermaye yatırım tutarları gör÷lmektedir.

Tablo 14: Türkiye'yeYönelik Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon USD)

Yıllar	Giriş	Çıkış	Net
1982	103	48	55
1983	87	41	46
1984	162	49	113
1985	158	59	99
1986	170	45	125
1987	171	65	106
1988	387	33	354
1989	738	75	663
1990	789	76	713
1991	910	127	783
1992	913	134	779
1993	797	175	622
1994	637	78	559
1995	935	163	772
1996	937	325	612
1997	873	319	554
1998	982	409	573
1999	823	685	138
2000	1.866	1.754	112
2001	3.395	626	2.769
2002	698	288	410
2003	420	513	-93

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, hazine.gov.tr

1990 yılında 1 milyar seviyesine yaklaşan yabancı sermaye yatırımlarının 1993 yılına kadar olan kısmının yarıya yakınını Türkiye'ye ilk kez gelen yabancı yatırımlar oluşturmaktaydı.¹⁸⁹

UNCTAD (2001) tarafından yayınlanan *World Investment Report* verilerine göre; dünyada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tutarı, 1984-1994 yılları arasında yıllık ortalama 200 milyar dolar iken, yaklaşık olarak bu oran 1998'de 690 milyar dolara, 1999'da 1 trilyon dolara, 2000 yılında 1.3 trilyon dolara yükselmiştir. Dönemler itibariyle

¹⁸⁹ Arıman Abdurrahman, **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye (TCMB)**, s.10

Türkiye'yi incelediğimizde; 1989-1994 yılları arası, Türkiye'ye yönelik doğrudan yatırımların yıllık ortalaması yaklaşık 708 milyon dolar olmuştur. Bu oran 1998'de 940 milyon dolara yükselmiş, 1999 da ise 783 milyon dolara düşmüştür. 2000 yılında ise tekrar yükselerek 982 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.¹⁹⁰ Türkiye'nin gerek dünyada gerekse gelişmekte olan ülkelerde yapılan doğrudan yabancı yatırımlar içerisindeki payı çok düşük seviyelerde kalmıştır.

Tablo 15: Doğrudan Uluslararası Yatırım Girişlerinin Ülkelere Göre Dağılımı
(Milyon USD)

Ülke	2002	2003	2004	2005	2006	2007 / Mart
AB Ülkeleri	455	555	1.025	5.001	14.631	3.815
Almanya	86	142	73	391	366	46
Fransa	22	120	34	2.107	444	49
Hollanda	73	50	568	381	5.167	172
İngiltere	8	141	126	165	635	241
İtalya	241	1	15	692	209	29
Diğer AB Ülkeleri	25	101	209	1265	7810	3.278
Diğer Avrupa Ülkeleri (AB Hariç)	64	70	109	1.650	84	8
Afrika Ülkeleri	0	0	--	3	32	3
ABD	2	52	36	88	851	3.251
Kanada	7	6	61	26	121	5
Orta Amerika ve Karayipler	0	0	--	8	33	14
Güney Amerika	0	0	--	--	1	467
Asya	70	60	60	1.756	1.946	513
Körfez Ülkeleri	5	0	--	1675	1791	28
Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri	0	1	54	3	124	162
Diğer Asya Ülkeleri	65	59	6	78	31	323
Avustralya	0	0	--	1	108	26

¹⁹⁰ Kara M., s.9

Ülke	2002	2003	2004	2005	2006	2007 / Mart
Sınıflandırılmayan Ülkeler	24	2	--	1	7	--
Toplam	622	745	1.291	8.534	17.814	8.102

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye İstatistikleri, 2007 Haziran

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, uzun vadeli olduğu için gerçekleştirildiği ülkedeki makro değişkenler yatırım kararlarında önemli rol oynamaktadırlar. Türkiye'de uzun yıllardır süregelen yüksek oranlı enflasyon, istikrarsız büyüme ve politik sorunlar, uzun vadeli plan yapmayı büyük ölçüde zorlaştırmıştır.¹⁹¹

2001 yılında Türkiye’de başlayan kriz ve dünya ekonomisinde meydana gelen durgunluk nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişlerinde büyük düşüş yaşanmış, 2002 yılında 585 milyon USD, 2003 yılında 406 milyon USD gibi düşük seviyelerde yabancı sermaye yatırımı gerçekleşmiştir. Doğrudan uluslar arası yatırım girişlerinin ülkelere göre dağılımı incelendiğinde ise Avrupa ülkelerinin ve ABD’nin ağırlıklı olarak Türkiye’de yatırım gerçekleştiren ülkeler olduğu gözlenmektedir.

Tablo 16: Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımlarının Ülkelere Göre Dağılımı(Milyon USD \$)

	2006	2007 (*)	2007 (*)	2007 (*)	2007 (*)
	Ocak-Mart	Ocak	Şubat	Mart	Ocak-Mart
Avrupa	256	2.530	884	409	3.823
Afrika	3	1	1	1	3
Amerika	85	3.221	421	95	3.737
Asya	23	164	30	319	513
Avustralya	0	26	0	0	26
Sınıflandırılmayan	7	0	0	0	0
Toplam Dünya	374	5.942	1.336	824	8.102
(*) Geçici					

Kaynak: TCMB 2006 Analitik Bilançosu

¹⁹¹ TCMB., 2002 Para Politikası Raporu, 2001, Ankara, s.52

Tablo 17: Yurtdışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Doğrudan Yatırımlarının Ülkelere Göre Dağılımı (Milyon USD \$)

		2006	2007	2007	2007	2007
		Ocak-Mart	Ocak	Şubat	Mart	Ocak-Mart
	Tarım Sektörü	0	0	0	0	0
A.	Tarım, Avcılık ve Ormancılık	0	0	0	0	0
B.	Balıkçılık	0	0	0	0	0
	Sınai Sektörler	249	140	1.248	149	1.537
C.	Madencilik ve Taşocakçılığı	19	2	3	1	6
D.	İmalat Sanayii	175	138	1.245	148	1.531
E.	Elektrik, Gaz ve Su Kaynakları	55	0	0	0	0
	Hizmetler Sektörü	125	5.802	88	675	6.565
F.	İnşaat	9	43	23	115	181
G.	Toptan ve Perakende Ticaret	8	1	11	3	15
H.	Otel ve Restoranlar (Turizm)	7	0	1	7	8
I.	Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme	15	69	9	0	78
J.	Finansal Aracılık	56	5.650	22	519	6.191
K.	Emlak Komisyonculuğu, Kiralama ve İşletme Hizmetleri	9	38	18	30	86
M.	Eğitim	0	0	0	0	0
N.	Sağlık ve Sosyal Hizmetler	18	0	4	0	4
O.	Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmetler	3	1	0	1	2
	Toplam	374	5.942	1.336	824	8.102

Kaynak: TCMB 2006 Analitik Bilançosu

Tüm bu gelişmeler doğrultusunda Türk firmaları, dünyanın her bölgesinden toplam 77 ülkeye doğrudan yatırım ve sermaye ihracı gerçekleştirmektedir. 2002 sonu itibariyle 5 milyar 847 milyon dolar olan sermaye ihracı, 2003 yılında net 291 milyon dolarlık ihraçla birlikte 6 milyar 138 milyon dolara ulaştı. Söz konusu artış trendi 2004 ve 2005 yıllarında da devam ederek 8.315 milyon USD seviyesine ulaşmıştır.

Tablo 18.: Yerleşik Kişilerin Yurt Dışındaki Doğrudan Yatırımlarının Coğrafi Dağılımı (Milyon USD)

	2001	2002	2003	2004	2005
Avrupa	3.131	4.164	4.392	4.702	5.083
Afrika	22	60	67	72	86
Amerika	267	281	267	278	293
Asya	1.161	1.342	1.412	2.008	2.853
Toplam	4.581	5.847	6.138	7.060	8.315

Kaynak: TCMB Analitik Bilançosu, 2006

3.4.TÜRKİYE’DE PORTFÖY YATIRIMLARI

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde, finansal piyasalar katı bir denetleme sistemi altında bulunuyordu. Bu dönemde, mevduat faizlerinin üst sınırları devlet denetimi altına alınmış ve diğer taraftan ise, finansal gelirler ve işlemler büyük oranda vergiye tabi tutulmuştu. Dönemde, rezerv ve likidite oranları ve aracılık maliyetleri yüksek düzeylerde seyretmiştir. Dönemin bir diğer özelliği ise, işletmelerin ihtiyaç duydukları finansmanı borç senedi veya hisse senedi gibi finansal araçlar kullanarak değil, doğrudan banka kredileri aracılığıyla sağlamış olmalarıdır. Ayrıca, yabancı finansal kurumların yurt içi piyasalara girişi engellenmiş, dış finansal operasyonlara ve yabancı aktif tutmaya da sınırlamalar getirilmiştir.

Sermaye piyasaları bu dönemde gelişmemiş ve hükümet kontrolü altında tutulmuştur. Tüm bu faktörlerin yanında, dış ticaret ve döviz giriş çıkışı da kontrol altında tutulmuş ve para ve kredi sistemleri baskı altına alınarak doğrudan ekonomiye müdahale edilmiştir.

1980 yılı öncesi ithal ikameci stratejisi, ihracata dayalı büyümeyi engellemiştir. Ayrıca, bu dönemdeki dışa açılma politikası, ithalat rejiminin serbestleştirilmesi, yabancı sermayenin teşvik edilmesi ve bunlara ek olarak dış borçlanmanın artırılması ile sağlanılmaya çalışılmıştır. Söz konusu dönemde, Türkiye henüz gelişmesini tamamlamamış için, mali piyasalar katı bir şekilde denetlenmiş, sermaye piyasaları

gelişememiş ve serbest döviz piyasaları oluşturulmamıştı. Piyasa devlet kontrolü altında tutulduğu için ise, faiz oranları ve kredi miktarları da devlet tarafından belirleniyordu.

Türkiye’de 1980 öncesinde finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir:

-Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları negatifti.

-Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmişti(kambiyo kısıtlamaları).

-Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu.

-Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı.

-Kalkınmada öncelikli sektörlerle ucuz krediler sağlanmaktaydı.

-Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi.

-Aracılık hizmetlerinin maliyetleri yüksekti.

-Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.

-Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmişti.

-Şirketlerin tek finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkanları yoktu. Pay sahipliği ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş ancak büyük başarısızlıkla karşılaşmıştı.

-Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti.

-TL piyasası yok denecek kadar azdı.

-Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmişti.

1980’li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler oldu. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkartıldı. Bir sene sonra 1982 yılında menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının düzenlenmesinden sorumlu resmi kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu Ankara’da

kuruldu. Ekim 1983 Türkiye’de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıktı. Ekim 1984’de ise "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete’de yayınlandı. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuat Olağanüstü Genel Kurul toplantılarında kabul edildi ve 1985 sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kuruldu.¹⁹²

Bir ülkede yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likiditesini arttırarak piyasaların etkinliğini arttırır. Piyasaların likiditesinin artması ise beraberinde piyasa derinliğini getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlar. Bu tür yatırımlar aynı zamanda piyasalara belli bir disiplin getirir ve bilgiye ulaşmayı kolaylaştırarak, şeffaflığı arttırırlar. Tüm bunlara ek olarak yerel piyasalara yabancı portföy yatırımcıları tarafından sunulan yeni portföy yönetim teknikleri ve daha karmaşık ürünlerle risk yönetimi ile tanışılması sağlanır. Yabancı portföy yatırımları sayesinde ev sahibi ülkede sermaye ve kaynakların daha iyi dağılımı ile ekonominin daha sağlıklı hale gelmesi kolaylaşır¹⁹³.

Ülkemize 1986 yılında gelmeye başlayan portföy yatırımlarında 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı Kararla beraber bu yatırımların hacminde de önemli artışlar olmuştur. 1986-1989 yılları arasında ülkemize giren net portföy yatırımları 2.9 milyar dolar civarındayken 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3.9 milyar dolar olmuştur. Bu artışın 3.7 milyarlık bölümü kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmaktadır. 1994 kriziyle, özellikle de devletin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalmış ve 1.2 milyar dolar olmuştur. Ülkemizden en yüksek miktartlı portföy yatırımlarındaki çıkış ise; Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmıştır. Çıkış net, 6.7 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Bu miktarın büyük kısmı ise 4.5 milyar dolarla yabancıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır.¹⁹⁴

¹⁹² www.imkb.gov.tr/tarihce, Erişim Tarihi: 20.08.2007

¹⁹³ İşeri Müge, **İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)**, Yaklaşım Dergisi, Sayı.151, Temmuz 2005, s.3

¹⁹⁴ Kar M., a.g.e., s.16

Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3.4 milyar dolar, 2000 yılında ise 1 milyar dolar civarında olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye'de yaşanan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4.5 milyar dolar civarında portföy yatırımlarında çıkış yaşanmış ve bunun büyük bir kısmı da yine yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Portföy yatırımları yıllar itibariyle Türkiye'de istikrarsız bir seyir izlemiş ve bu yatırımların dalgalanması, doğrudan yatırımlara göre daha yüksek olmuştur.

Ülkelerin uluslararası finans kesimi ile olan ilişkileri finansal krizlerden etkilenme derecelerini de belirlemektedir. Örneğin yakın geçmişte yaşanan Asya krizi sırasında gerek Hindistan gerekse Çin, oldukça fazla miktarda yabancı doğrudan yatırım alan ülkeler olmalarına karşın yabancı portföy yatırımlarına kontrollü yaklaştıkları için, kriz esnasında bu ülke piyasaları pek etkilenmemiştir. Benzer durum Latin Amerika için Şili örneğinde verilebilir. Bu ülkenin de 1999 yılındaki Brezilya krizinden fazla etkilenmemesinin nedeni, gelen sermayenin belli bir süre ülkede kalmasını şart koşturmak gibi önlemler almasıdır.¹⁹⁵

Tablo 19. : Yurt Dışında Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki Menkul Kıymet Alım Satımlarının Ülke Gruplarına Göre Dağılımı (Milyon USD)

	2006 Ocak-Mart			2007 Ocak-Mart		
	Giriş	Çıkış	Net	Giriş	Çıkış	Net
AB Ülkeleri	8643	7696	947	9607	8476	1131
Diğer OECD Ülkeleri	5762	5130	632	6404	5650	754
Genel Toplam	14405	12826	1579	16011	14126	1885

Kaynak; TCMB Analitik Bilanço, 2006

¹⁹⁵İşeri M., a.g.e., s.3

1997-2004 yılları arasında yapılan incelemede Türkiye’de GSMH’da yaşanan dalgalanmaların IMKB Ulusal 100 Endeksi’ne de yansıdığı, özellikle küçülmelerin yaşandığı dönemlerin sonrasında endeksin en düşük seviyelere gerilediği gözlenmektedir. IMKB Ulusal 100 Endeksi 1999 yılında yaşanan yüzde 6,4’lük daralmanın ertesinde 15,209 seviyesinden yüzde 37.95 düşerek 9,437’ye gerilerken yabancıların da satış yaptığı ve yabancı paylarının yüzde 53.8’den yüzde 42.6’ya düştüğü dikkat çekmektedir.¹⁹⁶

Tablo 20: 1997-2004 Döneminde GSMH, Yabancı Payı ve IMKB 100 Endeks Değerleri

Yıllar	GSMH Büyüme (%)	Yabancı payı (%)	IMKB 100 Endeksi
1997	8.00	38.9	3,451
1998	3.80	43.5	2,597
1999	-6.40	60.0	15,209
2000	6.10	42.6	9,437
2001	-9.40	47.2	13,783
2002	7.90	43.1	10,370
2003	5.90	50.3	18,625
2004	9.90	61.1	24,972

Kaynak: İşleri M.,s.7

Tablo 21 : Türkiye’ye Yönelik Portföy Yatırımları

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Portföy Yat.	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429	1022	-4515
Varlıklar	-134	-91	-754	-563	35	-46	-1380	-710	-1622	-759	-593	-788
Yükümlülükler	681	714	3165	4480	1123	703	1950	2344	-5089	4188	1615	-3727
Tahvil ihracı Yoluyla Borç.	592	567	2806	3727	99	386	1331	1774	-579	3220	6252	96
Menkul Değ.	89	147	359	753	1024	317	619	570	-4510	968	-4637	-3823

Kaynak: Kar M., s.8

¹⁹⁶ İşeri M. a.g.e., s.

3.5. TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği dönemde var olan makro ekonomik dengesizlikler giderilememiş ve giderekte büyümüştür. En önemli dengesizlik unsuru olan kamu kesimi açıkları, iç borç stokunu artırmış bu durum ise yeterince derinleşmemiş mali piyasalar üzerinde baskı yaratarak faiz oranlarını yükseltmiştir. Yüksek faizlerden yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar olmuş bu da yurt içi mali piyasaları bir anlamda rahatlatmıştır. Ancak varolan makro ekonomik dengesizlik ortamında yabancı aktörlerin bekleyişlerinin kötüleşmesi kısa vadeli sermaye hareketlerinde zaman zaman önemli çıkışlara neden olmuştur.¹⁹⁷

Tablo 22: Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

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

Kaynak: Kar M., s.10

1990’lı yıllarda, ülkemize giren kısa vadeli sermaye akımlarında artışlar olmuş ancak 1991 Körfez Savaşı ve 1994’de yaşanan ekonomik krizle beraber ülkemizden büyük miktarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991’de çıkan net kısa vadeli sermaye miktarı yaklaşık 3 milyar dolar iken, 1994’te 5 milyar dolar civarında olmuştur. 1996 yılında ülkemize 2.6 milyar dolar, 1998 yılında 1.3 milyar dolar, 1999 yılında 1 milyar dolar civarında net kısa vadeli sermaye girmiş iken, 2000 yılında net kısa vadeli sermaye girişi en yüksek seviyesine çıkarak 4.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1999 ve 2000 yılında giren net kısa vadeli sermayenin toplam sermaye girişi içerisindeki oranı ise sırasıyla %21 ve %44 olmuştur. Ülkemizden çıkan en yüksek

¹⁹⁷ Güven, Samih, **Sermaye Hareketlerinin Nedenleri Etkileri ve Türkiye Örneği**, İktisat-İşletme ve Finans, Ağustos 2001, s.98

miktarlı net kısa vadeli sermaye çıkışı ise 2001 yılında yine kasım ve şubat krizlerinin etkisiyle 11 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir.¹⁹⁸

3.6. TÜRKİYE’DE UZUN VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade eder. Genellikle proje finansmanı ve makro ekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu krediler, verimli alanlarda kullanıldığı taktirde faydalı olabilmekte ve vadelerinin uzunluğu dolayısıyla istikrarsızlıklara yol açmayabilmektedir.¹⁹⁹

1980’li yılların ortalarından 1990’lı yılların ortalarına kadar (1993 hariç) alınan kredilerin ödemeleri daha fazla olmuş yani net uzun vadeli sermaye hareketlerinde çıkışlar yaşanmıştır. 1996 yılından 2000 yılına kadar ise, alınan krediler ödemeleri aşmış ve uzun vadeli sermaye hareketlerinde girişler yaşanmıştır. En büyük net uzun vadeli sermaye çıkışı 1992 yılında 938 milyon dolar olarak gerçekleşir iken en büyük net uzun vadeli sermaye girişi 2000 yılında yaklaşık 4,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında ise 1,1 milyar dolar civarında net uzun vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır.²⁰⁰

¹⁹⁸ Kar M., a.g.e., s.12

¹⁹⁹ Kont, B., "Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996), Alfa Basımevi, İstanbul, 1998., s.694

²⁰⁰ Kar M., s.11

4. SONUÇ

Küreselleşmeyi dünya ekonomisini tüm parçalarıyla birbirine eklemleyen bir süreç olarak tanımlamak, sürecin bütünleşme ve standartlaşmanın yanı sıra sınırları yok etme anlamı da içerdiğini anlamamızda yardım olacaktır. Bu eklemlemeyi mümkün kılan haberleşme, bilgi işlem teknolojisi ve ulaşım maliyetlerindeki gelişmeler özellikle 1980'li yıllarda sürecin hız kazanmasına yol açmıştır.

Küreselleşme sermaye hareketlerinin etki ve yapısında da önemli değişimlere neden olmuştur. Küreselleşmenin temel lokomotifini oluşturan kar güdüsüyle hareket eden, yeni finansal araçlar ve teknolojik yeniliklerle farklılaşan sermaye, spekülasyon olmanın yanı sıra ülke ekonomik politikalarını önemsiz ve etkinsiz kılacak güce ve etkinliğe kavuşmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki kalkınma amacı için, tasarruf ihtiyacı nedeniyle sermaye açığını gidermede en önemli kaynak yabancı sermaye olarak görülmektedir. Sermaye açısından incelediğimiz zaman ise hareketlerindeki en önemli etken kar güdüsü olarak tanımlanabilir.

Sermaye hareketlerinin temelinde itme ve çekme etkileri yer almaktadır. Bu etkilerin temelinde gelişmiş ülkelerdeki olumsuz koşullar, ya da sermayeyi kendine çekebilecek herhangi bir olumlu koşulun varlığı mevcuttur.

Gelişen bir ekonominin ihtiyaç duyduğu uzun süreli sermaye hareketleri için gerekli koşul tam olarak makro ekonomik şartlarının düzgün olmasıdır. Ancak bu tür bir ortamın varlığı yabancı sermaye için çekici bir güç olabilir. Ancak liberalleşme hususunda aceleci davranıp henüz bu şartlara sahip olmayan ekonomilerde sermaye hareketlerinin boyutları ve hareketliliği çok daha farklı düzeylerde olabilir. Söz konusu boyut ve hareketlilik daha çok sıcak para olarak tanımladığımız ve spekülasyon niteliğindeki bir sermayedir. Ülkelerin iç makro ekonomik dengesizliklerinin varlığının neden olduğu hassas yapı, dış etkenlerden kolayca etkilenilebilirlik söz konusu yapıdaki sermayenin ani hareketlerine neden olabilmektedir.

Sermaye hareketlerini kurumsal açıdan ele alırsak 2. Dünya Savaşı sonrasında çeşitli amaçlarla kurulmuş olan, dünya ticareti ve işbirliğinde karşılaşılabilecek aksaklıkları ve ödemeler dengesi sıkıntılarını çözme amaçlı çeşitli kurumların ve bu

kurumların oluşturduğu sisteme ülkeleri dahil eden ve bağımlı hale getiren sarmal yapının kurucu unsur olduğu fikrine ulaşabiliriz. Bahsedilen kurumlar sayesinde dayatılan çeşitli politikalar sonucunda kendi iç ekonomi politikalarındaki etkinliklerini kaybeden ulus devletlerin çeşitli politikalara maruz kalmaları da kaçınılmaz olmuştur. Küreselleşme olgusunun da beraberinde getirdiği finansal piyasalardaki hareketlilik, hız ve sınırsız serbestleşme küresel krizlerin de yaşanmasına sebep olmuştur. Artık günün 24 saati hareket edebilen ve kar güdüsü ile bu hareketlerine yön veren sermaye küresel kriz durumlarında da bundan tüm sisteme dahil olan ülke ekonomilerinin öncelikli olarak finansal ardından da sistematik olarak bazen de eş anlı bir şekilde etkilenmelerine sebep olmaktadır.

Türkiye'nin 1980 yılında başladığı liberalizasyon sürecinde, ticari liberalizasyonla başlayan bu değişim 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen liberalleşmesi ile son bulmuştur. Süreç içerisinde çeşitli kurumsal ve yapısal değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Lİberalizasyonun başarıya uğradığını 1990'lı yıllarda patlak veren finansal kriz süreçleri ve bu süreçlerin Türk ekonomisinde gösterdiği etkilerden anlayabiliriz.

1994 yılında Dünya'da yaşanan krizin de etkisiyle 5 Nisan Kararları ile yaşanan süreç, 1998 yılında Asya'da yaşanan krizin ardından daraltıcı politikaların uygulanıldığı bir döneme geçilmiştir. 1999 yılında uygulanmaya konulan ekonomik program ve süreç dahilinde ortaya çıkan yapısal ve politik başarısızlıklar ve son olarak 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizler liberalizasyon süreci öncesinde kademeli ve programlı bir şekilde öncelikli olarak var olan mali ve finansal yapı ve göstergelerin hazırlanması gereğine uyulmadan gerçekleştirilmesinin sonucu olarak değerlendirilebilir.

KAYNAKÇA

Afşar, Muharrem, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, TC Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004

Agénor Pierre-Richard, Peter J.Montiel, **Development Macroeconomics** , Princeton University Press , 1996

Akdış Muhammed, **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım, 1998

Akman, İdris, **Türkiye’de Finansal Liberalleşme ve Şubat 2001 Krizi**, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üni., S.B.E., 2003

Akyüz Yılmaz, **Küreselleşme ve Kriz**, İktisat İşletme Finans Dergisi, Mayıs 1995

Alp Ali, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler**, İMKB Yayınları, 2002

Altuğ F.Nuray, **Dış Borç Krizi ve Türkiye**, TC Marmara Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü İktisat Yazıları Yayın no: 1993-002-1

Altuğ F.Nuray, **Gelişmekte olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye’nin Dış Borçlanması**, 1986,Marmara Üniversitesi Yayın no:544 İİBF Yayın no: 395

Ardıç,Hülya, **1994 ve 2001 yılı Ekonomik Krizlerinin TCMB Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi**, TCMB Uzmanlık Tezi, 2004

Aslan, Nurdan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, Evrim Yayınları, İstanbul 1995

Aybar C. Bülent, **Küreselleşme Sürecinde Yaşanan İktisadi Krizler ve Güneydoğu Asya Krizi**, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13 s.148(Temmuz 1998)

Aydın Aydan, İnan Alper, Burçak Tülay, Ataman Pelin , **Bankacılıkta Mali Bünye Sorunları ve Yeniden Yapılandırmada Ülke Uygulamaları**, Bankacılar Dergisi, Sayı:32, 2000

Bannock Graham & R.E. Baxter & Ray Rees, **The Penguin Dictionary of Economics**, Great Britain Penguin Books, Second Edition, 1978

Bastı, Eyüp, **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi**, SPK Yayınları Yayın No:191/ 2006

Bayraktutan Yusuf, **Küresel Finansal Krizler ve IMF, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Arıkan Yayınları, 2006

Berfu Eser, **Küreselleşme Sürecinde Uluslar arası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Krizler Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Boyutu**, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi S.B.E., 2004

Binay Şükrü, Kunter Kürşat, **Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997**, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html>,

Bulutoğlu, Kenan. **100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye**, Gerçek Yayınları, İstanbul, 1970

Celasun M., , **Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001**, Doğu Batı Dergisi, 4 (17), 2001

Çeken, Hüseyin, **Küreselleşme, Yabancı Sermaye ve Türkiye Turizmi**, 1.Baskı, Değişim Yayınları, İstanbul, Ekim 2003

Çeviş, İsmail, **Para Krizine Amprik Bir Yaklaşım**, SPK Yayınları, Yayın No:187/ 2005

Çörtürk Orcan, **Türkiye- IMF İlişkileri ve İlişkilerin Hesap Bazında İşleyişi**, 2006,
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/orcancortuk.pdf>

Demirci Nedret, **Finansal Krizlerin Anatomisi:Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Yayınları, Yayın No:186/ 2005

Demrican Hayrettin, **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı İsermaye Yatırımları ve Stratejileri**, http://www.treasury.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc_35_1.pdf

DPT, **Dünya Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu**, Yayın No: DPT:2375 ÖİK:440, Ocak 1995

Efe, Birol., **Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği**, İzmir Ticaret Odası Yayın no: 120, İzmir, 2002

Eğilmez Mahfi, **‘IMF ve TÜRKİYE (2002)’**,
http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_8.htm

Erdal Özmen, **Kriz Üzerine**, İşletme ve Finans, Sayı.180, Mart 2001

Güloğlu B., Altunoğlu A.E., **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: L. Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27,

Günçavdı Öner, Küçükçiftçi Suat, **Türkiye’de Finaşnal Liberalleşme Sürecinin başarıımı ve mali kesim üzerine bir değerlendirme**, ODTU Gelişme Dergisi, 29(1-2),2002

Hacıhasanoğlu, Burçin **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2001 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, TCMB Uzmanlık Tezi, 2005

<http://www.canaktan.org/yeni-trendler/globalleşme/boyutları>.

<http://www.iif.com/press/press+32.php> (Jul 2007).

İnandım, Şeyda, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru etkileşimi: Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, 2005
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf>.

İzzettin Önder, **Ekonomik Kriz**, Yeni Türkiye Dergisi, Yıl 7, sayı.41

Kabaş Tolga, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslararası Finans Sistemi**, Çukurova Üni. ,Yüksek Lisans Tezi, 2004

Kar Muhsin, KARA Akif, **Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler**,
<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/sermaye%20hareketleri.doc>.

Karabulut Gökhan, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, No:.328, İstanbul 2002

Karluk Rıdvan, Türkiye'de **Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı** <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>

Kaya, Y. (1998). **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**. Ankara: DPT Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Sube Müd. Yayın No: DPT: 2487 .

Kazgan Gülten, **Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye'nin Krizleri**, İktisat Dergisi, Şubat- Mart 2001

Kevük Süleyman, **Küreselleşme Paradoksu**, http://www.ekodialog.com/Makaleler/kuresellesme_paradoks_1.html, (11 Mart 2007)
Kindleberger Charles P., **Uluslararası İktisat-II.cilt**, çev. Necdet Serin, Doğan Yayınevi, 1970

Kula, Ferit, **Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler**, C.Ü., İktisadi İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4., sayı 2, 2003.

Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası Aralık 2001, Yayın No.2001

Küreselleşme, <http://tr.wikipedia.org/wiki/K%C3%BCreselle%C5%9Fme> (11 Mart 2007)

Özer H.Gül, **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi**, SPK Yayın No:189/ 2006

Özkan, Abdullah, **Küreselleşme ve AB ile Bütünleşme Sürecinde Türkiye**, Tasam Yayınları, İstanbul, 2004

Özpınar Ömer, Şimşek Ergün., **Küreselleşmenin Getirdiği Sorunlar ve Bu Sorunlara Çözüm Önerileri**, Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 2, 2003

Sağlam, Dündar, **Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi**, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 13, Sayı 152 (Kasım 1998)

Seyidoğlu Halil, **Uluslararası İktisat**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1999

Seyidoğlu Halil, Yıldız Rıfat, **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Arıkan Yay.,2006

Şahin, Mehmet, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Ayyıldız Matbaası, Ankara, 1975

Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No:1998- 58

Toron Varol, ‘**Uluslararası Sermaye Hareketleri, Küreselleşme ve Kriz**’, Marmara Üni. S.B.E., 1999

Tuncer Nihal, **Para krizleri ve Türkiye** İktisat Dergisi Şubat - Mart 2001

Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye Durum Tespit ve Stratejik Plan, İstanbul Sanayi Odası Yayın no: 2002/1, İstanbul,2002

Varış Meral, Kumbasar Bayraktar Sibel, Erdoğan Oral, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, Kasım 1994

Williamson John and Chris Milner, **The World Economy- A Textbook in International Economics**, Harvester Wheatsheaf, 1991

Yased, **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler** (İnceleme Yarışması). İstanbul: 1988

Yeldan Erinç, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2006

Yeldan, Erinç, **Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler**.(2002), s.6, Erişim tarihi: 19.06.2007,
<http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldane/Praksis-2002.pdf>