

T.C
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE
REEL DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ; TÜRKİYE
UYGULAMASI

ASLI KIZIR

2501080107

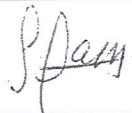
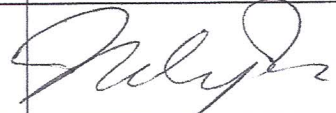
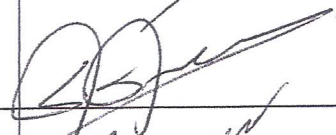
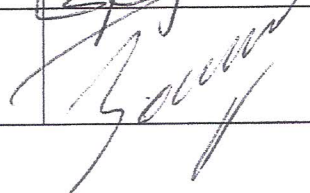
TEZ DANIŞMANI
PROF DR SERDAR ONGAN
DÜZELTİLMİŞ TEZ
İSTANBUL 2011

YÜKSEK LİSANS

TEZ ONAYI

Adı ve Soyadı :ASLI KİZİR Numarası :2501080107
Anabilim/Bilim Dalı :PARA SERMAYE PİYASALARI
Danışman Öğretim Üyesi : PROF.DR.SERDAR ONGAN
Tez Savunma Tarihi : 04/04/2012 Tez Savunma Saati :15:30
Tez Başlığı : KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE REEL DÖVİZ KURU
İLİŞKİSİ;TÜRKİYE UYGULAMASI

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR. SERDAR ONGAN		Kabul
2- DOÇ.DR. HAKAN ONGAN		Kabul
3-PROF.DR.HÜLYA TALU		Kabul
4-DOÇ.DR. DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ		Kabul
5-YRD.DOÇ.DR. ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN		Kabul

Tezde Yapılan Düzeltmeler Metni

- 1) eşitli sayfalardaki yazım hataları düzeltilmiştir.
- 2) alışmanın birinci bölümünde yer alan alt konu başlıkları değıştirilmiştir.
- 3) alışmanın ekonometrik analiz bölümünde yer alan testlerden Granger nedensellik testi çıkarılmıştır. Ekonometrik analiz bölümünde yer alan otokorelasyon ve etki tepki modellerinde kullanılan 1994-2010 yılları resmi verileri güncellenmiştir.

ÖZ

Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin ekonomi üzerinde etkileri son derece önemli kabul edilmektedir. Bugün Türkiye adını küreselleşme olarak nitelendirdiğimiz, tarifini sınırların ve mesafelerin ortadan kalkması olarak yapabileceğimiz bir süreçle karşı karşıyadır. İktisat literatüründe ikinci küreselleşme dalgası olarak kabul edilen süreçlerin temelleri, esasen 1970’lerde ithal ikameciliğin terki ile ihracata dönük büyüme politikasının tercih edilmesi sonucu 1980’li yıllarda atılmış, ancak yaşamımızda daha çok 1990 sonrası dönemde dünya genelinde yaygınlaştıkça kendini oldukça belirgin bir şekilde hissettirmeye başlamış, tüm dünyayı etkilediği gibi Türkiye’yi de etkilemiştir.

Bu çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin oluşum sürecine, bu süreçte rol oynayan ekonomik kuruluşlara değinildikten sonra kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuruna ilişkisi incelenmiştir. Türkiye ekonomisini etkileme sürecindeki en önemli ekonomik büyüklüklerden birisi reel döviz kurudur.

ABSTRACT

The impacts of the short term foreign capital inflows called as hot money on the economy are accepted highly significant. Turkey, today faces with the process which we describe as globalization and which can be defined as removing the borders and distances. In economic literature, the bases of the processes accepted to be the second globalization wave are fundamentally laid in 1980s as a result of preferring growth policy oriented for export with import substitution in 1970s; however, in the period after 1990, it makes itself apparent in our lives as it spreads worldwide and affects Turkey as it affects the whole world.

In this study, after mentioning the formation period of short term capital movement and the economical institutions that play role in this period, the relation of the short term capital movement to the exchange rate is analyzed. One of the important economic sizes in the period of affecting Turkish economy is real exchange rate.

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın amacı, kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru ilişkisini incelemek, dünya ekonomisinde yaşanan finansal krizleri analiz ederek kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerinde yaratacağı etkileri açıklamaktır.

Çalışmanın ilk bölümünde kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı, tarihsel gelişimi, piyasalar üzerindeki etkileri ve dünya üzerinde yaşanan finansal krizler incelenmiştir.

İkinci bölümde döviz kuru tanımları ve hesaplama yöntemleri, Türkiye’de uygulanan döviz kuru rejimleri incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru ilişkisi ekonometrik olarak incelenmiştir.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
GİRİŞ	1
I.BÖLÜM.....	3
KISA VADELİ YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ.....	3
1.1.Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri Tanımı	3
1.2.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	7
1.3.Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ülke Ekonomilerine Giriş Nedenleri	11
1.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomi Üzerinde Etkileri.....	13
1.4.1. Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri.....	13
1.4.2. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri.....	15
1.4.3. Enflasyon Üzerine Etkisi	17
1.4.4. Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkileri.....	19
1.5.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Neden Olduğu Global Finansal Krizler.	21
1.5.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi	21
1.5.2. Meksika Krizi	23
1.5.3. Güneydoğu Asya Krizi	24
1.5.4. Rusya Krizi	27
1.5.5. Brezilya Krizi.....	31
1.6. Kısa Vadeli Sermayelerin Türkiye'ye gelme nedenleri	33
1.6.2. Özelleştirme Hareketleri	34
1.6.3. Vergi Politikaları.....	36
1.7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Düşünülen Çözüm Önerileri	40
II. BÖLÜM	45
REEL DÖVİZ KURU VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ARASINDAKİ İLİŞKİ	45
2.1. Döviz Kuru Kavramı	45
2.2. Döviz Kuru Çeşitleri	50
2.2.1. Nominal Döviz Kuru	50

2.2.2. Reel Döviz Kuru	52
2.2.3. Efektif Döviz Kuru	53
2.2.4.Çapraz Kur	53
2.3. Reel Döviz Kuru Belirlenmesi	54
2.3.1. Reel Döviz Kuru Hesaplama Yöntemleri	57
2.3.1.1. Dışsal Reel Döviz Kurunun Hesaplanması	57
2.3.1.2. İçsel Reel Döviz Kurunun Hesaplanması	57
2.3.2.Reel Döviz Kuru Ve Ekonomik İlişkiler	59
2.3.2.1. Satın Alma Gücü Paritesi Kuramı	59
2.3.2.2. Marshall - Lerner Koşulu	60
2.3.2.3. Balassa-Samuelson Etkisi	61
2.3.2.4. Açık Ekonomi Ve Mundell–Fleming Modeli	63
2.3.2.4.1.Dalgalı Döviz Kuru Sistemi Altında Açık Bir Ekonomi.....	65
2.3.2.4.2. Değişen Fiyat Düzeylerinde Mundell Fleming Model	66
2.4. Döviz Kuru Sistemleri	67
2.4.1. Esnek Kur Sistemleri	67
2.4.3.Yönetimli Dalgalanma Sistemi	71
2.4.4.Kayan Pariteler	73
2.4.5. Alternatif Kur sistemleri	74
2.5.Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri.....	76
2.5.1.1980 Öncesi Dönem.....	76
2.5.2. 1980–1988 Yılları Arasındaki Dönem.....	77
2.5.3. 1989–1993 Yılları Arasındaki Dönem.....	80
2.5.4.1994 Sonrası Dönem.....	81
2.6. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Reel Döviz Kuruna Etkisi..	92
III. BÖLÜM	95
TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE	95
REEL DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ	95
3.1. Veri Seti Ve Kullanım Bilgisi	95
3.2. Yöntem	95
3.2.1. Otokorelasyon Analizi	95
3.2.2. Etki- Tepki (Impulse-Response) Analizi	98

3.2.3. Varyans Ayrıştırması.....	100
SONUÇ.....	104
KAYNAKÇA	106

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 2. 1. Türkiye’de 1990-2010 Yılları Arasında Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar).....	89
Tablo 2. 2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Hesaplanması.....	91
Tablo 3. 1. Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test Otokorelasyon Sonuçları	95
Tablo 3. 2. Reel Döviz Kurunun Unit Root Testi Sonucu	96
Tablo 3. 3. Durağanlaşmış Reel Döviz Kurunun Unit Root Testi Sonucu	97
Tablo 3. 4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Unit Root Testi Sonucu	97
Tablo 3. 5. Durağanlaşmış Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Unit Root Testi Sonucu.....	98
Tablo 3. 6. Bir Standart Sapmalık Şoka Karşı Gösterilen Tepkiler	99
Tablo 3. 7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İçin Varyans Ayırıştırması.....	101
Tablo 3. 8. Reel Döviz Kuru İçin Varyans Ayırıştırması.....	102

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2. 1. Türkiye’de 1990-2010 Yılları Arasında Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları, Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar).....	89
--	----

GİRİŞ

Yirminci yüzyılın sonlarına doğru meydana gelen küreselleşme hareketleri her alanda insanları etkilemektedir. Küreselleşme olgusunu hızlandıran önemli faktörler bulunmaktadır. Özellikle 1980'li yılların ortalarında tüm dünyayı etkisi altına alan küresel mali krizlerin oluşum süreçlerinde; küreselleşme sonucunda dünya finans piyasalarında meydana gelen gelişmeler etkili olmaktadır. Para hareketlerinin mal ve ticaret hareketlerinden daha hızlı bir şekilde gelişmesi sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinde artışların meydana geldiği görülmektedir. Yapısı gereği hassas olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeler üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Sermaye sıkıntısı yaşayan gelişme aşamasında olan ülkeler bu hareketlerin kısa vadeli etkilerinden yararlanmak için bir takım düzenlemelerle finans piyasalarını serbestleştirmektedirler.

Finansal piyasalarında meydana gelen bütünleşme hareketlerinin, tasarrufların ve yatırımların dünya genelinde etkin bir şekilde dağılmasına olanak sağladığı görülmektedir. Ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketleri yatırımları arttırarak büyüme üzerinde etkili olmaktadır. Ancak finans piyasalarındaki gelişimler tamamlamadan bu sürece zorunlu bir şekilde dahil olan ülkelerde finansal serbestleşme politikaları bekleneni vermemekle kalmamış; çoğu ülkede finansal istikrarsızlığa ve krizlere neden olmuştur.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı büyük fon birikimi ve büyük işlem hacimleri, gelişmekte olan ülkelere anlık giriş ve çıkışları ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar ortaya çıkarmakta ve bu dalgalanmalar finansal krizlerin tetikleyicisi olabilmektedir. Türkiye'de sabit kur rejiminin sona erdiği 1970'li yıllardan sonra, ülke ekonomisinde meydana gelen faiz oranı ve kur farklılıklarından dolayı, kısa vadede kâr elde etmek isteyen sermaye akımları meydana gelmiştir. Hızla artan kısa vadeli sermaye akımları, teknolojinin gelişmesine bağlı olarak güçlenmiş ve ülke ekonomisini her geçen gün daha hızlı ve daha yüksek işlem hacimleri ile etkilemeye başlamıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dalgalı bir seyir izlemesinden dolayı ülkelerin merkez bankalarının politika aracı olarak kullanmış oldukları döviz rezervlerinde ve diğer değişkenlerde dalgalanmalar meydana gelmiş ve bu gelişmeler para politikalarının etkinsizliği dahil bir çok olumsuzluğu beraberinde getirmiştir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişimi, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin uygulanmasının nedenleri, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerinde etkileri ve neden oldukları düşünülen finansal krizler, Türkiye'ye gelme nedenleri, kısa vadeli sermaye hareketlerine düşünülen çözüm önerilerinden bahsedilmiş, çalışmanın ikinci bölümünde döviz kuru kavramı, döviz kuru çeşitleri, reel döviz kuru belirlemesi, döviz kuru sistemleri, Türkiye'de uygulanan döviz kuru rejimleri, kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuruna etkisi hakkında bilgi verilmiştir. Çalışmanın son bölümü olan üçüncü bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru ile ilişkisi ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Bu analizde kullanılan veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası resmi internet sitesinden elde edilmiş olup 1994 yılından, 2010 yılı aralığı yıllık olarak alınmıştır. Analizde döviz kurunu temsilen tüketici fiyatı endeksi(TÜFE) baz alınmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri için 1994 yılı 2010 yılı baz alınmıştır. Analizde seriler ile ilgili olarak otokorelasyon ve durağanlık test edilmiştir. Reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye ilişkisini ortaya koyabilmek amacıyla varyans ayrıştırma ve etki-tepki analizleri yapılmıştır.

I.BÖLÜM

KISA VADELİ YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1.Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri Tanımı

Kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıla kadar olan ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan sermaye yatırımlarına denilmektedir. Bu yatırım şekli genellikle kısa vadede çok kazanç elde etmeyi amaçlar. Bu tür sermaye hareketleri, giriş yapılan ulusal ülke ile uluslararası piyasalardaki faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkânlarından faydalanmak amacıyla hareket eden ve ülkeyi terk ediş süresi kısa olduğundan dolayı “sıcak para” diye adlandırılan sermaye hareketleridir.¹

Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri, ticari bonolar, finansman bonoları, hisse senetleri, kısa vadeli borç senetleri ve bunlara yönelen portföy yatırımları, bankalara ve diğer özel kuruluşlara verilen kısa vadeli krediler ile banka mevduatları ve banka dışı diğer varlıklardaki kısa süreli değişimleri içermektedir.²

Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde yer alan kısa vadeli sermaye hareketleri, varlıklar ve yükümlülükler olarak iki bölümden oluşmaktadır. Varlıklar bölümünde dışarıya verilen krediler, yükümlülükler bölümünde ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçlar yer almaktadır.³

Kısa vadeli olarak nitelendirilen sermaye hareketlerinin ekonomilerin gelişim potansiyeline göre değil, genel olarak finansal aktiflerdeki yüksek

¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 15. Basım, İstanbul, Güzem Yayınları, 2003, s.406-407.

² Korkut Boratav, 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Eylül 2001, s.9.

³ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 10 basım, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2000, s.299.
“düzeltme”

kazançlardan ve faiz-kur arbitrajından yararlanılmak amacı ile ülkeye giriş yaptıkları görülmektedir. Bu sebeple bu tür sermaye hareketleri büyük ölçüde spekülatif olarak kabul edilmekte dolayısı ile Sıcak para olarak adlandırılmaktadırlar. Vade kısıtlıklarından dolayı uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedirler.⁴

Dış borçlarını ödemekte güçlük yaşayan ülkeler borçlarını finanse edebilmek için faiz oranlarını yükselterek, döviz kurlarını ve vergi oranlarını değiştirerek fonların ülkeye girişini arttırmaya çalışmaktadırlar. Bu tür sermaye hareketleri dış ticaretin finansmanı için alınan krediler ile olabileceği gibi ülkeler arasında reel faiz farklılıklarından ve döviz kuru değişimlerinden yararlanmak için yapılan kısa vadeli sermaye girişleri şeklinde de olabilmektedir. Bu sermaye giriş çıkışları, kur ve faiz değişimlerine karşı duyarlı olup kolayca bir ülkeden diğerine hareket edebilmektedir. Yani ulusal bir ekonomideki faiz oranları uluslararası faiz oranlarından yüksek ise o ülkeye sermaye girişi olmaktadır. Buna karşın ulusal ülkenin faiz oranları uluslararası faiz oranlarından düşük ise sermaye çıkışı olmaktadır.⁵

Gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde yerleşik olarak kabul edilen kişiler tarafından fon aktarımı veya bir aktif satın alınması üzere fon gönderilmesi ile uluslar arası sermaye akımlarının meydana geldiği görülmektedir.⁶ Bu akımlar, ülkeden ülkeye veya uluslar arası kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmekte olan resmi veya özel sermaye akımları şeklinde tanımlanmaktadır. Şayet bu akımlar bir yıldan kısa vadeli olarak gerçekleşiyorsa “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri” olarak adlandırılmaktadırlar.

⁴ Bayram Kont, **Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi, 1990-1996**, İstanbul, Alfa basımevi, 1998, s.695-707.

⁵ Nejla Adanur Aklan, Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları Ve Değişen Yapısı, (Çevrimiçi), <http://Sbe.Balikesir.Edu.Tr/Dergi/Edergi/C5s7/Makale/C5s7m3.Pdf>, 16.06.2011, s.36

⁶ Şebnem Kurhan, “Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1995, s. 12.
“düzeltme”

Her bir ülkenin kısa ve uzun vadeli yatırımlara karşı almış oldukları yaklaşımlar birbirlerinden oldukça farklılık göstermektedir. Doğrudan yatırımlar şeklinde tanımlanan uzun vadeli olarak kabul edilen yabancı yatırımlar, ülkelerin ekonomileri üzerinde olumlu etkiler yaratmalarına karşın, hükümetler tarafından yurtiçi sermaye ile eşit koşullar sunularak teşvik edilirken, kısa vadeli olarak kabul edilen sermaye girişlerinin (sıcak para), ilgili ülkelerin mali piyasaları, hatta genel olarak ekonomik dengeleri üzerinde, özellikle kısa vadelerde, yapabilecekleri olumsuz etkiler göz önüne alındığında ise kısa vadeli sermaye hareketlerine sınırlandırılma getirilmesi gündeme gelmektedir.⁷

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkeler arasındaki faiz farkının yarattığı arbitraj imkânını değerlendirme amacıyla hareket eden, geriye dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir. Ödemeler dengesinde bankalar aracılığıyla yapılan artık bir kalem olarak yer alırlar. Temel olarak spekülasyon amaçlı olmaları ve geri dönüş kabiliyetlerinin yüksek olmasıyla uzun vadeli sermaye hareketlerinden ayrılmaktadırlar. Bu anlamda kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıcak para hareketi olduğu yönünde yaygın bir görüş hakimdir. Ancak bazı çalışmalarda portföy yatırımları ve net hata noksan kalemi de sıcak para tanımı içinde yer almaktadır.⁸ Kısa vadeli hareketler; esas olarak finansman bonusu benzeri kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ile diğer kısa vadeli borç ve alacaklardan oluşmaktadır.⁹ IMF'in ödemeler bilançosu istatistiklerinde ülke içine sermaye akımları; mevcut sermayeye yapılan eklemeler, ödemeler bilançosunun sermaye hesabına girişler, kredi açılması yönünde değerlendirilen ülkeye yapılan hibe yardımları, "sermaye transferi" başlığı altında incelenen ilgili ülkeye "direkt yatırımlar", borç sorumlulukları olarak incelen "portföy yatırımları" ve "diğer yatırımlar" (banka ödünçleri gibi kısa vadeli ve uzun vadeli yatırımların toplamı, diğer ticari krediler ve IMF'den alınan borçlar) kısa vadeli sermaye hareketleri içinde

⁷ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara, İMKB Yayınları, 2002, s.5.

⁸ Yasemin Türker Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Ankara, DPT Yayınları, 1998, s.18-19.

⁹ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000, s.197.
"düzeltme"

yer almaktadır.¹⁰ Kısa vadeli portföy yatırımları ise; kısa vadeli bono ve tahvil, diğer kısa vadeli paralar, öz sermaye (varlık) ya da kısa vadeli borçlanma araçları olarak tanımlanmaktadır.

Faiz arbitrajında, kısa vadeli mali araçlar arasında banka mevduat hesabı, ticari firmaların çıkardıkları finansman bonosu, mali fonlar ve hazine bonosu yer almaktadır. Faiz arbitrajı, farklı ulusal paraların kısa süreli yatırımlarının gelirleri arasındaki farklılıklardan yararlanmak amacıyla yapılan arbitraj işlemleridir. Kısa vadeli mali araçlar 1 yıldan kısa ve genellikle 30 60 90 günlük zaman dilimlerini kapsayan yatırımlardır. Tasarruf yapan kişilerde, mali araçlara yatırımlarını yaparak bu araçların sağlamış olduğu faiz gelirlerinden yararlanma arzusundadırlar. Bu sözü edilen finansman araçlarını piyasaya sürmekte olan kuruluşlar da fon ihtiyaçlarını en düşük faiz ile sağlamak istemektedirler.¹¹

Literatürde gelişmekte olan ülkelere yönelik oluşan fon akımlarının nedenlerinin içsel ve dışsal faktörler olarak iki başlık altında incelendiği görülmektedir. İçsel Faktörler, gelişmekte olan ülkelerin hem genel ekonomi, hem de mali piyasalar ile ilgili olarak, daha etkin bir şekilde serbest piyasa ekonomisi yaratabilmeleri açısından gerçekleştirmiş oldukları reform hareketleri ve cari piyasa koşullarından oluşmaktadır. Bu faktörler, ilgili ülkelerin kendi oluşturmuş oldukları mekanizmaları tarafından yaratılmış olmalarından dolayı içsel faktörler olarak adlandırılmaktadırlar. İçsel faktörler, sermaye hareketlerini çekme bakımından dışsal faktörlerden daha etkilidir.¹²

İçsel faktörler; ilk olarak gelişmekte olan ülkeler açısından mevzuat ve ekonomik altyapı ile ilgili olarak başarmış oldukları uyumlar olarak kabul edilmektedir. Mali piyasaların liberalleştirilmesi, makro ekonomik istikrar, hızlı ekonomik büyüme, gelişmekte olan ülkelere yönelik daha önce oluşturulmuş olan

¹⁰ Yılmaz Akyüz, Andrew Cornford, Capital Flows To Developing Countries and The Reform Of The International Financial System, (Çevrimiçi), http://www.unctad.org/en/docs/dp_143.en.pdf 22.06.2011.

¹¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.344.

¹² Alp, **a.g.e.**, s.194.
“düzeltme”

fonların ve yapılmış olan direkt yatırımlardan elde edilen yüksek getiriler, gelişen piyasalara yönelik yatırımcı güvenini ve yönelimini artırmıştır. Başarılı fiyat istikrar programlarının uygulanması, sadece yabancı yatırımcılar açısından değil ulusal yatırımcılar açısından da yatırımlarını planlayabilme, başka bir deyişle, yatırım kararını oluşturabilmede rol oynayan en önemli etkenlerden birisi olarak kabul edilmektedir. Yabancı ülkelerde bulunan yatırımcıların, yatırım yapacakları ülkelerin gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etme açısından, piyasalara daha yakın ve bu anlamda daha fazla deneyim sahibi olan ulusal yatırımcılara oranla dezavantajlı bir durumda olacakları gerçektir. Bu nedenden dolayı, yabancı yatırımcılar, yatırım yapacakları ülkeleri seçerken, genellikle geçmişteki fiyat hareketlerini dikkate alarak başarılı bir fiyat istikrar programına sahip olmayan ülkeleri gündemlerine almamaktadırlar. Bu bağlamda fiyat istikrarını sağlamış ülkeler daha fazla sermaye hareketlerini daha düşük risk primleri ile çekebilmektedir.

1.2.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Uluslararası mal, hizmet ve varlık akımlarının etkin bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için, uluslararası finansal sistemin etkin bir şekilde işlemesi, ülkelerin karşılaştıkları dış açık veya fazlaların mümkün olduğunca kısa zaman içerisinde ortadan kaldırılması gerekmektedir.¹³

Uluslararası parasal sisteme bakıldığında, I. Dünya Savaşı'ndan önceki 1816 – 1914 döneminde, ülkelerin sahip oldukları para birimlerini altın standardına göre ayarladıkları görülmektedir. Ancak, I. Dünya Savaşı ile birlikte ortaya çıkan enflasyon sonucunda altın standardı büyük bir darbe yemiştir. Savaş sonrasında da birçok ülke, paralarının konvertibilitesini askıya almışlardır.

1918 – 1939 yıllarında yaşanan savaş döneminde, dünyada para krizlerinin şiddetlendiği ve depresyonların arttığı bir dönem olmuştur. Savaş döneminde ülkeler arasındaki enflasyon oranlarının birbirlerinden oldukça farklı olması uluslararası fiyat ilişkilerini de altüst etmiştir. Ülkelerin, 1931 yılından itibaren döviz

¹³ Ünal Çağlar, **Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul, Alfa Yayınevi, Ekim 2003, s. 11.
“düzeltme”

kontrollerini uygulamaya geçirmeleri, sermaye akışlarına getirilmiş olan ambargo ve limitler de finansal ilişkilere çok büyük bir darbe indirmiştir.

Tüm bu olumsuz gelişmeler sonucunda, 1944 yılında Amerika ve İngiltere önderliğinde, Bretton Woods Konferansı'nda Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı düzenlenmiş ve bu konferansının sonucunda doların değeri belli bir oranda altına karşı sabitlenmiş, diğer para birimleri ise dolara karşı sabitlenmişlerdir. Bu konferansa göre oluşturulan sabit kur sisteminde, her bir para biriminin diğer para birimleri karşısındaki değeri tespit edilerek, para birimleri karşısında yaşanacak değişimlerinin % 1 oranının altına inmesine veya üstüne çıkmasına izin verilmemekte olduğu görülmektedir. 1 ons altının değerinin 35 dolar olarak belirlenmiş olduğu sistem, 1960'lara kadar başarı göstermiştir.¹⁴ Gelişmekte olan ülkeler 1970'li yılların başlarında yaşanmakta olan uluslararası boyutlardaki krizlerin etkisi ile birlikte ekonomik yapılarını dönemin şartlarına bağlayarak analiz etmişlerdir. Akabinde 1980'li yılların ortalarında, kapalı ekonomiden finansal serbestleşme ve özelleştirme politikaları benimseyerek devlet müdahalelerinin azaltılmasını amaçlayan piyasa ağırlıklı bir ekonomiye geçiş süreçleri yaşanmıştır¹⁵. Bu gelişmelerin sonucunda mali piyasaların kurulması ve gelişmesi ile birlikte kısıtlayıcı kambiyo rejimlerinin ortadan kaldırılması sonucunda gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi hızlanmıştır.

1970'lerin başlarından itibaren Amerika'da ve Amerika dışındaki ülkelere yüksek derecede enflasyonun etkileri ile birlikte, 1971 yılında Amerika, doların altına karşı konvertibilitesini kaldırmış ve 1972 yılında da İngiltere, poundun diğer para birimlerine karşı dalgalanmalarına izin vermiştir. 1971 yılından sonra ise, kurlar arasında % 1 olan oynama sınırı % 2,25'e çıkarıldığı görülmektedir. Bu gelişmeler sonucunda, Washington'daki Smithsonian Institute'de toplanmakta olan on gelişmiş ülke, doları % 7,89 oranında devalüe etmiş ve 1 ons altının değerini 38 dolara yükseltmişlerdir. Bu müdahalelere rağmen, Amerika ekonomisi yeterince rahatlayamamış ve bunun sonucunda dolar, 1973 yılında % 10 oranında devalüe

¹⁴ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, 2. basım, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2003, s. 4.

¹⁵ Suat Oktar, Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasalarının Büyümesi, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Mayıs 1994, s.37.
"düzeltme"

edilmiş ve 1 ons altının değeri 42,2 dolara yükselmiştir. Japonya % 7,5, İsviçre ise % 12 oranları ile para birimlerini devalüe etmişlerdir. 1973 yılında yaşanmış olan I. Petrol Krizi ile dolar çöküşe geçmeye başlamıştır. Bu olayın ardından, 1973 yılında toplanmış olan Smithsonian Institute Konferansı ile birlikte dalgalı olan kur sistemi uygulanmaya başlanmıştır¹⁶.

Tüm bu gelişmelerin, 1970’li yıllara damgasını vuran finansal liberalizasyon politikaları ve teknolojik gelişmelerle birleşmesi sonucunda, uluslararası sermaye hareketleri görülmemiş boyutlara ulaşmış ve finansal küreselleşme başlamıştır. Dalgalı kur sisteminden kar elde etmek amacıyla artan spekülative sermaye hareketleri sonucunda, önemli bir döviz kuru riski ile karşı karşıya kalan özel sektör, portföy çeşitlendirmesi yoluna gitmiş ve bunun bir sonucu olarak da döviz, tahvil ve hisse senedi piyasaları hızla gelişmiştir.

Uluslararası finansal piyasaların gelişmesi ve küreselleşme ile birlikte, ülke ekonomilerindeki değişiklikler birbirini önemli ölçüde etkilemeye başlamıştır. Böylece, ülke ekonomileri arasındaki farklılıklardan yararlanmaya çalışan sermaye hareketleri oluşmuş ve 1970’lerden sonra da hızla artmaya başlamıştır.

Ülkelerin ekonomisinin dinamik ve yüksek büyüme oranına haiz olması ve bununla birlikte bu tür ülkelerin sahip olduğu piyasaların getiri oranlarının gelişmiş piyasalara oranla yüksek olması sonucunu ortaya çıkarmış, bu durum yabancı yatırımcıların dikkatini çekerek bu ülkelere yönelik fon akımlarını cazip hale getirmiştir. Örneğin, 1980’lerde gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yılda 100 milyar ABD Doları sermaye fonu aktarılırken, dünyadaki küreselleşme sürecine bağlı olarak bu rakam 1990’larda 7 katına yani 700 milyar ABD Doları seviyesine yükselmiştir¹⁷.

¹⁶ Uzunoğlu, a.g.e., vs. 5

¹⁷ Mustafa Yılmaz, **Uluslararası Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, No: 3,Kasım 1994, s. 54.
“düzeltme”

Genellikle fon akımları hisse senedi yatırımları olarak ön plana çıkmaktadır. Özetle, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları çoğunlukla spekülative bir nitelik taşımaktadır. Başka bir ifadeyle bu tür sermaye akımları kısa vadeli kazanç peşinde olup gerçek yatırımlarla ilgilenmemektedir. Bu tür sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının ve döviz kurunun başlangıç düzeylerine bakmaksızın ülkelere giriş yaparak, faizleri yükselterek ve kuru düşürerek bir arbitraj marjı yaratmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde özellikle 1990'lı yıllarda dünya faiz oranlarındaki gelişmelerin sermaye akışını hızlandırdığı görülmektedir. Ancak 1997 yılında Asya'da başlayan ve daha sonra Rusya ve Brezilya'da yayılan krizlerin etkisi ile krizden önce 8,7 milyar dolar olan uzun vadeli sermaye hareketlerinin %91 azalışla 0,8 milyar dolara gerileyerek ciddi bir azalma yaşandığı görülmüştür. Buna karşın kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1997 yılında 1,7 milyar dolar iken 1998 yılında yaklaşık olarak % 47,7 oranında artarak 2,6 milyar dolara seviyelerine çıktığı görülmektedir. Oranlardan da anlaşıldığı gibi dünya piyasalarında yaşanmış olan krizler uluslararası ekonomik birimler tarafından tedirginlik yaratması nedeniyle yatırımcılar pozisyonlarını uzun vadeden kısa vadelere çevirmişlerdir. 1990 yılında, uluslararası piyasada yabancı sermaye hacmi 1.769 milyar dolar seviyelerindeyken, 2004 yılına gelindiğinde bu oran 8.895 milyar dolara yükselmiştir. Bu durumu ortaya çıkaran en belirgin gelişme, yabancı sermaye yatırımının kontrollü olduğu Rusya, Polonya, Macaristan, Romanya ve özellikle Çin'e yabancı sermaye girişlerinin artması olmuştur.¹⁸ Günümüzde kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönü ise uluslararası piyasada önemli pay sahibi olan ABD, AB ve Japonya gibi ülkelerin ekonomilerindeki dönemsel olumsuz tablolar yüzünden gelişmekte olan ülkelere yöneldiği görülmektedir. Buna karşın faiz oranlarında meydana gelebilecek bir artış ile de ülkelerden çıkan sermayenin geri döndüğü bir dönemde bulunmaktayız.¹⁹

¹⁸ Zafer Yükseler, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş-Yatırım Ortamı İlişkisi**, Ankara, TCMB, Aralık 2005, s.4.

¹⁹ Turan Yay ve diğerleri, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul, İTO, Yayın no: 2001, s.28.
“düzeltme”

1.3.Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ülke Ekonomilerine Giriş Nedenleri

Kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklayan iki görüş mevcuttur. Bunlardan ilki çekme görüşü, ikincisi ise itme görüşüdür. Çekme görüşüne göre sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerdeki olumlu ve istikrarlı makro ekonomik koşullar kısa vadeli sermaye hareketlerini bu ülkelere yöneltmektedir. Çekme görüşünü desteklemeye yönelik Asya ülkelerine yönelen yabancı sermaye gösterilebilir. Özellikle kriz öncesinde bu ülkelerde gözlemlenen

- Ekonomik istikrarın süreceğine dair beklentiler
- Cazip faiz oranları ve
- Ülkenin yüksek kredi derecesi kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu

ülkelere yönelmesinde etkili olmuştur.²⁰

İtme görüşüne göre ise sermaye veya kredi veren ülkelerdeki ekonomik durgunluk nedeniyle ve bunun neticesinde sermayenin getiri oranlarındaki gerileme yüzünden kısa vadeli sermaye hareketleri oluşmaktadır. Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte uluslararası döviz piyasaları şekillenmeye başladıktan sonra 1970'lerde döviz ve kredi piyasaları genişlemeye başlamıştır. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere 1990-94 yılları arasında 50 yeni borsa faaliyete geçmiştir. Bu ülkelerde piyasa hacmi 10 kat artarak 2.2 trilyon dolara ulaştığı görülmektedir.²¹

Sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik daralmalar, faiz oranlarının düşmesi ve sermayenin yüksek getiri aramasına örnek olarak A.B.D'de faiz oranlarının düşmesi, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye arasında görülen güçlü negatif etki gösterilebilir.²²

²⁰ Ayşe Çelikel Danişoğlu, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Üzerindeki Etkileri", **Basılmamış Doktora Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1999, s.8.

²¹ Ergin Yıldızoğlu, "**Hegemonyadan İmparatorluğa**" **İktisat Üzerine Yazılar-1, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**, Der. A.H.Köse-F.Şenses-E.Yeldan, İstanbul, İletişim Yayınları, 2003, s.552.

²² Danişoğlu, **a.g.e.**, s.9.
"düzeltme"

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomilerin gelişim potansiyelleri açısından değil, genel olarak finansal aktiflerin yüksek getirilerinden ve faiz-kur arbitrajlarından yararlanmak amacıyla geldiği görülmektedir. Bu nedenden dolayı bu tür sermaye hareketleri büyük ölçüde spekülatif niteliktedir ve sıcak para niteliği taşımaktadır. Vadelerinin kısa olmasından dolayı ise uzun dönem açısından ekonomik büyümeye katkıda bulunamamaktadırlar. Geçici olarak ödemeler dengelerini ve kamu açıklarını finanse etmektedirler.

Gelişmekte Olan Ülkelerin (GOÜ) kendilerine özgü yapısal sorunları olan çarpık kamu kesimi gelir-gider dengesi, yüksek kamu borç stokları ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG) gibi nedenlerle gelişmiş piyasa ekonomilerine göre oldukça yüksek seyreden faiz oranlarının sunduğu arbitraj olanaklarından yararlanmak üzere gelen kısa vadeli sermaye, gelişmekte olan ülkelerin kamu kesiminin kısa süreli finansman ihtiyacını karşıladığı gibi cari işlemler açıklarını da finanse ederek ekonomilerin büyümesini sağlamaktadır. Ancak mevcut yapısal sorunların üstesinden gelinememiş olunması dolayısıyla ekonomilerinde kırılganlıklar bulunan ülkelerin, cari işlem açıkları gibi bir ekonomik gösterge sürdürülemez boyutlara vardığında, bu ve buna benzer bir ekonomik parametreyi kriz sinyali olarak algılayan kısa vadeli sermaye çıkış yapmaya başladığında bulaşıcılığı yüksek finansal nitelikli küresel krizlere yol açtığı gözlemlenmektedir.

Ekonomilerde kısa vadeli sermaye hareketlerini çeken unsurların üç başlık altında toplanabilmesi mümkündür;²³

- Yüksek reel faiz,
- Yüksek getiri sağlayabilen borsa,
- Düşük veya sabit kurlar.

²³ Muhammet Akdiş, Sermaye Hareketleri, Finansal Krizler ve Türkiye, (Çevrimiçi), <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Nazilli1.ppt>, s. 12, 21.06.2011. “düzeltme”

Bu üç unsur bir ülke ekonomisinde mevcutsa ve ülke ekonomisinin kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı kendini koruyabileceği bir mekanizması bulunmuyorsa, ülke ekonomileri kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızlı bir şekilde akımına kapılmaktan kurtulamamaktadır. Başlangıç itibariyle bu akım ülkenin ekonomisinde iyimser nitelikte bir tablo oluştursa da, yukarıda sıralanmış olan üç unsurdan birinin ortadan kalkması durumunda sermaye ülkeden hızlı bir şekilde kaçmaktadır. Bunun sonucunda da ekonomide ağır tahribatlar meydana gelmektedir.

Sermaye çıkışına neden olan bir diğer faktör ise, ülkede sabit döviz kuru politikası ve uyumlu para ve maliye politikaları uygulanması sonucunda piyasanın zayıflaması, reel kurun aşırı değerlendirilmesi ve ülkenin cari açığının yükselmesidir.²⁴ Bunu gören yabancı sermaye ileride olması muhtemel devalüasyondan çekinerek karını en optimal seviyede tutup ülkeyi terk edebilmektedir. Bu durumda eğer yapısal reformlarda yapılmaz ya da gecikirse uluslararası finans kuruluşları ulusal ülkenin kredi notunu düşürme eğilimine gidebilirler.²⁵ O zaman sadece KVSH ülkeyi terk etmekle kalmayıp UVSH de planlarını tekrar gözden geçirip gitme ya da yatırımlarını azaltma eğilimine girebilmektedirler.

1.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomi Üzerinde Etkileri

1.4.1. Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkileri, uygulanan döviz kuru rejimine bağlıdır. Eğer dalgalı kur rejimi benimsenmişse, sermaye girişindeki artışlar yurtiçi döviz miktarını arttıracak için yerli paranın nominal değerinin artmasına da neden olur. Fakat sabit kur rejimi uygulanıyorsa, ülkeye giren sermaye sadece uluslararası rezervlerin artmasına neden olur.²⁶

Sermaye akımının reel olarak yöneldiği ülkelerde uygulanan döviz kuru rejimlerine bağlı olarak ülke parası değer kazanmaktadır. Çünkü sermaye akımının

²⁴ Aslan Eren Ve Bora Süslü, Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi, **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı:41, Eylül-Ekim 2001, s.662-674

²⁵ Boratav, a.g.e., s.14

²⁶ Kaya, a.g.e., s.33.
“düzeltme”

yarattığı döviz arzı, ülke parasının reel olarak değer kazanmasına yol açmaktadır. Bu durum sonucunda, dış ticaret dengesi ülke aleyhine bozulmakta ancak yüksek reel faizler ve düşük kur ayarlamalarının cezbediği sermaye akımı; dış ticaret ve cari işlemler açıklarını kapatmaktadır. Bu durum ülke parası lehine döviz kurlarına baskı yapmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin yabancı kaynağa olan ihtiyacı dikkate alındığında genellikle kurlara müdahale mevcut sermaye girişini engellemeyecek, aynı zamanda ihracatı teşvik edecek şekilde yapılmaktadır.²⁷

Reel kurun değer kazanmasıyla artan yurtiçi harcamalar ve dış ticarete konu olan malların arz - talep yapısı nihai dış ticaret açığını belirlemektedir. Bu bağlamda ülkeye giren sermayenin ülkede ne kadar kalacağı reel kurdaki oynaklığı belirlemektedir. Sermaye doğrudan yatırım şeklinde ülke ekonomisine giriş yaptıysa reel kurdaki oynaklık daha düşük olmaktadır. Sermaye eğer kısa vadeli sermaye hareketi şeklinde ülkeye girdiyse, kar imkanı ortadan kalktığında ani bir çıkışın başlama olasılığı yüksektir.

Sermaye girişleri likiditeyi arttırdığı için yurtiçi faiz oranları düşmekte ve bunun sonucu yurtiçi harcamaların artması şeklinde olmaktadır. Dış ticarete konu olan mallara yönelen harcamalar ticaret açığını arttırmakta, bu da sermaye girişinin sürmesine yardım etmektedir. Reel kurun değer kazanması; esnek kur sisteminde nominal kurun değer kazanması, sabit kur sisteminde ise dış ticarete konu olmayan malların fiyatındaki artış yoluyla olmaktadır.²⁸

Kısa vadeli sermaye hareketleri, yüksek faiz ve düşük döviz kuru arbitrajından faydalanmak için hareket eden ve geriye dönüş kabiliyeti yüksek olan sermaye hareketleridir. Bir ülkeye kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelmesi için öncelikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve daha sonra döviz kurunun değer

²⁷ Erinç Yeldan, Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler, **Ekonomide Durum Dergisi**, Bahar-Yaz, 2000, s.160.

²⁸ Kaya, **a.g.e.**, s.33.
“düzeltme”

kaybetmesi gerekmektedir. Bununla birlikte sermayenin yöneleceği ülkenin, yurt içi faiz oranlarının yurt dışı faiz oranlarından yüksek olması gerekmektedir. Bu gerekliliğin sağlanması durumunda ülkeye yoğun bir sermaye girişi olması beklenmektedir.²⁹ Bunun sonucu olarak ülkeye gelen yabancı sermaye yerli piyasada döviz bolluğuna sebep olacağı için ülkeye giren yabancı paranın değeri düşerken ulusal para da değer kazanmaktadır. Kısa vadeli spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak hedefli sermaye hareketleri (sıcak para) beklediği karı sağladığında tıpkı geldiği gibi hızla çıkarak döviz dengelerini bozmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal değişikliklere göre hareket etmesi ile oluşan istikrarsızlık gittiği ülkelerin ekonomilerine de yansımaktadır. Özellikle döviz piyasası bu tür sermaye hareketlerinden en çok etkilenen değişkendir.

Döviz kuru riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda paraların değerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan bir risktir. Yabancı para biriminden bir menkul kıymete yatırım yapan yatırımcı, nakit akışları bu para biriminden olacağından kendi para biriminden nakit akışını tam olarak bilemez.³⁰ Anlaşma yapılmakta olan kimselere ödeme yapılmaması sonucunda projeye ait borç zamanında ödenmemesi halinde, ihtiyat oluşturulmaması ve yerel para konvertibl bir durumda değilse devalüasyon durumu içermektedir. Kambiyo kontrolleri açısından yabancı kaynaklardan öz sermaye yatırımlarının sınırlandırılması durumunda, yabancı kredi ve faizlerin geri ödenmesi ve elde edilmesinde, kar transferlerinde ve projelerde yabancı yatırım miktarının ve kardan ayrılacak ihtiyatların kısıtlanması olarak ortaya çıkmaktadır.

1.4.2. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin finans sektörü üzerinde de önemli etkileri bulunmaktadır. Bunların başında, bankaların yurt dışından sağladığı kredilerin reel sektör yatırımlarının finansmanından çok kamunun yüksek bütçe açığını finanse etmek için kullanılması gelmektedir. Ulusal borsalar giderek kısa

²⁹ Kaya, **a.g.e.**, s.42.

³⁰ İbrahim Kavrakoglu, Uluslararası Kalkınma İçin, **Aylık Ekonomi ve Aktüalite Dergisi Platin**, yıl: 7, Mayıs 2004, s.98.

vadeli sermaye akımlarının etkisi altında kalmakta ve bu akımlara bağılı büyüme ve daralma süreçleri ortaya çıkmaktadır. Ağustos 2005 itibariyle toplam yabancı yatırımlar içerisinde %54 paya sahip olan hisse senedi piyasasındaki yatırımlar ile reel kur endeksi arasında uzun vadeli bir ilişkinin varlığı göze çarpmaktadır. Aynı zamanda gelir dağılımının spekülative kazançlar lehine gelişmesiyle gelir dağılımı bozulmaktadır.

Sermaye girişlerindeki hareketliliğin bir diğerk ekonomik etkisi, yüksek miktarda sermaye girişı ve çıkışı sonucu yurtiçi finansal piyasalardaki yoğunlaşmadır. Finansal piyasaların gelişmekte olan ölkelerde yeterince derinleşmemiş olması yüklü bir fon girişinin ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar yaratmasına neden olmaktadır.

Fonların etkin bir şekilde verimli yatırımlarda kullanılmaması, geri ödeme sürecinde problemler yaratmakta, kullanılan kredilerin zamanında ödenmemesinden dolayı iflaslara kadar uzanan ve genel olarak “ahlaki çöküntü” (moral hazard) diye adlandırılan çeşitli problemler ortaya çıkmaktadır. Bu fonlar özellikle spekülative nitelikte ise, ekonomide yarattığı hareketlenme bazı ölkelerde krizlerin başlamasına yol açabilmektedir. Bu spekülative hareketler kısa dönem karlılığı değerlendirmeye yönelik olduğu için, menkul varlıkların değerleri üzerinde yapay dalgalanmalar ve suni fiyat artışları yaratabilmektedir.³¹

Hisse senedi fiyatlarının teorik olarak firmaların üretkenlik, karlılık gibi çeşitli performans kriterleri ile uyumlu olarak hareket etmesi beklenir. Bu bağlamda iyi işleyen bir sermaye piyasası ekonomik gelişme sürecinde tasarrufları ve kaynak dağılımında etkinliği arttırarak fiyatlama sürecinde kaynakların daha iyi kullanımının sağlanmasına yardım eder. Fakat kısa vadeli sermaye hareketlerinden etkilenen ulusal borsalar, bu hareketlerin denetimi altında kalarak yapay şişmeler ve daralmalar gösterebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ölkelerde sermaye piyasasının sığılığı

³¹ Bernhard Fishcher ve Hermut, Reisen, **Towards Capital Account Convertibility**, OECD Policy Brief, No: 4, 1992.
“düzeltme”

sonucu, yüksek miktarda sermaye girişı piyasalarda istikrarsızlık yaratmaktadır. Ekonomi dışı açılıp ticari ve mali serbestleşme arttıkça, sermayenin üretimden kopması ve önce dış ticaret ardından da finansal piyasalarda getirim kollama faaliyetlerinin hacmi ve hızının artması, bu birikim modelinin dikkate değer bir çelişkisidir. Taşıdıkları spekülâtif nitelik nedeni ile üretken yatırımlar ile ilgisi olmayan kısa vadeli sermaye hareketlerinin, giriş yaptığı ülkelerde kısa süreli bir zenginlik yarattıkları ve izleyen dönemde önce mali sektörde başlayan, giderek reel sektöre de yayılan ciddi krizlere yol açtıkları ülke deneyimlerinden de görülmektedir. 1970'li yıllarda başlayan üretim ve verimlilik krizleri sonucunda üretken sermayenin süratle spekülâtif alanlara kayması, sıcak para hareketleri ile pek çok ülke ekonomisini etkilemiştir. Finansal serbestleşmeler açısından faizler ve uluslararası yeni finans piyasalarına açılma ile birlikte bu konudaki kuramın iddia ettiğinin aksine, yurtiçi tasarrufları oldukça artırıcı etkisinin olduğunu gösteren güçlü bulgular yok denecek kadar azdır. Az sayıdaki yatırım fonları kurumları, ticari bankalar ve fon yöneticilerinin denetiminde olan maddi üretim yapmayan küresel sermaye hareketleri, giriş yaptığı ülkelerde yatırım eğilimini zayıflatmak ve ülkelerin rekabet edebilmesinin kısa dönem açısından araçlarını ortadan kaldırmak ile kalmamakta, ekonominin makro yönetim araçları olan iktisat politikalarını hızla etkisiz hale getirebilmektedir.³²

1.4.3. Enflasyon Üzerine Etkisi

Enflasyon, bir ülkedeki fiyatlar genel seviyesinin sürekli artış göstermesidir. Enflasyon, izlenen para ve maliye politikalarının bir sonucudur ve bu süreçte ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye akımları ekonominin genel dengesini ve dolayısıyla enflasyonist baskıları etkilemektedir. Yükselen piyasalara sahip gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızlanması sonucunda oluşan ilk etki fiyatlar genel seviyesindeki düşüşlerdir. Ancak bu akımların sürekli oluşu ve hacmindeki genişlemeyle beraber gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin karakteristik özelliğı olan yüksek enflasyon oranlarını kendi hedefleri

³² Uğur Eset, Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyimin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi, **İktisat Dergisi**, Sayı.363, Ocak 1997, s.76.
“düzeltme”

doğrultusundaki oranlara çekmelerini mümkün kılmamaktadır. Sonuç olarak enflasyonun kontrol edilmesi, döviz kurları ve rezervler üzerindeki etkisinin sınırlandırılması ile mümkün kılınmaktadır.³³

Makro-ekonomik dengesizlikler açısından bir ekonomiye yabancı sermaye girişini özendirici olarak yapılan uygulamalar eğer bir ülkede bütçe açıkları kronik bir soruna dönüşmüş durumdaysa, bütçe açıklarının devamına neden olabildiği görülmektedir. Ekonomide artmakta olan sermaye girişleri hükümetler açısından daha kolay borçlanma olanağı sağlarken, bu durum bütçe açıklarının artarak devam etmesini ve içeride enflasyon artışını birlikte getirmektedir. Bütçe açıklarını kapatmak amacıyla uygulanacak olan daraltıcı politikalara eş değer gelecek politikalar hükümetlerin sorunu erteleme yolunu seçtikleri gözlenmektedir.

Enflasyon, bir ekonomideki makro dengeler ile birlikte yapılmakta olan ve bu dengeler ile uygulanan para ve maliye politikalarının bir sonucu olarak ortaya çıkar. Bu nedenle de uluslar arası düzeyde sermaye akımlarının enflasyon üzerindeki etkileri, büyük ölçüde ekonomilerin genel dengesi ile birlikte parasal genişlemeler ve maliye uygulamaları üzerinde etkileriyle olmaktadır.³⁴

Gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye akımlarının hızlanmasının fiyatlar düzeyine etkisinin genel olarak düşürücü yönde olduğu görülmektedir. Ancak sermaye akımının hızlı bir şekilde artması ile yüksek enflasyona sahip olan ülkelerin hedeflemiş oldukları enflasyon oranlarına yönelik dönüşleri tam olarak gerçekleştiremedikleri görülmektedir. Enflasyonun kontrol edilmesi ile birlikte sermaye girişinin para arzlarındaki genişleme etkilerinin sınırlandırılması, yine sermaye girişlerinin döviz kurlarındaki etkilerinin sınırlandırılması ile sağlanabilmektedir.

³³Sadi Uzunoğlu, Kerem Akin, Kerem, Fuat Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995, s.73.

³⁴ Eser Kadir, Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 10, Ankara, 1993, s.47. “düzeltme”

1.4.4. Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ödemeler dengesi üzerindeki etkilerine geçmeden önce ödemeler bilançosunun açıklanması gerekmektedir. Ödemeler bilançosu, aynı ulusal sınırlar içerisinde yerleşik olarak yaşayan kişilerin, belirli bir vade süresi içerisinde başka ülkelerdeki yerleşik olan kişiler ile birlikte yapmış oldukları ve genel olarak ekonomik yönden işlemlerin nihai sonucunu göstermekte olan sistematik bir kayıt sistemi olarak tanımlanabilmektedir.³⁵ Yerleşik olma kavramının her ülkede farklı yasal düzenlemelere göre farklılaştığı görülmektedir. Vergi yasaları açısından yerleşik olma kavramı, vergi mükellefi olarak bir ülkede kesintisiz 183 gün boyunca kalma olarak tanımlanmaktadır.

Ödemeler dengesi bakımından ise bir ülke içerisinde bir yıldan daha fazla süre içerisinde ikamet etmekte olan kişi ve tüzel kişiler yerleşiktir. Burada yerleşik kişi tanımı içinde kısmen de olsa çok uluslu şirketlerde bulunmaktadır. Bu şirketler genel prensip olarak ana merkezlerinin bulunduğu ülkenin sakinleri sayılmaları ve bilançoda bu şekilde gösterilmeleriyle beraber başka bir ülkedeki şube ve temsilcilikleri de o ülkenin şirketleri sayılır, muhasebe kayıtlarında da bu şekilde yer alırlar.

Ödemeler bilançosu, bir ülke vatandaşlarının dünyanın diğer ülkeleriyle ilişkilerinin sonucunu gösteren bir milli muhasebe hesabıdır. Bir ülke vatandaşları, diğer ülkelerle mal ve hizmet ticareti ya da finansman ilişkileri olmak üzere iki türlü ilişki içinde olabilir. Ticari ilişkiler ithalat ve ihracat şeklinde ortaya çıkar. Finansal ilişkiler ise tahvil hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımı şeklinde ya da borç alıp verme, doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde olabilmektedir.³⁶

Ödemeler dengesi, ülkelerin dış ülkeler ile belirli bir dönem içerisinde yapmış oldukları mal, hizmet ve sermaye akımları işlemleri dolayısı ile elde etmiş

³⁵ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.383.

³⁶ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Eskişehir, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, 1999, s.80.
“düzeltme”

oldukları gelirler ile ödemelerinin durumlarını ortaya koymaktadırlar. Bir ülkeye ait ödemeler dengesindeki dengesizlik durumları, ülkelerin ödemeleri açısından iyileşmeleri ya da bozulmalarını yansıtmaktadır. Dolayısıyla da çoğu zaman ülkelerin gerçekleştirdikleri ekonomik itibarların bir göstergesidir.³⁷

Kısa vadeli sermayelerin ülkeye girmesi ile birlikte ödemeler bilançosu üzerinde ilk aşamada olumlu bir etki yaptığı görülmüştür. Giren sermaye miktarı kadar ödemeler bilançosunun sermaye hesabına gelir kaydedilir. Ancak sermaye girişi döviz kurunda değerlenmeye yol açacağından ihracat mallarının fiyatı göreceli olarak artacaktır. Dolayısıyla ihracat gelirlerinde bir azalma yaşanacaktır. Bununla birlikte, kısa vadeli sermaye girişi sonucunda kurda yaşanan düşüş sonucu, yabancı malların yerli mallara oranla daha ucuz hale gelmesi sonucunda ülke ithalatı artacaktır. Sonuç olarak, sermaye hesabında bir artış yaşanırken cari işlemler hesabı da bu durumdan olumsuz etkilenecektir. Bu etkinin büyüklüğü aynı zamanda ülkenin tüketim eğilimi ve ithal mallara olan gelir-talep esnekliği ile yakından ilgilidir.

Spekülatif nitelikli olan kısa vadeli sermaye hareketleri reel kurdaki dalgalanmaları arttırabilmekte ve geri dönüş kabiliyetinin yüksekliğinden dolayı da ani şoklar karşısında yaşanan hızlı çıkışlar ödemeler dengesi problemleri yaratabilmektedir. Ülkeler arası karşılaştırmalar yapmada kullanılan bir oran olan cari işlemler açığı/gayri safi milli hasıla oranı, ülkelerin risk primi hesaplanmasında kullanılan bir oran olup, dolayısıyla yatırımcılar tarafından izlenmekte ve kısa vadeli sermaye hareketlerini etkilemektedir. Cari işlemler açığının finanse edilmesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payının artmış olması, bu girişlerin ani çıkışa dönüşebileceğinden dolayı risk faktörü olarak değerlendirilmekte ve açığın sürdürülebilirliği üzerinde yatırımcıları kuşkuya düşürmektedir.³⁸ Ödemeler bilançosu içindeki cari işlemler hesabı, esas olarak ülkenin yatırım tasarruf dengesinden etkilenmektedir. Milli gelir arttığı halde tasarruf yapamayan bir ekonomide harcamaların büyük miktarda ithal mallara yönelik yapıldığı söylenebilir.

³⁷ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.382

³⁸ Kaya, **a.g.e.**, s.43
“düzeltme”

1.5.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Neden Olduğu Global Finansal Krizler

1.5.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi

Maastricht Anlaşmasıyla birlikte; Avrupa Birliği'ne üye olan ülkelerde ortak bir paranın (EURO) kullanılması kararlaştırılmış ve böylece birlik içerisinde parasal bir bütünlük sağlanması amaçlanmıştır. Ancak Danimarka ortak para kullanımını kabul etmemiştir. Bu durum ERM içinde yer alan döviz kurları üzerindeki baskıların artmasına yol açmıştır. İlk olarak İtalya'daki bütçe açıklarının Liret'in desteklenmesine sebep vereceği spekülasyonlar tarafından düşünülerek Liret üzerinden spekülasyon işlemleri gerçekleştirilmiştir.³⁹

1987'nin başlarından itibaren üye ülkelerin (Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Danimarka, Lüksemburg ve İtalya) aralarında döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon farklılıklarının hızlı bir şekilde azaldığı görülmektedir. 1989 yılında İspanya, 1990 yılında İngiltere, 1992 yılında da Portekiz sisteme dâhil edilmiştir. Döviz kuru istikrarına olan bir takım inançlar bu ülkelere yönelik gerçekleştirilen yabancı sermaye akımlarında bir artış meydana getirmiştir. Sisteme sonradan katılan İngiltere, İspanya, İtalya gibi ülkeler açısından sıkı para politikaları ve faiz oranları diğer ERM ülkelerinden farklı bir durumda kalmaktadır. Bu nedenle de yabancı sermayeyi cezbetmektedir.

ERM' de kur dalgalanmaları için belirlenen bandın sınırına yaklaşıldığında, merkez bankalarının, döviz kurları belirlenen bant aralığında kalabilmesi için müdahale etme zorunlulukları bulunmaktaydı. Ülkeler istedikleri zaman bantları zorlamadan da müdahale edebilme imkânına sahiptilerdi. Bu sebeplerden dolayı diğer üye ülkelerin paralarına ihtiyaçları bulunmaktaydı. Müdahalelerin gerçekleştirilebilmesi için merkez bankalarının kendi aralarında bir kredi sistemi bulunmaktaydı. 1987 yılından itibaren bantlar arasında müdahaleler açısından ERM üyeleri dolar kullanmaya başlamışlardır. Örneğin, Fransa frangı kurunun düşüşünü engellemek istediklerinde mark yerine dolar satılıp, frank satın alınıyordu. Pratikte

³⁹ Muhammet Akdiş, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi**, Denizli, 2004, (Çevrimiçi) <http://makdis.pamukkale.edu.tr/mak21.htm>, 09.7.2011.
“düzeltme”

bu müdahale, kurun tavan orana yaklaşıldığında satmak, tabana düştüğünde ise almak anlamları taşımaktaydı. Taban noktasına ulaşıldığında ise sıkıntıdaki bir ülkeye kısa dönemli destek vermek için çeşitli kredi mekanizmaları oluşturulmuştur.⁴⁰

Spekülatörler Finlandiya ve İsveç ülkelerinin denedikleri ataklar doğrultusunda olumlu sonuç almış ve İtalyan Liret'inin yoğun bir baskı neticesinde %7 oranlarında devalüe edilmesi sonucunda spekülatörlerin ekmeğine yağ sürmüş ve tüm dikkatlerin İngiliz Sterlinine çevrilmesine yol açmıştır. Bu aşamadan itibaren krizin baş aktörü dünya ülkeleri arasında önemli spekülatörlerden biri olan George Soros sahneye çıkmıştır. Soros daha işin başından Sterlindeki devalüasyon olasılığı fark etmiş ve kısa dönemli verilen krediler şeklinde 15 milyar dolarlık kısa pozisyon almıştır. Sterline yönelik baskıların oluşması sonucunda İngiltere'de faiz oranları bir günde İngiliz merkez bankası müdahale etmesine rağmen %5 oranında yükselme göstermiştir. George Soros 11 Mart 2001 yılında İngiliz The Guardian gazetesindeki İslam Faisal imzalı “spekülatif kazançlarının vergilendirilmesi” Soros: Tax my speculations profits başlıklı röportajda ERM krizinde 1 milyar dolar kazanç elde ettiğini açıklamıştır.⁴¹

Krizin çıkışında ABD faiz oranlarına karşı yüksek olan Avrupa ülkeleri faiz oranlarının yabancı sermayeyi istikrarlı bölgelere çekmesi, ülkeye ait paraların aşırı bir şekilde değerlendirilmesi ve cari açıkların artması en önemli faktörler arasındadır. ERM'den çıkan tüm ülke ekonomilerinin hemen her bakımdan sistemden çıkarıldıktan sonra daha iyi duruma gelmiş olduğu görülmektedir. Özellikle de İngiltere'de enflasyon oranlarında bir artış olmaksızın işsizlik oranları önemli ölçülerde azalış göstermiştir.⁴²

⁴⁰ Tolgahan Han Kava, “ERM II’de Gelecek Var mı?: Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir?”, **Uzman Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2005, s.7.

⁴¹ Muhammet Akdiş, Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler Ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilir Araçlar: Tobin Vergisi, (Çevrimiçi), <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak24.htm>, 09 Temmuz 2011

⁴² Mustafa Özer, **Finansal Krizler; Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.88.

ERM Krizi'nden anlaşılan şudur ki; sermaye hareketlerini yüksek olduğu bir dünyada döviz rezervleri krizleri önleyici bir fonksiyona sahip değildir. Çünkü ERM Krizi sırasında İngiltere ve İtalya Merkez Bankaları yeterli döviz rezervine sahiplerdi. Bunun yanında ERM düzenlemeleri çerçevesinde Almanya'dan kredi alma hakkına ve döviz kuruna müdahale edebilme konumuna sahiplerdi. İngiltere'nin birkaç gün içinde 50 milyar dolar değerinde Sterlin satın aldığı tahmin edilmektedir. Bu durum bile beklenen etkiyi gösterememiştir. Yüksek döviz rezervleri ve müdahaleye rağmen kriz devam etmiş ve yayılmıştır.⁴³ Kriz finansal piyasalar tarafından beklenmedik bir kriz olarak görülmektedir. Çünkü hedef paralar arasındaki faiz farklılıkları, krizden 1 ay öncesine kadar yani 1992 yılının ağustos ayına kadar pek fazla açılmamıştır. ERM' de meydana gelen krizler spekülasyon saldırılara iyi bir örnek teşkil etmekte ve bu bağlamda incelenmektedir.

1.5.2. Meksika Krizi

Meksika, Aralık/1994 tarihinde para birimlerinde ortaya çıkmış olan büyük çöküş ile sarsılma yaşamış, kriz açısından bekleyişlerin artmasının sonucunda 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimleri olan pesoyu devalüe etmeleri sonucunda finansal bir krizle karşı karşıya kalmışlardır. 1994 yılında yaşanmış olan Meksika krizinin temel nedeninin, 1980 yılları sonunda ve 1990 yıllarının başında olumlu konjoktürlerin etkisi ile ülkeye gelmiş olan çok kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmekte olan kur, yüksek cari ödeme açıklarının olması sonucunda, politik bakımlardan istikrarsızlıkları, özel tasarruflardaki düşmeleri görerek ülkeden çıkmaya başlaması olarak görülmektedir. 1990-1993 dönemleri arasında ülkeye giren özel yabancı sermaye girişleri 72,5 milyar dolar seviyelerine çıkmıştır. 1994 yılından itibaren hiçbir kesim krizi öngörememiş, ayrıca 1993 yılının bitiminde NAFTA'ya girişin Amerikan Kongresi'nde onaylanmasının sonucunda yabancı sermaye ile ilgili bir takım beklentiler daha fazla artış göstermiştir. Ancak 1994 yıllarının sonlarına doğru oluşmakta olan panik havası ile ülkedeki döviz rezervlerinin 26 milyar

⁴³ Mustafa Miynat, Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri, **Yönetim ve Ekonomi**, C.9 S.1-2, 2002, s.190.
“düzeltme”

dolardan 6 milyar dolara gerilediği görülmektedir. Bu olayı büyük bir devalüasyon olayının takip etmesi sonucunda ise finansal kriz ortamı oluşmuştur.⁴⁴

Meksika'ya 1980'li yıllarda başlayan finansal serbestleşme akımlarıyla birlikte olumlu konjonktürün etkisiyle gelen sıcak para ülke ekonomisinde yaşanan yüksek cari ödemeler açığı, değerlenmiş kur, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlığı öngörerek ülkeyi hızla terk etmiştir. 1994 yılının sonuna doğru oluşan panik havasıyla ülkede 26 milyar dolar olan döviz rezervleri 6 milyar dolara gerilemiştir. Akabinde Meksika Aralık 1994 yılında ulusal para birimi Peso'nun çöküşüyle sarsılmış ve kriz beklentisi üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde Peso'yu devalüe etmek zorunda kalarak finansal krize sağlam bir zemin hazırlamıştır.⁴⁵

Meksika ekonomisinin krizden önceki kısa dönemdeki geçmişine baktığımız zaman, 1987 yılından sonraki dönemlerden itibaren temel hedefi enflasyonu düşürmek olan bir program uygulanmıştır. Bu programın temel sebebi ise, enflasyon oranının, bahsi geçmekte olan dönemde % 160 dolaylarında seyretmesinden kaynaklanmaktadır. Bu reform programı ana hatlarıyla 4 temel üzerine kurulmuştur:⁴⁶

- Ülke ekonomisinin uluslararası düzeyde rekabete açılması
- Ciddi bir liberalizasyon ve özelleştirme hareketi
- Önceden belirlenmiş nominal döviz kuru çapalarına dayalı sıkı para ve maliye politikalarıyla desteklenmekte olan bir istikrar programı
- Hükümet, sendikalar ve özel sektör arasında yapılmış olan fiyat, döviz kuru ve ücret artışlarını belirlenmesine yönelik kapsamlı bir sosyal ve ekonomik sözleşme olan PACTO (ekonomik birlik antlaşması) olarak konulmuş ve programın temelini oluşturmaktadır.

1.5.3. Güneydoğu Asya Krizi

⁴⁴ Şakir Dorukkaya ve Hakan Yılmaz, Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler, Şili ve Meksika Deneyimleri, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl:7, Sayı:75, 1999, s.127

⁴⁵ Dorukkaya, Yılmaz, **a.g.e.**, s.127

⁴⁶ Burçin Hacıhasanoğlu, Burçin, **Meksika ve Arjantin Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Ankara, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayınları, Haziran 2005, s.24.

Son dönemlerin en önemli finans olaylarından birisi Güneydoğu Asya’da görülmüş ve tüm dünya ekonomilerini etkilemiş olan mali krizdir. Şubat 1997 tarihinde başlayarak, Tayland’ın 2 Temmuz’da para birimlerini devalüe etmesi ile birlikte bölgenin ekonomisine ve dünyaya yayılmış olan finansal kriz, çeşitli yönleri bakımından önemli bir ekonomik olay olarak görülmüştür. Böyle bir krizin önceden tahmin edilememesi, krize uğrayan ülkelerin reel ekonomisinde herhangi bir problemin olmaması durumu, hem uluslararası mali sistemlerin yönetimi ve denetimi sorununu hem de krizde önemli bir faktör olan spekülasyon sermaye hareketlerini tekrardan gündeme getirmiştir. Bu nedenden dolayı, Güneydoğu Asya krizlerinde spekülasyonun da çok etkili bir rolü bulunmaktadır. Özellikle Malezya Başbakanı olan Mahattir Mohammed, uluslararası spekülasyon George Soros’u tüm bu gelişmelerin nedeni olarak göstermiş ve “currency trading”in ahlakdışı olduğunu ve yasaklanması gerektiğini belirtmiştir.⁴⁷

Dünya üzerinde yaşanan en önemli finansal kriz olarak değerlendirilen Güneydoğu Asya krizi 1997 Şubat ayında başlamış ve 2 Temmuz 1997 tarihinde Tayland’ın ulusal para birimi Bahtı devalüe etmesiyle bölge ekonomilerine ve dünyaya yayılmıştır.⁴⁸ Meksika Krizinin akabinde Güneydoğu Asya ülkelerine Güney Kore’nin GSYH’nın %6’sına ve Endonezya’nın GSYH’nın %9’una denk gelen bir sermaye girişi olmuştur.⁴⁹ Kriz neticesinde Endonezya, Güney Kore, Hong Kong ve Tayland borsalarında 1997 yılında meydana gelen sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaştığı ifade edilmektedir. Bu durum finansal krizlerin global nitelikli ulusal borsalara vermiş olduğu tahribatı daha iyi izah etmektedir.⁵⁰

Güneydoğu Asya ülkelerinde 1997'nin ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan finansal kriz önce bölge ekonomilerini etkilemiş ve hızla yayılarak dünya mal ve finans piyasalarının dengelerini bozmuştur.

⁴⁷ Gonca Ündül, “Güneydoğu Asya’da Neler Oluyor?”, **İ.S.O Dergisi**, Sayı:384, (Mart-), 1998, s.16.

⁴⁸ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. Baskı, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000, s. 607.

⁴⁹ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi, 7. Baskı, Bursa, 2000, s. 608

⁵⁰ Akdiş, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/mak21.htm> Erişim Tarihi:09.07.2011

Güneydoğu Asya Krizi'ne yol açan başlıca faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz:⁵¹

- Reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi,
- Cari işlemler dengesinin açık vermesi,
- Bankacılık sektörünün etkin bir şekilde denetlenmemesi,
- Dışarıdan sağlanan finansal kaynakların optimal bir şekilde kullanılamaması,
- Piyasalarda oluşan güvensizlik ortamı,
- Kriz yaşayan ekonomilerin yeterli döviz rezervine sahip olmamaları.

Güneydoğu Asya ülkelerinde meydana gelen finansal kriz ile mevcut ülkelerin para birimleri spekülatif faaliyetler sonucunda hızla değer kaybetmiş, ithal ürünlerin fiyatları yükselmiş, dış borçlar giderek artış göstermiş, banka ve şirketler iflasın eşiğine gelmiş ve işsizlik ile birlikte enflasyondaki yükseliş yoksulluğun yaygınlaşmasına yol açmıştır.⁵²

Güneydoğu Asya ülkelerinde meydana gelen devalüasyonlar Türkiye'nin bu ülkeler açısından, ithalat oranlarını azaltıcı bir etki meydana getirerek dış ticaret dengesini olumsuz yönlerde etkilemiştir.

Güneydoğu Asya krizi, sermaye akışlarının liberalleştiği bir dünyada sabit döviz kuru sistemlerinin sürdürülebilmesinin güçlüğüne ortaya koymaktadır. Bu ülkelerde yaşanan krizler, ihracat düşüşü, işsizlik, yüksek borçlanma, yabancı sermaye akışlarının durması sonucunda uygulanan sıkı para ve maliye politikaları yüzünden önemli reel maliyetlerle sonuçlanmıştır. Bu ülkelerde meydana gelen

⁵¹ Oğuz Yıldırım, Kura Davalı İstikrar Politikalarının Etkinliği: 1990-2000 Türkiye Örneği, **(Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir)**. 2002 s.96-97.

⁵² Kadir Eser, Halise Belet, Yeni Bir Uluslararası Ekonomik Düzene Doğru Asya Krizinden Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Çıkarılabilecek Dersler, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 173, Ağustos 2000, s.77.

krizler sonrası ortak olan nokta ise uygulanan sabit veya kontrollü döviz kuru sistemlerinin çöküşü olmuştur.⁵³

1.5.4. Rusya Krizi

1997 yılındaki Güneydoğu Asya krizinin etkisiyle Rusya’da aynı yıl içerisinde başlayan iktisadi sıkıntılar 1998 yılının Temmuz ayında artmaya başlamış ve 17 Ağustos 1998 tarihinde Rusya’nın ulusal parası Ruble, Amerikan doları karşısında devalüe edilmiştir (1 Ruble 9,5 Dolar iken, 1 Ruble 6 Dolar olarak belirlenmiştir). Rusya hükümeti krize neden olan döviz endeksli sermaye hareketlerini sınırlandırmış; ancak krizin sebep olduğu iktisadi sıkıntıların önüne geçemeyerek 90 günlük moratoryum ilan etmiştir. Kriz zamanında Rusya Merkez Bankası Başkanı Sergey Dublin yaşanan finansal krizden yabancı spekülörleri sorumlu tutmuştur. Özellikle Mayıs 1998 tarihinde Rusya’da yabancı yatırımcılar 20 milyar dolar değerinde hazine bonosuna sahiplerdi ve bu miktar mevcut hazine bonosunun üçte birine denk gelmekteydi. Öte yandan önemli spekülörlerden biri olan George Soros’un Rusya ekonomisine verdiği düşük reyting krizin etkilerinin artmasına neden olmuştur.⁵⁴

Rusya’nın 147.7 milyon civarındaki nüfusu ve 1996 yılı verileri açısından kişi başına düşen 2,400 Amerikan doları milli geliri ile Türkiye’nin en önemli ticaret ortağı ülkesinden biri durumuna gelmiştir. 1991 yılı içinde Sovyetler Birliği’nin dağılması ile birlikte Rusya Federasyonu’nda demokrasi ve serbest piyasa ekonomisine geçişlerinde hızlı bir şekilde değişim süreci yaşanmaya başlanmıştır. Yedi yıllık geçiş dönemleri boyunca önemli bir takım ekonomik reformlar gerçekleştirilmiş bununla birlikte, ekonomik sistemler henüz kurulamamıştır. 1992 – 1998 dönemleri arasında, yurtiçi fiyatlar serbest bir durumda bırakılmış, dış ticaret liberalizasyonları gerçekleştirilmiş, Rus Rublesi’nin değeri piyasanın içinde

⁵³ Patrick N. Osakwe, Lawrence L. Schebri, Real Effects of Collapsing Exchange Rate Regimes An Application to Mexico, **Journal of International Economics**, No:57, 2002, ss.299-300.

⁵⁴ Hıdır Mor, “Kriz ve Fırsatlar”, **Dış Ticarete Durum Dergisi**, Sayı:40, Aralık 1998, s. 8. “düzeltme”

belirlenmeye başlamış ve devlete ait olan firmaların büyük çoğunluğu özel sektöre devredilmiştir.⁵⁵

Rusya’da 1997’li yıllarda başlamış olan ekonomik sıkıntılar Temmuz 1998 yılında ağırlaşmaya başlamış ve 17 Ağustos 1998 yılında 1 rublenin 6 dolar’dan, 9.5 dolara devalüe edilmesi sonucunda, döviz hareketleri üzerinde sermaye hareketlerinin sınırlandırılması açısından, 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile birlikte bir ekonomik kriz meydana gelmiştir. Bu krizin kökleri eskilere dayanmış olmak ile birlikte, oluşumda kısa vadeli karlar peşinde koşmakta olan kısa vadeli sermayenin spekülâtif davranışlarının da etkisi bulunmaktadır.

1996-1997 dönemleri arasında Rusya’da yaşanmış olan finans ve kredi hareketleri yabancı yatırımlarda yaklaşık %229 oranlarında artış göstermiştir. Bu dönemler içinde Rusya’daki bankalara düşük oranlardaki faizler ile (libor artı 1 veya 2) kolayca para aktarılmış, bankalar da iç piyasa içinde oldukça yüksek (%60 gibi) faizler ile bu paraları plase etmişlerdir. Fakat gerek dünya petrol fiyatlarında meydana gelen düşme (%50 gibi) ve gerekse Rusya’nın dış gelirlerinin %40’ını sağlamayan enerji hammaddeleri nedeniyle uğranılmış olan 10 milyar dolarlık kayıp, piyasaya verilmiş olan kredilerin geri dönüşlerinde bir takım sorunlar yaşanmasına, krizin başlamasına neden olmuştur.⁵⁶

Rusya krizlerinde de finansal bir takım boyutlar ön plana çıkmıştır. 1998 yılından itibaren finansal piyasalar açısından bir takım çalkantılar ortaya çıkmaya başlamış, firma ve banka iflasları art arda meydana gelmiştir. Rusya’nın gümrük duvarlarını yükseltmesi ile birlikte ithalatta büyük düşüşler ortaya çıkmıştır. Ünlü spekülâtör olan Soros’un Rusya’ya vermiş olduğu düşük “reyting” değerlendirmeleri yaşanmış olan krizi iyice alevlendirmiştir.⁵⁷

⁵⁵ Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, **Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri**, Ağustos 1998, <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html>, Erişim Tarihi: 09 Temmuz 2011, s. 1.

⁵⁶ Uludağ İlhan, “1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1”, **İ.T.O. Gazetesi**, 16.10, 1998, s.4.

⁵⁷ Mor, a.g.e., s.8

Mayıs/1998 tarihinde meydana gelen yabancı yatırımlar 20 milyar dolar değerindeki hazine bonolarına sahiptirler. Bu miktarlar mevcut hazine bonolarının üçte birine denk gelmekteydi.⁵⁸ Güçlü petrol ve metal üreticilerinin ihracatlarını arttırmaları amacıyla rublenin değer kaybetmesini beklemeleri sonucunda oluşan spekülasyon beklenti de krizin oluşmasında rol oynayan bir diğer unsur olarak tanımlanmaktadır.⁵⁹

Rusya'dan sermaye çıkışının temelindeki etkenler şöyle özetlenebilir:⁶⁰

- Makroekonomik kararsızlıklar, politik çevrenin güvensizliği, yapılan yatırımların, Rusya'dan geri dönmesini şüpheye düşürmesi,
- Keyfi işleyen vergi sisteminin vergi kaçaklarını teşvik etmesi ve yurt dışından gelen fonların da vergi otoritelerinin bilgisi dışında olabilmesi,
- Banka sistemindeki güvensizlikten dolayı, ülke tasarruflarının da yurt dışına gönderilmek istenmesi yönündeki beklenti,
- Edinilmiş malların korunmasındaki zayıflıklar yanında, yaygın rüşvet yapısı, varlıkların (portföylerin) Rusya'da biriktirilmesini zorlaştırması,
- Sonuç olarak bu etkenlere bağlı olarak da özelleştirme önünde çıkan engellerin yabancı yatırımcıları korkutması.

Rusya Krizi, Türkiye'yi uluslararası finans çevrelerinde aniden yüksek riskli bir ülke konumuna getirmiş ve yabancı sermayenin İMKB'deki portföylerini hızla boşaltmasına sebep olmuştur. Türkiye ekonomisindeki daralma Ağustos 1998 sonunda başlamış ve yılın üçüncü çeyreğinde özel imalat sanayi büyümesi eksi yöne geçmiştir. Yılın son sürecinde ise ekonomi daralma sürecine girmiştir.⁶¹

⁵⁸ IMF, **World Economic Outlook and International Capital Markets**, Interim Assesment, December, 1998, s.18.

⁵⁹ Fikret Ertan, "Rusya'nın Kafası Karışık", **Zaman**, 31 Mayıs, 1998, s.8.

⁶⁰ Prakash Loungani, Paolo Mauro, "Capital Flight From Russia", **Research Department-IMF, Conference On Post-Election Strategy**, Moscow, April 5-7, 2000, (Çevrimiçi), www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/invest/pdf/loung.pdf, 09.07.2011.

⁶¹ Tuba Ongun, **Türkiye'de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler, Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul, Alkım Yayınları, 2002, s.65

Türkiye'nin ekonomik ve mali yapısında 1990'lı yıllardan itibaren önemli gelişmeler olmasına rağmen, bu dönemde kronik yüksek enflasyon devam etmiş, büyüme ise istikrarsız bir gelişme göstermiştir. Yüksek miktardaki bütçe açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesi reel faizlerin yüksek kalmasına ve iç borç sorununun ağırlaşmasına yol açmıştır. Diğer yandan, yüksek reel faizler ekonomik faaliyetleri olumsuz yönde etkilemiş ve buna bağlı olarak ekonomik istikrarın kısa vadeli çözümler yerine uzun vadeli kalıcı reformlarla gerçekleştirilebileceği ortaya çıkmıştır.⁶²

1999 yılında ekonomik sorunları ağırlaşan ve % 6.1 oranında küçülen Türkiye, IMF tarafından desteklenen, döviz kuruna dayalı Enflasyonu Düşürme Programı'nı 2000 yılından itibaren uygulamaya başlamıştır.⁶³

Rusya'da 1990'lardaki yavaş gerçekleşen liberalizasyon ile, sermaye hesabı serbestleşmeye başlamıştır. Bu doğrultuda banka sistemi, döviz piyasası ve Pazar serbestliği uygulamalarına gidilmiş, öncelikle sermaye hesabı serbestleşmesi, doğrudan yatırımlara verilen izinlerle olmuştur. 1994 yılında ise, yerleşik olmayanlara, sınırlı da olsa portföy yatırımı gerçekleştirebilme hakkı tanınmıştır. 1996'de yerleşik olmayanlar için yapılan portföy yatırımlarındaki bazı kısıtlama uygulamaları, cari işlemler hesabının, dışa açılmaya uyarlanması çalışmalarının bir parçası durumundaydı. 1998'e gelindiğinde, liberalizasyon süreci tamamlanarak yerleşik olmayanlara yönelik portföy yatırım kısıtlamaları kaldırılmış, buna rağmen Ağustos 1998'de Rusya, sermaye kontrol uygulamalarını artırarak, borç moratoryumu ilan etmiştir. Rusya'daki kriz, ekonominin dışa açılma etkisinin ödemeler bilançosuna olumsuz etki yapmasının ve banka sisteminin yardıma olan ihtiyacının bir sonucudur.⁶⁴

⁶² TCMB Para Politikası Raporu, Kasım 2001, s.83.

⁶³ Özer Hituna, Ekonomik İstikrar Programı ve Borçlanma Stratejisi, **Muhasebe Finansman Dergisi**, Sayı: 10. Nisan 2001, s. 11.

⁶⁴ IMF, **Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization**, s.59-60. www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/pdf/part1.pdf Erişim Tarihi:09 Temmuz 2011

1.5.5. Brezilya Krizi

Brezilya ve diğer Latin Amerika ülkelerinden Kolombiya, Meksika, Ekvator gibi ülkeler, Doğu Asya ve ardından da Rusya krizlerinin “Domino” etkilerini üzerlerinde hissetmişlerdir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Latin Amerika ülkelerine yönelişi 1996 yılı ile birlikte hacim kazanmışken, bu fonların Brezilya’nın faiz yapısını bozması 1997 Ekim ayında gerçekleşmiştir. 23 Ekim 1997’de başlayan süreçte, Asya krizinin de etkisiyle, Brezilya’da bulunan fonların daha güvenli görülen Hong Kong’a kayması Brezilya borsasına üç hafta içinde %40 değer kaybettirmiştir. Ardından yoğun sermaye kaçışının 1997-1998’de sürmesi, Kolombiya, Meksika ve Ekvator’un da ABD dolarına karşı devalüasyonu ile sonuçlanmıştır. Bu ülkeleri, daha önce önemli miktarda sermaye çeken Arjantin’in, 2001 yılında Moratoryum ilan etmesi izlemiştir.⁶⁵

13 Ocak 1999 tarihinde Brezilya’da meydana gelen finansal kriz; ülkenin o yıllardaki ekonomik yapısı incelendiğinde sürpriz olarak nitelendirilmektedir. Brezilya kriz öncesi dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisine sahip durumdaydı ve ülkede başarılı bir enflasyon mücadelesi verilmesiyle istikrarlı bir büyüme oranı yakalanmıştı. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilen Brezilya’ya kriz öncesi dönemlerde büyük oranlı bir sermaye akımı gerçekleşmiştir. Ancak 1998 ve krizin yaşandığı 1999 yılında sermaye akımlarında gözle görülür bir düşüş yaşanmıştır. Böylece Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkisiyle de uluslararası kısa vadeli sermaye hareketleri Brezilya ve diğer Latin ülkelerini hızla terk etmiştir. Öyle ki Rusya krizini takip eden üç ay içerisinde Brezilya’da 30 milyar dolarlık rezerv kaybı meydana gelmiş ve akabinde günde 1 milyar dolarlık sermaye kaçışları yaşanmıştır.⁶⁶ Bu noktada uluslararası spekülasyon amaçlı kısa dönemli sermaye hareketlerinin Brezilya krizinde önemli bir rol oynadığını rahatlıkla ifade edebiliriz.

⁶⁵ Mehmet Şişman, **Mali Sermayenin Küreselleşmesi: Tarihselliği ve Problemleri Üzerine Değerlendirmeler**, İstanbul, Set Yayınları, 2003, s.128-129.

⁶⁶ R. Tuna Turagay, “Brezilya’da Neler Oluyor?”, **Dünya Gazetesi**, 5 Şubat 1999, s. 13. “düzeltme”

Brezilya ekonomisini, ödemeler dengesindeki etkiler yönünden dört döneme ayırmak mümkündür. Bu dönemler şöyle özetlenebilir:⁶⁷

- 1953-1970 arası dönemde, katı yabancı sermaye kısıtlamalarının sonucu olarak, neredeyse Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın %1'i seviyesinde cari işlemler hesabı fazlası görülmüştür.
- 1971-1984 arasında, bu dönemde dünyada oluşan petrol gelirlerinin etkisiyle (petro-dolar), Brezilya ekonomisine yoğun sermaye girişi yaşanmıştır. Söz konusu girişler, GSYİH'nın %3'ü seviyesine ulaşmış olan cari işlemler dengesi açıklarının finansmanında kullanılmıştır.
- 1985-1992 borç krizlerinin olumsuz etkisi olarak da cari hesap dengesi, fazlalar ve eksikler arasında sürekli hareket etmiş, dönem sonunda ise bir dengeye varılabilmektedir.
- 1993-1997 yılları arasında cari hesap açıklarının tekrar güçlenmesi ve bu açıkların o güne kadar görülmemiş düzeydeki sermaye akımı girişleri ile finanse edilmesiyle 1995 yılındaki sermaye akımları girişi 29 milyar dolar'dan fazla olarak hesaplanmış, bu rakamın 20 milyar dolar'ı kısa vadeli sermaye akımı olarak belirlenmiştir. Dolaysız yatırımların payı ise 1996'da 9 milyar dolar seviyesinden 1997'de 16 milyar dolar seviyesine yükselmiştir.

Real planı sayesinde enflasyon ve büyüme konularında başarısından, özelleştirme programı ile de gelişmekte olan ülkelere model olarak öne sürülmesinden dolayı uluslararası sermayenin hedefi olan Brezilya, politik kaygılar sebebiyle bütçe disiplini sağlayamayarak, finansman açığını kısa vadeli dış tasarruflarla (kısa vadeli sermaye) kapatmaya çalışmasının sonucunda kriz yaşamıştır. Bu krize diğer bir etken de Rusya krizinin yarattığı olumsuz havadır. Brezilya ekonomisinden, Rusya'daki krizi takip eden üç ay içinde 30 milyar dolar'lık bir sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu gelişmelerle birlikte faizlerin yüksek seviyesinin real'i aşırı değerli hale getirmesi devalüasyon beklentilerine sebep olmuştur. Sonuçta

⁶⁷ Eliana Cardoso, Ann Helwege, **Currency Crises in the 1990s: The Case of Brazil**, (Çevrimiçi), <http://www.nber.org/%7Econfer/2000/brazil00/CardosoHelwege.pdf>, 09.6.2011
"düzeltme"

real, 13 Ocak 1999 tarihinde % 8.3 devalüe edilmiştir. Brezilya krizi bu yüzden Rusya krizi etkisi dikkate alınarak açıklanmakta, Rusya krizinin sebep olduğu olumsuz dünya konjonktürünün etkisiyle, kısa vadeli sermaye akımlarının Brezilya ekonomisini terk etmesinin etkilerinin bir sonucu olduğu ileri sürülmektedir.⁶⁸

1.6. Kısa Vadeli Sermayelerin Türkiye'ye gelme nedenleri

Neo-Klasik görüş açısından finansal serbestleşme ile ilgili ülkelere gelecek olan sermaye akımları, yatırımlar ve büyümeler açısından bir kaynak oluşturmaktadır. Böylece yüksek büyüme oranları yakalanarak sermaye eksikliğinden kaynaklanmış olan durumlar aşılmaktadır. Finansal serbestleşmelerden önce ülkelerin ekonomik dengelerini oturtmaları, fiyat istikrarı sağlamaları, kamu açıkları ve harcamaları büyük oranda azaltarak özelleştirmeleri tamamlamaları, vergi reformlarını oluşturmaları, rekabetçi ve sermaye giriş çıkışlarında spekülative finansal ve makroekonomik değerlere ulaşmaları gerekmektedir.⁶⁹

1.6.1. Finansal Liberalizasyon

Finansal liberalizasyon; genel olarak hükümetlerin gelişmiş olan ülkelerin uluslararası finansal faaliyetleri açısından kendi yaşadıkları ülkelere çekebilmek amacıyla bankacılık finansal sistem üzerindeki bir takım denetim ve kısıtlamaları kaldırmış olduğu ya da önemli derecede azaltmış olduğu deregülasyon uygulamalarının sonuçları olarak gösterilerek ekonomilerin uluslararası özellikteki sermaye akımlarına açılma süreçleri olarak ifade edilebilmektedir.

1980'lerde yaşanmış olan borç krizi ile önemli bir takım ölçüler ile daralan dış finansman imkânları neticesinde gelişmekte olan ülkeler, kalkınma ve büyümelerini gerçekleştirmek ve gereksinim duymuş oldukları sermaye birikimini sağlanmak amacı ile özel sermaye akımlarının bileşimlerini değiştirerek (dış borç ve ticari banka kredileri vb.), yabancı sermayeye (doğrudan yatırım ve portföye)

⁶⁸ Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001, s.336.

⁶⁹ Nurhan Yentürk, Short-Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Order: A Comparison Between Turkey and Mexico, **Bogaziçi Journal**, Vol. 9, No. 2, Review of Social Economic and Administrative Studies, İstanbul:1995, s.67.

yönelmişlerdir. Dolayısıyla sermayenin serbestleşmesi olgusu ile borç sorunları arasındaki bir ilişkiden söz edilebilmektedir.

1970'lerin sonlarına kadar izlenen içe dönük büyüme politikaları, dünyada yaşanan ekonomik değişimler ve iç krizler doğrultusunda karar alıcıların uyguladıkları politikaları gözden geçirmelerini gerekli kılmıştır. 1980'lerin başlarında dönemin hükümeti dışa açık liberal politikalar benimseyerek yapısal uyum sürecini başlatmış ve 1980-1990 dönemi arasında bir dizi liberalizasyon önlemi almıştır.

Bu süreçte öncelikle mali piyasalar dış pazarlara açılmış, koruma politikalarıyla kısıtlanan ithalat rejimi serbestleştirilmiştir. Yaşanan yüksek devalüasyon ile birlikte, döviz kuru esnekleştirilmiş ve sanayinin ihracata yönlendirilmesinde dolaylı teşvikler kullanmak temel bir araç haline getirilmiştir. 1980 dönüşümü, iç talebe dönük ve dış ticaret koruma politikaları ile desteklenen ulusal sanayinin nitelik değiştirmesine neden olmuştur. Devletin biraz daha geriye çekilip düzenleyici bir rol üstlendiği bir büyüme modeline geçilmiştir.⁷⁰

1.6.2. Özelleştirme Hareketleri

Özelleştirme temel olarak üretimde meydana gelen verimliliği artırmak, rekabeti esas almış olan bir piyasa yapılanmasını sağlamak, hisse senedi mülkiyetlerini yaygın bir duruma getirerek devletin fonksiyonel etkinliğini belirli alanlar bakımından yoğunlaştırmak amacıyla kullanılacak olan bir yöntem olarak tanımlanabilir. Devlete gelir ve kaynak sağlama, etkinliğin artması amacıyla yatırımları teşvik etme, hükümetin piyasaya müdahale etmesini azaltma, ekonomideki pay sahiplerinin genişlemelerini özendirme, rekabeti artırma, devlet mülkiyetinde olan KİT'lerin, kamuda yer alan kuruluşların ve mahalli idarelerin piyasa disiplini içerisine entegrasi bakımından temel araçlar çerçevesinde yapılmakta olan özelleştirme çalışmalarından beklenen ekonomik yarar; karlılık, verimlilik,

⁷⁰ Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim, Büyüme**, İstanbul, İletişim Yay., 2002, s.28.
“düzeltme”

Üretim, yatırım, istihdam gibi bir takım unsurlara dayanmaktadır.⁷¹ KiT'lerin sermaye piyasası yoluyla özelleştirilmesinde, özelleştirilecek olan KİT sayıları ve boyutları oldukça önem taşımaktadır. Sermaye piyasasının büyük kapsamlı zelleştirme hareketleri için gerekli olan fonları karşılayabilecek yeterlilikte olması gerekmektedir. Aynı zamanda zelleştirme hareketleri sonucunda sermaye piyasalarında yer alan büyük miktardaki fonların çekilmesi diğerk şirketlerin yararlanacakları likit kaynaklara sınırlayıcı etkiler yaratabilecektir⁷².

Özelleştirme hareketlerinin n koşullarından birisi öncelikli olarak makro ekonomik ve siyasi gerekleri yerine getirmektir. Özelleştirme hareketlerinin öncesinde kamuda yer alan kuruluşların hangi şekil ile iyileştirmeye gidileceğinin belirlenmesi gerekmektedir. İstikrarsız olan ortamlarda zelleştirme süreçlerini devam ettirmek oldukça zordur. Bu bakımdan uygun bir istikrar programı ve yapısal reformların uygulanması gerekmektedir. Özelleştirme hareketleri sonucunda elde edilecek olan gelirlerin kullanım şekilleri de ayrı bir önem taşımaktadır. Sermaye piyasasının gelişmesi amacıyla menkul kıymet sunumlarının yeterli olması ve bu menkul kıymetlere halkın bir takım tasarruflarının yönlendirilmesi gerekmektedir. Gelişmekte ve az gelişmiş olan ülkelerde yeterli miktarlarda menkul kıymet arzı sağlanamamasından dolayı devletin menkul kıymetler arz ederek sermaye piyasalarını hareketlendirmesi gerekmektedir. İşte zelleştirme hareketleri kamunun mülkiyetinde bulunan iktisadi kuruluşların paylara bölünerek hisse senedi şekillerinde satılması ve mülkiyet haklarının piyasada yer alan şahıslara devredilmesi ile sermaye piyasası daha güçlü bir konuma gelecektir. Devletlerin sahip oldukları işletmelerin hisse senetlerini büyük borsa çevrelerinde satışa sunmaları büyük yatırımcı olan kişileri ülkeye çekerek döviz girdileri sağlayacaktır.⁷³

1980'li yıllar boyunca dünyanın hemen hemen her ülkesinin pazarlarında kar arayan ve neredeyse bütün sanayileşmiş ülkelere ait sermayenin çok önemli bir

⁷¹ Ali ihsan Karacan, "zelleştirme İyileşme Sağlıyor mu?", **Dünya Gazetesi**, 14 Eylül 1994.

⁷² Berra Altıntaş, **Kamu İktisadi Teşebbüslerin zelleştirilmesi ve zelleştirmenin Sermaye Piyasalarına Etkileri**, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No: 8, 1998, s.94.

⁷³ zhan etinkaya, **Türkiye'de Devlet İşletmeciliği ve zelleştirme**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2002, s.174.

kısının yatırım fonlarına ve yeni alanlara açılması gerekmekteydi. Türkiye'nin TL'yi konvertibl bir durumuna getirmesi ile birlikte, fonların kendi para/sermaye piyasalarına kar amacı ile serbestçe giriş çıkışlarına olanaklar vermiş oluyordu, aynı durum Türkiye kaynaklı fonlarda da geçerliydi. 1989 Ağustos tarihinde 32 numaralı Kararname ile yapılmış olan değişiklik ile birlikte, OECD'nin koşulları yerine getirildi ve konvertibiliteye geçiş IMF tarafından onaylandı. Böylece yerli, yabancı (likit fonlar halinde) sermayenin Türkiye'ye giriş-çıkışları özgürlüğe kavuşmuş oldu. Doğrudan (dolaysız) yatırımlar, serbest bölgeler, özelleştirme yolu ile çekilmeye çalışılmış yabancı sermayeye sağlanan bir takım serbestlik hareketlerinin yanı sıra sermayede meydana gelen yeni değişimlere açılmaktaydı. Fakat sorun yalnızca sermayenin çekilmesi değildir. Dış ülkelere giden yerli sermayenin ülkeye geri getirilmesi başka bir amaçtır.⁷⁴ Finansal piyasalarda meydana gelen fon akımlarını etkileyen içsel faktörlerin başında ilgili ülkelerin uygulamış oldukları özelleştirme hareketleri gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde 1980'li yıllardan sonra meydana gelen bir gelişme de özelleştirme hareketleri olmuştur. Özellikle bu konularda başı çekmekte olan ülkeler, serbest piyasa ekonomisinde özelleştirme hareketleri yapılmadan etkinlikler kazanamayacağını kavramışlar ve ciddi atılımlar yaparak hem menkul kıymetler borsası kanalıyla ve hem de blok satışlar gerçekleştirerek birçok kamu şirketlerini özel mülkiyetlere dönüştürmüşlerdir. Bu gibi sebeplerden dolayı yapılan çalışmalar, pazarlanabilir menkul stoklarını yükseltmiş ve satışların daha kolay yapılması amacıyla çok cazip fiyat olanakları sunmuşlardır. Özelleştirme uygulamaları, bir yandan menkul kıymet stoklarının artışını sağlayarak mali piyasaların gelişmesine katkıda bulunurken, diğer yandan da ekonomiler, kamu müdahalelerinden arındırarak serbest piyasa mekanizmasına ve dolayısı ile rekabetçi piyasa ortamına terk edilmesine sebep olmuş, bu ortam da yabancı yatırımcıların yerel piyasalara yaklaşımlarında önemli katkılar sağlamıştır.

1.6.3. Vergi Politikaları

⁷⁴ Gülten Kazgan, **Tanzimattan 21.yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları 22, Mart 2002, s.162-163.
“düzeltme”

Kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarının, döviz kurları açısından spekülasyonlar üzerinde bir takım olumsuz etkileri bulunmaktadır. Bu nedenle sermaye hareketlerinde caydırıcı rol oynayabilecek olan bir takım önemlere ihtiyaç vardır. Bu yönde Tobin'in işlem vergisi oldukça ilgi görmektedir. Tobin döviz ile yapılacak olan tüm işlemlerin (dövizin başka bir dövize çevrilmesine yönelik işlemler) üzerine % 0,25 gibi bir oranda verginin konulmasını istemektedir. Böyle bir uygulama paranın paraya çevrilmesinden kaynaklanmakta olan ani döviz kuru istikrarsızlıklarını azaltabilmektedir. Gerçekte de işlem sonucunda alınan vergiler düşük düzeyde tutulmasının özel bir takım amaçları vardır. Düşük oranlı vergilerin dış ticaret ve uzun vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkileri az olmaktadır.⁷⁵

Dış borçlarını ödemekte güçlük yaşayan ulusal ülkeler faiz oranlarını yükseltmek, döviz kurlarını ve vergi oranlarını değiştirmek suretiyle borçlarını finanse edebilmek için bu fonların ülkeye girişini özendirebilmektedirler. Bu tür sermaye hareketleri dış ticaretin finansmanı için alınan krediler ile olabileceği gibi ülkeler arasında reel faiz farklılıklarından ve döviz kuru değişimlerinden yararlanmak için yapılan kısa vadeli sermaye girişleri şeklinde de olabilmektedir. Bu sermaye giriş çıkışları, kur ve faiz değişimlerine karşı çok duyarlı olup kolayca bir ülkeden diğerine hareket edebilmektedir. Yani ulusal bir ekonomideki faiz oranları uluslararası faiz oranlarından yüksek ise o ülkeye sermaye girişi olmaktadır. Buna karşın ulusal ülkenin faiz oranları uluslararası faiz oranlarından düşük ise sermaye çıkışı olmaktadır.⁷⁶ Reel faiz oranı, nominal yani belirlenen faiz oranlarından enflasyon oranının çıkarılması, arındırılmasıdır. Reel faiz farkı, yurt içi reel faiz oranı ile yurt dışı reel faiz oranı farkıdır.

Tobin vergisi, kısa vadeli sermaye hareketlerini vergilendirme şeklinde ifade edilmekle birlikte, kısa vadeli spekülasyon sermaye ve fonların, yüksek getiri nedeniyle bir ülkeye gelmesi ve bir tehlike halinde aniden çıkış yaparak, ekonomik

⁷⁵ Jeffrey Frankell, **Quantifying International Capital Mobility in the 1980's**, D.K. DAS(ed.), International Finance Contemporary Issues, Rotledge, 1993, s.378

⁷⁶ Aklan, **a.g.e.**, s.36.

denge ve istikrarı bozarak finansal krizlere yol açmasının⁷⁷ önlenmesinde etkin bir politika aracı olarak değerlendirilmelidir. Başka bir deyişle Tobin vergisinin altyapısını; ulusal para otoriterlerinin özerkliğini sağlamak, ulusal para otoriterlerinin para piyasasının uluslararasılaşmasına karşı korumak, döviz kurunda istikrarı sağlamak ve gelir elde etmek amaçları oluşturmaktadır.

Ekonomi dalında Nobel ödüllü James Tobin, 1978 yılında, 70'li yılların sonunda mali piyasalardaki; Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonraki parasal istikrarsızlık, petrol şoku, doların çöküşü, diğer paralar ve altının üzerindeki yoğun spekülasyon, yeni dalgalı kur sisteminin başlangıç aşamasında karşılaşılan zorluklar gibi sorunlara çözüm olarak, spot döviz alım satım işlemleri üzerinden vergi alınmasını teklif etmiştir.⁷⁸ Bu bağlamda, uluslararası arenada spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin yol açtığı büyük çaplı sorunların, bir nebze azaltılmasında vergi politikasından yararlanılması ve dolayısıyla Tobin vergisinin uygulanması önerilmektedir.⁷⁹ Tobin vergisi sıcak para olarakta adlandırılan, portföy yatırımı şeklindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi mantığına dayanmaktadır. Diğer bir deyişle; Tobin vergisi, spot döviz alım satım işlemlerini üzerine vergi konulmasıdır.

Sermaye hareketlerini azaltılması amacı ile önerilen tedbirlerden bir tanesi, uluslararası anlamdaki sermaye işlemlerinin vergilendirilmesidir. Uzun vadeli özellikteki yatırımları caydırılmasına yönelik yalnızca kısa vadeli sınır ötesi sermaye hareketlerini vergilendirilmesi gerekmektedir. Tobin, uluslararası alanda gerçekleştirilen finansal işlemlerden % 1 oranında bir vergi alınmasını önermiştir. Fakat kısa vadeli-uzun vadeli sermaye işlem ayrımı zor olacağından dolayı bütün ülkeler bu vergiyi uygulamadıkları takdirde hiçbir ülke tek başına uygulamak istemeyebilmektedir.⁸⁰ Türkiye'de yer alan bankalarda TL karşılığında döviz

⁷⁷ Selahattin Tuncer, "Tobin Vergisi (Genel Değerlendirme)", **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 170, Şubat, 2007, s. 10.

⁷⁸ Abdulkadir Gökaş, "Küreselleşme ve Vergi Gelirlerinin Bileşimine Etkileri, Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi Önerisi-II", **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 90, Haziran, 2000, s. 85

⁷⁹ Selda Aydın, "Küreselleşme ve Vergisel Boyutu", **Yaklaşım**, Yıl: 9, Sayı: 103, Temmuz, 2001, s. 143.

⁸⁰ İzzettin Önder, "Ekonomik Kriz Panoraması", **İktisat Dergisi**, Sayı: 356, Nisan 1996, s.98

satışlarına binde 1 oranında kambiyo gider vergisi uygulanmaktadır. Döviz büfeleri de bu vergiyi döviz fiyatlarına yansıtarak işlem yapmaktadırlar. Bu verginin kapsamı dar olması ile birlikte Tobin Vergisini andırmaktadır. 2001 yılında yaşanmış olan kriz sonrasında kapsamı daraltılmış olan ve bankalar arası işlemlere konu olmamış olan bu vergi hali hazırda uygulanmaktadır.⁸¹

Tobin açısından bu vergi, uluslararası düzeydeki tüm ülkelerde aynı oranlarda alınmalı ve değişik hükümetler tarafından kendi topraklarında gerçekleşecek olan döviz cinsine bakılmadan bütün işlemler için uygulanması gerekmektedir. Bu vergi spekülasyonu büyük oranda yavaşlatacaktır. Bunun nedeni verginin maliyeti aktifin elde tutulma dönemine göre ters orantılı özelliği bulunmaktadır. Hesap durumları ne kadar kısa vadeli olursa, vergi maliyeti de otomatik olarak o kadar fazla bir durumda meydana gelecektir. Böylelikle de, % 0,5'lik bir verginin iki günlük taşma için yıllık maliyeti % 5,7, yedi gün için % 6,8, bir ay için % 13, 3 ay için % 4, 3 yıl için % 0,2 olacaktır. Bu durum da salt spekülatif işlemlerin aşırı vergilendirilmesini sağlayacaktır.

Kısa vadeli döviz değişimleri üzerinden alınacak küçük çaplı bir vergiden büyük yararlar beklenmektedir. Bunlara değinecek olursak:⁸²

- **Spekülasyonu Caydırma Etkisi:** Kısa vadeli döviz alım ve satışları üzerine uygulanacak düşük oranlı bir verginin spekülasyonu caydırma etkisi büyük olacaktır. Döviz volatilitesi düşecek ve reel mal ve hizmet ticareti hareketlenecektir.
- **Gelir Sağlama Fonksiyonu:** Tobin vergisinin uygulanmasıyla birlikte önemli bir vergi hasılatı sağlanacaktır. % 0.5 oranındaki bir verginin ortalama yıllık 100 milyar dolarlık gelir sağlayacağı ve bu gelirin işsizlik ve fakirlikle mücadelede kullanılabileceği belirtilmektedir.

⁸¹ Ferhat Emil ve Tuğrul Vehbi, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü, Sayı:48, Cilt:14, 2003, s.3.

⁸²Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, **Sayıştay Dergisi**, Sayı:55, s:75, <http://www.Sayistay.gov.tr> Erişim Tarihi: 9 Temmuz 2011.

- **Mali Tampon Fonksiyonu:** Bu vergiyle hükümetler para politikalarını uygularken döviz kuruna olan bağımlılıkları azaltacaktır. Spekülasyonun azalması neticesinde ülkeler politikalarını uygularken daha bağımsız hareket etme kabiliyeti sağlayacaklardır.

- **Kısa Vadeli İşlemlerin Maliyetini Arttırarak İşlem Vadelerinin Uzamasını Sağlamak:** Tobin Vergisi'nin uygulanmasıyla kısa vadeli işlemlerin maliyetinin artması nedeniyle bu tarz fonların daha uzun vadeli yatırımlara yönelerek reel sektöre olan katkıların artmasını sağlayacaktır.

- **Vergide Eşitli ve Vergide Adalet İlkesinin Sağlanması:** Verginin büyük bir bölümünün yüksek gelirli bireylerin sermaye üzerinden elde ettikleri gelirden alınması artan oranlı yapısının sağlayacağı etkiler, vergide adalet ve eşitlik ilkesinin sağlanmasına yönelmiş bir fonksiyon görmektedir.

1.7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Düşünülen Çözüm Önerileri

Finansal liberalleşme sonucunda artış gösteren sermaye hareketlerinin kontrolü amacına yönelik gelişen ve gelişmekte olan ülkeler ilk başlarda sınırlayıcı bir takım önlemler almışlardır. Bu önlemler ülkede yaşayan kişilerin döviz bulundurmalarına, yurtdışında döviz hesabı açtırmalarına, yabancı ülke tahvilleri ya da şirket hisselerini almalarına bir takım kısıtlamalar getirmektedir. Böylece ülkeler arasında meydana gelen sermaye hareketlerini kontrol altına almaları ve bazı hedeflere ulaşmaları amaçlanmaktadır. Bunlar; sermaye hareketlerini ve bundan kaynaklanmakta olan finansal nitelikteki işlemlerin vergilendirmesini sağlayarak, ekonomik reform hareketlerini bozucu spekülasyon özellikteki sermaye hareketlerine kısıtlama getirerek reform süreçlerinin sekteye uğramasına engel olmak, yurtiçi tasarrufların yurtdışına yönelmesini engelleyerek yurtiçi alanlardaki yatırımların finansmanında kullanılmasını sağlamak, yurtiçinde yapılan yatırımların ise büyük yabancı kurum ve kuruluşlara geçmesini engellemek, özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmış olan döviz kurlarındaki istikrarsız değerlenmeleri engelleyerek ödemeler dengesinin açık vermemesini sağlamaktır. Fakat yapılan araştırmalar sonucunda sermaye hareketlerinin kontrollerinin yalnızca

kısa vadede etkili olduğu, uzun vadede ise ülkelerin finansmanlarının etki gösterdiği görölmüştür.

Sermayenin kontrol edilmesi görüşünün temelinde, sermaye girişleri ile artan likiditenin ekonomik canlılığa yol açması finansal araçların ve gayrimenkullerin aşırı değeri lenmesine sebep olması yatmaktadır.

Enflasyon kaygısı sonucunda para tabanının sabit tutulması amacıyla artan sermaye girişinin sterilizasyonu faiz oranlarını yükseltmektedir. Faiz oranlarındaki bu artış yerli paranın değeri lenmesine yol açıp cari işlemler dengesini olumsuz etkilemekte diğeri yandan bütçenin faiz maliyetini artırmaktadır. Bu zincirleme ilişkinin önüne geçmek için sermaye girişlerine kontroller getirilmektedir. Genelde sermaye girişinin vade yapısına bakılarak tutulması gereken rezerv miktarı veya vergilendirme şeklinde kontrollerle sermaye hareketlerinin azaltılması hedeflenmektedir.⁸³

Ülkeler ekonomik hedeflerinde sapmaya neden olarak gördükleri için yoğun sermaye girişinin yarattığı olumsuzlukları çeşitli yöntemlerle gidermeye çalışmaktadırlar. Parasal otoriteler yoğun giriş yaşandığı dönemde parasal sterilizasyonla bu fonları azaltarak para arzını kontrol etmeye çalışmaktadır. Ancak Türkiye örneğinde de görüldüğü gibi dolarizasyonun arttığı ülkelerde Merkez Bankaları para arzının sadece yerli para kısmını kontrol edebilmekte bu da parasal genişlemeyi sterilize etmeye yetmemektedir.

Dünya üzerinde IMF' in gözetim ve denetimi dışında hareket eden sıcak para ciddi bir noksanlık olarak göze çarpmaktadır. Buda karşılaşılan sorunlarda IMF' in yetersiz kalmasına yol açmaktadır. Dünya üzerinde IMF'yi kısmen dışlayan çözümlere örnek olarak Şili'yi verebiliriz. Şili'de ülkeye gelen tüm yabancı sermayenin % 30'unun Merkez Bankasının faizsiz hesabına 1 yıl süre ile yatırılması

⁸³ Emil, Vehbi, **a.g.e.**, s.47.
“düzeltme”

zorunludur. Bu da spekülasyon amacıyla gelen kısa vadeli sermaye hareketleri için büyük bir vergi anlamına gelmektedir.⁸⁴

IMF'in kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu krizler karşısında yetersiz kaldığı konusunda hem hükümetler hem de yetkililer birleşmektedir. Anlaşmaya varılamayan nokta ise uygulanacak tedavi yöntemidir. Bir grup para kurlarının ve dış ticaretin tamamen piyasa güçlerince çözülmesi gerektiğini savunmaktadır. Diğer grup ise IMF'yi dünya merkez bankası haline getirip, küresel likidite ihtiyacını karşılayacak şekilde, ülkelerin merkez bankalarıyla ilişkilerini güçlendirilmesi gerektiğini savunmaktadır. Asya, Latin Amerika ve Türkiye krizlerinde, ülkeye gelen kısa vadeli sıcak para, ülkelerin para değerlerini yükseltip, ihracatı azaltıp ithalatı arttırıcı yönde rol oynamıştır. Borcu yüksek olan ülkelerde cari açığın artması, sermaye hareketlerinde paniğe ve kaçışa yol açmıştır.

Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin en önemli nedenlerinden birisi olarak, bu ülkelere gelen yoğun sermaye akımları gösterilmektedir. Bu ülkelerde yaşanan asimetrik bilgi probleminin de etkisiyle, uluslararası sermaye akımlarının, finansal istikrarsızlığı daha da arttırdığı bilinmektedir. Sermaye akımlarının yarattığı aşırı risk alma ve borç miktarındaki artışlar, banka bilançolarının daha da kötüleşmesine neden olmuştur. Uluslararası sermaye akımlarının küreselleşme sürecinde edindiği özelliklerin, oynaklığı arttırıcı, istikrarsızlığı besleyici etkilerinin yanı sıra yöneldiği ülkelerde büyüklükleri de benzer etkiler yaratacak yönde bozduğu savı, öne sürülen en önemli tezlerden birisidir. Bu doğrultuda Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan son finansal krizlerin bir nedeni olarak görülen sermaye hareketlerinin, günümüzde hükümetler tarafından bir takım kısıtlamalara tabi tutulması gerektiği düşünülmektedir. Bu doğrultuda global finansal krizlerden kurtulabilmek için kısa vadeli sermaye hareketlerine

⁸⁴ Muhammed Akdiş, **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, (Çevrimiçi) www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/tanitimkoordinasyondb/akdis.doc, 9 Temmuz 2011

getirilen kısıtlamalar, doğrudan ve dolaylı kontroller olarak iki ana gruba ayrılmaktadır.⁸⁵

Doğrudan kontroller; açık yasaklamalar, miktar kısıtlamaları veya onay süreci ile sermaye işlemleri veya ilgili ödemeler ve fon transferleri kısıtlamalarıdır. İdari kısıtlamalar, ilgili sınır ötesi finansal işlemlerin hacimlerini etkilemeyi amaçlamıştır. Bu kontroller sermaye akımlarının kontrolü amacıyla bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmeyi amaçlamaktadır. Diğer bir kontrol çeşidi ise dolaylı kontrollerdir. Çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık veya gizli şekillerde vergilenmesi (Tobin vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemler ile sermaye hareketleri büyük maliyetli kılınarak kısıtlanmaktadır. Bu kontroller, sadece fiyatı veya hem fiyatı hem de işlem hacimlerini etkileyebilmektedir.⁸⁶ Çift veya çoklu döviz kuru sistemlerinde, farklı işlemler açısından döviz kurları uygulanmaktadır. Bu sistemlerde, genel olarak yüksek kısa dönemli faiz oranlarının ülke içerisindeki yerleşik olan kişiler için büyük yük oluşturduğu durumlarda para otoriteleri açısından, finansal kurum ve kuruluşların spekülative nedenli kredi vermeleri yasaklanarak yerli para piyasasını kısımlara ayırmak amaçlanmıştır. İkili piyasa, yerli para cinsleri açısından kısa pozisyonda kalınması amacıyla yerli kredi ihtiyacı olan spekülativeörlerin maliyetleri yükseltilirken, spekülative olmayan kredi taleplerinin normal piyasa oranlarını karşılanması girişimidir. İkili sistemlerle aynı zamanlarda aşırı sermaye girişleri ile cari işlemler sonuçlarında döviz kurlarının olumsuz etkilenmemesi amaçlanmaktadır. Bu sistemler sermaye işlemlerinin ayrılması amacıyla yerleşik olan döviz kuru işlemleri ile yerleşik olmayan kişiler yerli para işlemlerinin idaresi anlamlarına gelmektedir.⁸⁷

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal liberalleşmelere bağlı olarak; artmış olan portföy yatırımlarının aşırı dalgalanmalarının sonucunda getirmiş olduğu krizler, spekülative nitelikteki yatırımların üretken olan yatırımlara baskın

⁸⁵ Frederic Mishkin, Preventing Financial Crises on International Perspective, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, Vol: 4636, Massachusetts, 1996, s.12.

⁸⁶ Emil, Vehbi, **a.g.e.**, s.47

⁸⁷ Turan Yay, Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme, **İktisat Dergisi**, No: 432, İstanbul, Haziran 2003, s.24-25.

ıkmasının yaratmış olduğu gelir dağılımı bozukluklarının giderilmesinde gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen sermaye kontrollerinin gerekliliği açısından m nerileri getirilmektedir. Bu önerilerden bir bölümü ulusal nitelik (katlı kur uygulaması, miktar kısıtlaması, bankaların döviz yükümlülüklerinin sınırlandırılmasına yönelik olarak munzam karşılık oranlarının konması, vs.) bir bölümü ise küresel nitelik (Tobin vergisi) göstermektedir. Söz konusu olan vergi hem alırken hem de satarken izlemelerin amaçları ne olursa olsun devreye gireceklerdir. Başlangıçta bu vergilerin yalnızca cari piyasada uygulanması ngrlmş ancak bu piyasada var olan kaçamak yolların varlığı verginin diğer tüm piyasaları kapsamasına neden olmuştur.⁸⁸

⁸⁸Serap Durusoy, **Finansal Liberallesmenin Sorgulanmasının Nedenleri**, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>, Erişim Tarihi:09 Temmuz 2011, s.4

II. BÖLÜM

REEL DÖVİZ KURU VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. Döviz Kuru Kavramı

Uluslararası ekonomik ve mali işlemlerin yurtiçi işlemlerden en temel farklılıklarından biri en az iki farklı ülkenin ulusal parası ile ilgili olmalarıdır. Her ülkenin kendi iç piyasasında kullandığı milli bir para birimi vardır. Bu milli para yalnızca ulusal sınırlar içinde geçerlidir. Bir ülke dışa açıldığı zaman ödemede bulunabilmek için ticari ve mali ilişkide bulunduğu ülkelerin paralarına ihtiyaç duymaktadır. Bu işlemlerin gerçekleşebilmesi için ulusal paraların birbirine çevrilmesi gerekmektedir.

Döviz, en geniş anlamda bütün yabancı ödeme araçlarını, dar anlamlarda ise yalnızca yabancı paraların üzerine yazılmış olan ticaret poliçelerini ifade etmektedir. Başka bir şekilde ifade edecek olursak, geniş anlamda döviz, bütün yabancı paralar ile yurtdışında geçerli olan her türlü ödeme aracı ve senettir.⁸⁹ Döviz efektif ve kaydi özellik taşıyabilmektedir. Uluslararası ödemeler büyük ölçülerde efektif döviz ile değil, kaydi dövizle gerçekleştirilir. Bunun nedeni, efektif dövizin naklinin riskli ve masraflı olmasındandır. Buna göre Türk Parası; Türkiye Cumhuriyeti kanunlarına göre Türkiye’de tedavülde bulunan ya da tedavülden kaldırılmış olmalarına rağmen değiştirme süresi dolmamış olan paralar niteliğindedir. Efektif, Latince “effectus” tan türetilmektedir. Yabancı ülke kâğıt parası ya da banknotu ile altın ve gümüşe, kambiyo işlemlerinde efektif denilmektedir. Fakat günümüzde kısaca, banknot şeklinde olan bütün yabancı ülke paraları şeklinde tanımlanmaktadır. Döviz, efektif dâhil yabancı parayla ödemeyi sağlamakta olan her çeşit hesap, belge ve vasıta.⁹⁰

⁸⁹ Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, 4. Baskı, Eskişehir, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 1995, s.311.

⁹⁰ Erol Kutlu, **İthalat ve İhracat Uygulamaları**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, AÖF Yayınları, 2000,s.134.

Genel bir tanımlama ile yabancı ülke paralarına veya para yerine geçmekte olan her türlü ödeme araçlarına döviz adı verilmektedir. Yabancı ulusal paralar nakit şeklinde olabilecekleri gibi banka havaleleri, döviz poliçeleri, ödeme emirleri, mevduat sertifikaları veya seyahat çekleri şekillerinde de olabilmektedirler.⁹¹ Döviz, efektif ve kaydi döviz olarak iki çeşide ayrılmaktadır. Nakit yabancı paralara, efektif döviz veya sadece efektif adı verilmektedir. Nakit yabancı para şeklinde olmayan, ancak para yerine geçen dövize bağlı çekler, senetler, banka havaleleri, ödeme emirleri vb. yabancı para ödeme araçlarına ise kaydi döviz veya sadece döviz denilmektedir.⁹²

Döviz kuru, bir birim yabancı parayı satın almak amacıyla gerekli yerli para miktarıdır. Bir başka ifade ile döviz kuru, döviz fiyatı anlamına gelmektedir. Döviz piyasaları, döviz arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Döviz piyasasının amaçları; bir ülke parasındaki satın alma güçlerinin diğer bir ülke parasına transfer edilmesidir. Döviz piyasalarında bir paranın arzı, yerel gelir düzeyine, göreceli fiyatlara ve reel faiz seviyelerine bağlıdır. Yabancı ülkelerdeki reel gelirlerin ve fiyatlar genel seviyesinin artması veya reel faiz oranında göreceli bir artış yaşanması durumunda, bir ülkenin döviz kuru diğer piyasalara göre yükselir.⁹³ Döviz piyasaları, alıcıların ve satıcıların bir çok sayıda olması, dövizlerin homojen nitelikte olması, paraların bozdurulabilir olmasından dolayı bölünebilir olması, haber alışların mükemmel bir şekilde olması ve piyasaya giriş çıkışların serbest olması sebepleriyle tam rekabet koşullarına en çok yaklaşmakta olan piyasalar olma niteliğini taşımaktadır.⁹⁴

Döviz kuru iki ülkeye ait paranın nisbi fiyatıdır. Başka bir şekilde ifade edilirse, döviz kuru bir ülke parası ile diğer bir ülke parasının arasındaki değişim oranı olarak ifade edilmektedir.⁹⁵ Uluslar arası nitelikteki piyasalarda mal ve hizmet

⁹¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Geliştirilmiş 4. Baskı, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.78.

⁹² Suna Oksay, **Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923-2000)**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2001, s.3.

⁹³ Suat Teker, **Faiz Oranı ve Risk Yönetimi**, Ankara, Ekonomik Araştırmalar Merkezi, 1998, s.53.

⁹⁴ Zafer Tunca, **Makro İktisat**, 4.bs., İstanbul, Filiz Kitabevi, 2005, s.310.

⁹⁵ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.83.

alımını v.b. alışverişlerde kullanılmakta olan ödeme araçları döviz olarak adlandırılmaktadır. Kurlar, ülkeler aralarında gerçekleşen fiyat seviyelerini birbirlerine bağlayarak fiyat ve maliyet karşılaştırmaları ile yapılmasına imkân sağlamaktadır. Ülkeler birbirlerinde üretilmekte olan mal ve hizmetlerin fiyat ve maliyetleri konularında tamamen bilgisiz ve yabancı durumda kalmaktadır. Döviz kuru bu yabancılık ve bilgisizlikleri ortadan kaldırmaktadır. Döviz değerlerini tespit eden, dövizin bir başka döviz ile değişiminde esas alınan orana döviz kuru denilmektedir. Başka bir şekilde ifade edilirse, ulusal bir paranın diğer bir ulusal para cinsinden fiyatı döviz kurunu vermektedir. Bu da, ulusal bir paranın değiştirilebileceği yabancı para miktarlarını göstermektedir.⁹⁶

Serbest piyasa ilkelerinin geçerli durumda olduğu, dış ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde döviz kuru, piyasa ortamında serbest bir şekillerde arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Döviz kuru bir “fiyat” olmasına karşılık, bu, herhangi bir malın fiyatından oldukça farklı bir durumdur. Döviz kurlarında meydana gelen değişikliğin herhangi bir malın fiyatında ortaya çıkan değişiklikten doğmakta olan etkilerden çok daha farklı bir etki yarattığı ortadadır. Örnek verecek olursak zeytinyağı fiyatında ortaya çıkacak bir değişim, sadece zeytinyağı arz ve talebi ve ona yakın şekilde olan ikame malların yani mısırözü yağı, ayçiçek yağı vb. arz ve talepleri üzerinde etkili olmaktadır. Oysa döviz kurlarında meydana gelen değişim önce uluslararası ekonomik ilişkilere konu olmuş olan mal ve hizmetlerin piyasa ve fiyatlarını, daha sonra bunlar aracılığı ile diğer piyasaları da etkileyerek ekonomide küresel değişiklikler meydana getirmektedir.

Döviz kuru, bir birim yabancı para ile değiştirilebilen ulusal para miktarlarını ya da bir birim ulusal paranın karşılığı olan yabancı para tutarını ifade etmektedir.⁹⁷ Diğer bir deyiş ile birlikte, döviz kuru bir yabancı paranın milli para cinsinden fiyatıdır. Bu nedenle kur, ülkeler arasında meydana gelen fiyat seviyelerini

⁹⁶ Oksay, **a.g.e.**, s.6.

⁹⁷ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.83.
“düzeltme”

birbirine bağlayarak, fiyat ve maliyet karşılaştırmaları yapılmasına imkanı sağlamaktadır.⁹⁸

Bir yabancı paranın döviz olarak değerlendirilebilmesi için uluslar arası ödemelerde tüm ülkeler tarafından kabul edilebilir olması gerekir. Günümüzde, ekonomisi güçlü Batı Avrupa devletleri ile A.B.D. Kanada, Japonya, Suudi Arabistan gibi ülkelerin milli paraları, istenilen diğer milli paralara sınırlamaya uğramadan hemen çevrilebilmekte olup konvertibl niteliktedir. Konvertibl olan milli paralar uluslararası ödeme aracı olarak kullanılmaktadır. IMF'ye göre tam konvertibilite, geniş ve mutlak anlamda bir ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek ve tüzel kişilerin o ülkenin parası veya diğer yabancı paralar ile olan alacaklarını serbest bir şekilde iktisap etmesi ve diğer yabancı paralar ile değiştirmesidir. Ülkelerin paralarının konvertibilite şartlarını ne ölçüde içerdiği hususu, IMF tarafından aşağıda belirtilen kriterlere göre şu şekilde ortaya konmuştur;

- Bilânçonun cari işlemler kaleminde kısaltma,
- İhracata uygulanan döviz kurunun ithalata uygulanan döviz kurundan farklı olması,
- İhracat ve ithalat işlemleri için birden fazla döviz kurunun bulunması,
- Sermaye hareketleri ile görünmeyen kalemlere farklı kur uygulanması,
- Sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesi,
- Dış ödemelerde kullanılan dövizler arasında ayırım yapılması,
- IMF'ye üye olan ve olmayan ülkeler arasında ikili ödeme anlaşmaları bulunması,
- İthalat için teminat yapılması,
- İthalatta bedel ödemelerinin bulunması

⁹⁸ Karluk, **a.g.e.**, s. 327.
“düzeltme”

- İhracat gelirlerinin Merkez Bankasına veya yetkili bankalara yatırılma zorunluluğu.

Yukarıda belirtilen on sınırlamadan hiç birinin uygulanmaması durumunda, tam ve ideal bir konvertibiliteden söz etmek mümkündür. Açıklanan bütün kısıtlamaların olmaması yanında konvertibil bir para için, ülkenin ödemeler bilânçosu büyük ve devamlı ölçüde açık vermemeli, ülke dışı açık bir ekonomik yapıda olmalı, ülkenin dünya ekonomisinde ortaya çıkabilecek ani bir krizi karşılayabilecek ölçüde altın ve döviz rezervleri bulunmalı, ülkedeki enflasyon oranı ticaret yapılan ülkelerdeki enflasyon oranlarından çok yüksek olmamalıdır. Konvertibilitenin gerçekleştirilmesi için herhangi bir döviz kuru sisteminin uygulanması şart değildir. Ancak konvertibilite, esnek döviz kuru sisteminde daha rahatlıkla uygulanabilmektedir.⁹⁹

Döviz kurlarının döviz piyasasında döviz arz ve talebi belirlenmektedir Bir ülke ekonomisinin dövize olan gereksinimi mal ve hizmet ithal etme talebini ortaya çıkarmaktadır. Diğer bir açıdan bakıldığında döviz fiyatı, döviz talebi ile ters bağlantılı olarak meydana gelmektedir.

Döviz talebine etki eden faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz:¹⁰⁰

- Ülkede ithal mallara rakip olan malların arzının fiyat elastikiyeti,
- İthalat arzının fiyat elastikiyeti,
- Ülkenin ithal ettiği mallara yönelen diğer ülke taleplerinin fiyat elastikiyeti,
- Ülkenin ithal mallara olan talebinin fiyat elastikiyeti

Döviz arzı ise, diğer ülkeler tarafından ihracata bağlı olmaktadır. Döviz kuru, ülkelerin ihracatı olan talep tarafından belirlenmektedir. Döviz talebinin

⁹⁹ Karluk, **a.g.e.**, s.312-314

¹⁰⁰ Erol İyiboçuk, **Dış Ticaret; Teori ve Politika**, Trabzon İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayın No:6, 1982, s.74.

tersine, döviz kuru döviz arzı ile doğru bir orantı içerisindedir. Döviz arzına etki eden temel değişkenlerin ise şu şekilde sıralanması mümkündür:¹⁰¹

- Ülkede ihraç edilen mallara olan yurtiçi talebin fiyat elastikiyeti.
- Ülkenin ihraç ürünleriyle rekabet eden yabancı malların arzının fiyat elastikiyeti
- Ülkenin ihracatına olan talebin elastikiyeti,
- Döviz arz ve talebinin eşit olduğu noktaya denge döviz kuru denmektedir.

2.2. Döviz Kuru Çeşitleri

Döviz kuru iki ülke parasından oluşma gösteren nispi fiyattır. Başka bir ifade ile, döviz kuru bir birim diğer parayı elde edebilmek amacıyla bir paradan ödenmesi gereken birim sayısını ifade etmektedir.

2.2.1. Nominal Döviz Kuru

Nominal döviz kuru, döviz fiyatlarının yerli para ile ifadesidir.¹⁰² Nominal döviz kurları yalnızca piyasalarda oluşan kurları ifade etmektedir. Yerli paranın aşırı değerlenme göstermesinin (revalüasyon) veya eksik değerlendirilmesinin (devalüasyon) meydana gelmemesi amacıyla nominal kurların ülkeler arasında meydana gelen enflasyon oranlarına göre düzeltilmesi gerekmektedir.¹⁰³

İki paranın fiyatları oranları olması itibariyle nominal döviz kurları parasal bir ifade olarak meydana gelmektedir. Döviz kuru sistematik şekillerde ilk olarak F. Machlup ve J. Robinson tarafından incelenmiştir.¹⁰⁴

¹⁰¹ Ibid., s.76.

¹⁰² Tunca, **a.g.e.**, s.325.

¹⁰³ Ibid., s.326

¹⁰⁴ İyibozkurt, **a.g.e.**, s.310.

Ülkeler arasında belirli karşılaştırmaların yapılabilmesi amacıyla fiyat ya da maliyet endekslerinin yerli ya da yabancı para cinslerinden ifade edilmeleri gerekmektedir.. Nominal döviz kurlarının yabancı para birimi başına ulusal para miktarları olarak ifade edilmesine “doğrudan kotasyon” yöntemi adı verilmektedir. $1\$=1.75\text{TL}$ şeklinde ifade edilmesi doğrudan kotasyona örnek olarak gösterilebilir. Ayrıca bu yöntem “Avrupa yöntemi” olarak da bilinmektedir. Nominal döviz kurları, bir birim ulusal paraya tekabül etmekte olan yabancı para tutarları ile ifade edilmektedir. Bu uygulama ise “dolaylı kotasyon” veya “Amerikan yöntemi” adını almaktadır. Doğrudan kotasyon ifadelerinde verilen döviz kuru, dolaylı kotasyonda $1\text{TL}=1/1.75 \$$ şeklinde gösterilmektedir. Nominal döviz kuru, dolaylı kotasyon yöntemiyle ifade edilmiş olduğundan bu durum aşağıdaki gibi yazılmaktadır:

$$E_d = 1/E_f$$

Burada E_d , yerli para cinsinden ifade edilen döviz kurunu; E_f ise yabancı para cinsinden ifade edilen döviz kurunu göstermektedir. Bu eşitliğe göre, döviz kurunda bir yükselmenin meydana gelişi, yabancı paranın değer kaybetmiş olduğunu veya ulusal paranın değer kazanmış olduğunu gösterir. Aksine, döviz kurunun düşmesi ise yabancı paranın değerinin yükselmiş olduğunu veya ulusal paranın değerinin düşmüş olduğunu gösterir.

Nominal döviz kuru, bir birim yerli paranın yabancı para birimi cinsinden ifade edilmesi olarak değerlendirildiğinde ($ER = \text{Ulusal para} / \text{Yabancı para}$) parasal bir ifade olarak karşımıza çıkmaktadır. Yerli paranın değer kazanması, yerli paranın değerinde yabancı paranın değerine oranla bir artışı ifade etmekte, yerli paranın değer kaybetmesi ise yerli paranın değerinde yabancı paranın değerine oranla bir azalışı ifade etmektedir.

Ülkeleri krize götüren sebepler farklı olsa da krizlerin neticesi olarak nominal döviz kurlarında meydana gelen yüksek oranlı değer kayıpları ve kurların fiyatlara geçiş etkilerinden dolayı kriz sonrasında ortaya çıkan yüksek enflasyon ve

daralmalardan dolayı nominal döviz kurları ekonomik değerler içerisinde özel bir önem arz etmektedir.¹⁰⁵

2.2.2. Reel Döviz Kuru

Reel döviz kuru en basit tanımı ile ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarını göz önüne alacak şekilde hesaplanan döviz kurudur. Reel döviz kurları yalnız başına yorumlanamayan nominal döviz kurlarının aksine ülke ekonomisi ile ilgili daha fazla bilgi içermekte ve daha doğru bir gösterge olarak görülmektedir. Önemi, bir ülkenin dış ticaretinde meydana gelen rekabet gücüne ilişkin olarak kullanılmakta olan bir gösterge olmasıdır. Aynı zamanda Merkez Bankası bilançosu üzerindeki etkileri sebebiyle izlenme gösteren para politikalarının oluşturulmasında dikkate alınmaktadır.¹⁰⁶

Reel döviz kuru, iki ülke arasındaki malların nispi fiyatlarına eşdeğer olan döviz kuru olarak tanımlanmaktadır. Başka bir deyiş ile reel döviz kuru, bir ülkenin mallarının diğer bir ülke malı ile ticaretin yapılmış olduğu oranı göstermektedir. Bu anlamda ise, reel döviz kurlarına ticaret haddi de denilmektedir.¹⁰⁷ Bir ülkenin diğer bir ülke ile ilişkilerinde ikili reel kurlar söz konusu olmaktadır. İkili reel kur, yerli ülke ile yabancı ülke fiyatlarını, temsili üretim ya da tüketim sepetlerini yerli veya yabancı para cinslerinden ortak bir para birimine dönüştürülerek yapılmakta olan bir karşılaştırmayı ifade etmektedir. İkili reel kur hesaplaması, para blokları ülkelerinde ya da ticaretinin büyük bir kısmında bir ülke ile gerçekleştiren ülkelerde daha büyük bir önem taşımaktadır.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Hakan Berument, **Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği, Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul, Alkım Yayınları, 2002, s.23.

¹⁰⁶ Ahmet Kıpıcı, Mehtap Kesriyeli, Reel Döviz Kuru Tanımları ve Hesaplama Yöntemleri, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl 12, Sayı 131, Subat 1997, s.16.

¹⁰⁷ İlker Parasız, **Para Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1999, s.316.

¹⁰⁸ Funda Özkan, “Denge Reel Kur Hesaplama Yöntemleri ve Reel Kur Dengesizliklerinin ölçülmesi: Türk lirası Üzerine Bir Çalışma”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara, 2003, s.6.

İki taraflı reel kur şu şekilde formüle edilebilir:¹⁰⁹

$$RER = ER (Pf/ Pd)$$

RER, yerli para cinsinden ikili reel kuru; ER, nominal döviz kurunu; Pf yabancı ülkenin fiyatlar genel seviyesini; Pd ise, yerli ülkenin fiyatlar genel seviyelerini göstermektedir. Reel döviz kurları bu açıdan incelendiğinde bir ülkenin enflasyon oranları diğer bir ülkenin enflasyon oranlarına göre daha fazla artış gösterdiğinde ulusal parası değer kaybetme, tersi durumunda ise değer kazanma eğilimi göstermektedir.¹¹⁰

2.2.3. Efektif Döviz Kuru

Bir ülkeye ait yerli paranın, o ülke içindeki en önemli ticaret ortaklarının paraları ile olan kurların ağırlıklı ortalamasıdır.¹¹¹ Nominal döviz kurlarındaki değişimlerin ağırlıklı olarak meydana gelen ortalamaları ile ülkenin ticaret ortakları ile ağırlıklı ticaret oranlarının da hesaba katılması ile oluşan ulusal paraların yabancı paralar karşısında ayrı ayrı değişimini gösteren endekse efektif döviz kuru denir.¹¹²

2.2.4.Çapraz Kur

İki para arasındaki doğrudan değişim oranına düz kur, dolaylı değişim oranına ise çapraz kur denir. Örneğin 40 Türk lirası ile 1 Dolar alındığında, 40 Lira doların düz kurudur. Ancak 40 Lira ile önce Euro alınır, sonra bu Euro ile Dolar alınırsa Lira ile Dolar arasında oluşan kura çapraz kur denir.¹¹³

Dolar dışında kalan iki farklı ulusal para arasında gerçekleşen değişim oranının, dolar kurları üzerinden hesaplanması ile bulunmakta olan kura çapraz kur denilir. Başka bir ifade ile çapraz kur (Cross Exchange Rates) her ülkenin döviz

¹⁰⁹ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Eskişehir, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları vakfı, Yayın No: 145, 2005, s.73.

¹¹⁰ Kırpıcı, Kesriyeli, **a.g.e.**, s.l.

¹¹¹ Tunca, **a.g.e.**, s.326.

¹¹² Kahraman, Yıldırım, **a.g.e.**, s.74

¹¹³ Sadun Eren, **100 Soruda Para ve Para Politikası**, 2.bs, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1986, s.97.

piyasası içerisinde genel olarak Amerikan dolarının ulusal para cinsinden değeri olarak ifade edilmektedir. Bu durumlarda ulusal paraların dolar karşısındaki para cinslerinden olan değeri, bu paraları dolar kuruna göre hesaplanabilir şekle getirilmektedir. Bu şekilde dolaylı yollardan hesaplanan döviz kurlarına çapraz kur denilmektedir.¹¹⁴ Hemen her ülkede döviz ticareti ile uğraşmakta olan bankalar ve diğer mali kurumlar döviz kurlarının belirlenmesinde Amerikan doları ile kendi ulusal paraları arasında meydana gelen değişim oranını esas almaktadır. Başka bir deyişle dolar, dünya üzerindeki döviz piyasalarında adeta bir değer standardı görevi yapmaktadır. Yani dolar diğer paraların fiyatlarını belirleyen bir dönüşüm aracı olmaktadır. Farklı ülkelerde oluşan kurların genel olarak dolar cinsinden ifadesi, kur hesaplamalarında büyük kolaylıklar sağlamaktadır. Her ülkenin döviz piyasasında oluşan kurlar, Amerikan doları ile ulusal para arasındaki değişim oranı şeklinde ifade edilince, dolar dışarısındaki iki ulusal para arasındaki değişim oranı otomatik olarak hesaplanabilmektedir.

2.3. Reel Döviz Kuru Belirlenmesi

Reel döviz kurlarının belirlenmesi, literatürde hala önemini korumakta olan konulardan birisidir. Bu konu ile ilgili olarak kısa ve uzun dönemlerde çeşitli teoriler bulunmaktadır. Bu teorilerin en çok kabul görmüş olanları satın alma güçleri paritesi hipotezi, parasalcı yaklaşım, portföy yaklaşımı, üretkenliği baz almış olan yaklaşım ve ödemeler dengesi yaklaşımıdır.

Döviz kurunun belirlenmesinde satınalma gücü paritesi en çok kabul görmüş olan teorilerden biridir. Bu hipotez Gustav Cassel tarafından 1922 yılları arasında oluşturulmuştur.¹¹⁵ Dünyada benzer şekilde olan malların benzer fiyatlar üzerinden satılması ilkelerini temel almakta olan bu hipotez, mutlak ve nispi satınalma gücü paritesi olarak iki kısımda incelenmektedir.

¹¹⁴ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.86.

¹¹⁵ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.370.
“düzeltme”

Mutlak satınalma gücü paritesine göre iki ülke arasındaki nominal kur, aynı mal sepetine ait yerli fiyatların yabancı fiyatlara oranıdır. Bu hesaplama yöntemi tek fiyat yasasına dayanmaktadır.

Tek fiyat yasası, aynı para birimi cinsinden bir malın fiyatının bütün ülkelerde aynı olmak zorunda olduğunu ifade etmektedir. İki ülke örneği üzerinden tek fiyat yasası ifade edilirse, i malı için kurulan denklem;

$p_{id} = E_d \times p_{if}$ şeklinde olacaktır.

p_{id} : i malının yerli ülkedeki fiyatı,

p_{if} : i malının yabancı ülkedeki fiyatı,

E_d : Yerli ülkedeki döviz kurunu ifade etmektedir

Mallar ticarete konu haline gelmiyorsa, fiyatların her yerde eşit olması beklenememektedir. Nitekim, yapılmış olan bazı ampirik çalışmaların da ortaya çıkarmış olduğu gibi satın alma gücü paritesinden sapmalar meydana gelmektedir. Ayrıca bu sapmalar oldukça doğaldır. Doğal olmasının nedeni yüksek gelire sahip olan ülkelerin ticarete konu olan mallarının üretimindeki verimliliklerinin daha yüksek olmasıdır.¹¹⁶ Aynı zamanda mutlak satın alma gücü paritesi, yalnız mal ve hizmet ticaretini denkleştirecek olan kurları belirlemekle ilgilenirken sermaye akımlarını tamamiyle ihmal etmektedir. Aynı zamanda, ülkeler arasında ortaya çıkan fiyat eşitliğini engelleyebilecek olan doğal ya da yapay birçok engel ve müdahaleler (taşıma giderleri, gümrük vergileri, kotalar, idari düzenlemeler, standartlar vs.) bulunmaktadır.¹¹⁷

Tek Fiyat Yasası, ticarete konu bir malın, mevcut döviz kurlarında meydana gelen belirli bir ulusal paraya çevrilmiş olan fiyatların dünyanın her bir köşesinde aynı olması gerektiğini ifade etmektedir. Dolayısıyla tek fiyat yasası ticarete konu olan bir malın fiyatının, ticarete meydana gelen engeller ve taşıma masraflarının

¹¹⁶ Peter Neary, "Determinants Of The Equilibrium Real Exchange Rate," **American Economic Review**, American Economic Association, vol. 78(1), 1998, s.213.

¹¹⁷ Seyidoğlu, 2001, s.367.
"düzeltme"

olmaması durumlarında döviz kuru ile düzeltilmiş olan değerinin bütün dünya üzerinde eşit olacağını ifade etmektedir. Bu yasanın geçerli olmasını sağlayacak olan mekanizma ise mal arbitrajıdır. Bu kuralın teorik bir şekilde doğru olduğu genel bir kanı olarak görülmektedir. Örnek verilecek olursa, iki homojen malın iki ayrı satış fiyatı olamayacağı (olsa bile arbitrajla en kısa sürede yeniden eşitleneceği) için tek bir fiyata sahip olması son derece doğal olmaktadır.¹¹⁸

Tek fiyat yasası, altın, bono ve hisse senedi piyasalarında geçerli olabilmektedir. Bu piyasalara hızlı sermaye giriş ve çıkışları arbitraj olanağını ortadan kaldırmaktadır. Böylelikle sermaye piyasası mallarının fiyatları dünya piyasalarında eşit hale gelebilmektedir. Ancak mal piyasalarındaki durum, sermaye piyasalarından farklıdır. Tek fiyat yasasının geçerli olabilmesi için malların ticarete konu olan mallar olması, ülkeler arasında ticaret ve arbitraj engellerinin olmaması, taşıma maliyetlerinin olmaması ayrıca ticarete konu olan malların tam homojen olması gerekmektedir.

Nispi satın alma gücü paritesinde, mutlak satın alma gücü paritesinin aksine ülkelerin fiyat seviyelerinden çok fiyat seviyelerindeki değişimler önemlidir. Yani denge kurundaki yüzde değişim, iki ülke fiyat seviyelerinin yüzde değişimleri arasındaki farka eşit olmalıdır. Formülle ifade edilirse,

$$\%DE_d = \%DP_d - \%DP_f$$

$\%DP_d$: Yerli ülkedeki fiyat seviyesinin yüzde değişimi,

$\%DP_f$: Yabancı ülkedeki fiyat seviyesinin yüzde değişimi,

$\%DE_d$: Yerli ülkedeki döviz kurunun yüzde değişimini göstermektedir.

Yukarıdaki formülden de anlaşılacağı üzere döviz kurundaki yüzde değişim iki ülke arasındaki enflasyon değişimlerine bağlıdır. Kur değişimleri enflasyon farklarını karşıladığı için, reel kur sabittir. Nispi satın alma gücü paritesi

¹¹⁸ Gültekin Işıklar, “Teoride ve Uygulamada Döviz Kuru Belirlenmesi ve Türkiye Üzerine Bir Deneme”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 1998, s.5. “düzeltme”

sağlandığında reel kurun değişmiyor olması ülkeler arasında rekabet gücünün aynı kalabileceği anlamına gelir. Reel şoklar ve paranın etkinliği kısa dönemli ise satın alma gücü paritesinden kısa dönemli sapmalara, uzun dönemli ise kalıcı sapmalara neden olabilir. Her ne kadar satınalma gücü paritesinin dayandığı teori ilgi çekici olsa da veriler, kısa ve orta dönem kur belirlenmesinde bu teoriyi desteklememektedir.¹¹⁹

Herhangi bir yabancı ülke parasından bir birim elde edebilmek için ödenmesi gereken ulusal para miktarı, nominal döviz kuru ile ifade edilmekte ve bundan sonraki analizlerde de döviz kuru ifadesi nominal döviz kuru olarak kullanılmaktadır. Ticaret haddi ile birlikte anılan reel döviz kuru ise iki ülkenin malları arasındaki nispi fiyatı ifade etmektedir.

2.3.1. Reel Döviz Kuru Hesaplama Yöntemleri

2.3.1.1. Dışsal Reel Döviz Kurunun Hesaplanması

Dışsal reel döviz kuru, bir ülkede meydana gelen fiyatlar genel seviyesi ile yabancı ülkede meydana gelen fiyatlar genel seviyesinin oranlanması yolları ile elde edilen bir hesaplama değildir. Hesaplamalarda fiyat endeksi olarak tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ya da gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) deflatörü kullanıldığı görülmektedir. Endeksler nominal kur ile yerli yada yabancı para birimine dönüşmektedirler. Dışsal reel kur hesaplamasında bir takım problemler ile karşılaşılabilir. Hesaplamalarda hangi fiyat ya da maliyet endeksinin alınacağı, çoklu ülke karşılaştırmalarında ülkelerin hangi ağırlıklar ile alınacağı ve bu ağırlıkların nasıl hesaplanacağı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalarda aksaklıklara sebep olmaktadır.¹²⁰

2.3.1.2. İçsel Reel Döviz Kurunun Hesaplanması

¹¹⁹ Nazire Nergiz Dinçer, **Döviz Kuru Dalgalanmalarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Örneği**, Ankara, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Yayını, Şubat 2005, s.13.

¹²⁰ Kıpıcı, Kesriyeli, **a.g.e.**, s.18-19.

İki mallı içsel reel kur hesaplamalarının gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanıldığı görülmektedir. İçsel reel kur, ticarete konu olan bazı malların fiyatlarının ticarete konu olmayan malların fiyatlarına oranını ifade etmektedir.¹²¹

$$R_d = p_t / p_n$$

Formüle yer alan;

R_d = Yerli para cinsinden reel kuru,

p_t = Ticari malların fiyatlarını,

p_n = Ticari olmayan malların fiyatını ifade etmektedir.

Bahsedilen bu formül, ticari olan ve olmayan malların üretim ve tüketimleri açılarından bilgiler vermektedir. Ticari malların fiyatları arttığında ticari mallar sektörü kârlı bir hale gelecek ve ekonomi içerisinde bulunan kaynaklar ticari olmayan mallar sektöründen ticari mallar sektörüne kayma gösterecektir. Tüketim açısından ticari olan mallar daha pahalı bir duruma geleceğinden tüketiciler bu mallara oluşan taleplerini oldukça kısararak ticari olmayan mallara olan taleplerinde artış göstereceklerdir. Harcamaların ticari olan mallardan, ticari olmayan mallara kayması durumunda ise o ülkenin cari işlemler dengesi iyileşmesine gösterecektir.

Üç mallı içsel reel kurların hesaplamalarında, iki mallı içsel reel kur hesaplamalarında görülmüş olan eksiklikleri gidermeye yönelik yöntemler oluşturulmuştur. İki mallı içsel reel kur hesaplamalarında ticari olan ve ticari olmayan mallar ayırımlarına gidildiği görülmektedir. Fakat ticari malların içinde ihraç ve ithal edilebilir malların olduğu göz ardı edilmiştir. Bu durum ihraç edilen malların ithal edilen malların fiyatlarına oranı olan ticaret hadlerinin üstü kapalı bir şekilde sabit alınmasına sebep olmaktadır. Oysa ihraç ve ithal edilen mallar farklı mallardan oluşmakta ve farklı fiyat hareketleri göstermektedirler.

Üç mallı içsel reel kur hesaplamalarında, iki mallı içsel reel kur hesaplamalarındaki bir takım eksiklikler dikkate alınarak ihraç edilebilir, ithal

¹²¹ Ibid., s.17.
“düzeltme”

edilebilir ve ticari olmayan mallar ayrımlarına gidilmiştir. Bu hesaplamalarda iki tane içsel reel kur bulunmaktadır.¹²²

Bunlardan ilki, ihraç edilebilir olan malların ticari olmayan malların fiyatlarına oranlarını gösteren içsel reel kurlardır.

$$R1 = r_x / r_n$$

R1, birinci içsel reel kuru ifade etmektedir, ayrıca ihraç edilebilir olan malların üretim ve tüketimlerinin ticari olmayan mallar açısından içsel fiyat rekabetini gösterdiği görülmektedir. r_x , ihraç edilebilir malların fiyatlarını; r_n , ticari olmayan malların fiyatlarını yerli fiyat birimi üzerlerinden göstermektedir.

İçsel reel kurlardan ikincisi ise, ithal edilebilir olan malların ticari olmayan malların fiyatlarına oranı olan reel kurdur.

$$R2 = r_M / r_n$$

R2, ikinci içsel reel kuru; r_M , ithal edilebilir malların fiyatlarını; r_n , ticari olmayan malların fiyatlarını göstermektedir. Bu iki içsel reel kurdan da ticaret haddine ulaşılmaktadır.¹²³

2.3.2.Reel Döviz Kuru Ve Ekonomik İlişkiler

2.3.2.1. Satın Alma Gücü Paritesi Kuramı

Satın Alma Gücü Paritesi, döviz kurlarının belirlenme şekli ile ilgili basit bir model sağlayarak, ekonomik göstergeleri anlamak amacıyla çalışan bir kuramdır. Ancak Satın Alma Gücü Paritesi kuramı tam olarak geçerli kabul edilmemektedir. Döviz kurları tüm ülkeler arasında her zaman aynı reel değeri sağlayacak olan düzeye doğru hareket etmemektedir. Satın Alma Gücü Paritesi'nin pratikte her zaman geçerli kabul edilmemesinin iki sebebi bulunmaktadır ilk sebep; birçok malın

¹²² İyibozkurt, a.g.e., s. 125.

¹²³ İyibozkurt, a.g.e., s.125.

ticaretinin yapılmamasıdır. Örnek verecek olursak; saç kesimi İstanbul'da Paris'ten çok daha ucuzdur. Fakat arbitrajdan yararlanabilmek amacıyla Fransa'ya seyahat etmekte olan kişilerin saç kestirmemesi ya da kuaförlerin İstanbul'dan Paris e gitmesi vb. gibi uygulamalar satın alma gücü paritesini geçerli kılmaktadır. İkinci sebep ise; ticareti yapılacak olan malların başka bir ülkede üretildiğinde tam ikame durumunda olmamalarıdır. Kimi tüketiciler Alman malı tercih ederken, kimileri Amerikan malı tercih etmektedirler.

Yukarıda açıklanan iki neden gösterir ki; hem bazı malların ticareti yapılamadığından, hem de ticareti yapılabilen mallar da tam ikame olmadığından Satın Alma Gücü Paritesi, reel döviz kurunu belirlemek için kusursuz bir teori değildir.

2.3.2.2. Marshall - Lerner Koşulu

A.Marshall'dan sonra Lerner isimli iktisatçının katkıları ile kritik esneklik katsayısı kavramları tam olarak açıklanmış ve bu kavram iki iktisatçının da birleşimi şeklinde uluslararası iktisat literatüründe yerini almıştır. Döviz kurlarında meydana gelen artışların ticaret dengesini olumlu şekillerde etkilemesi amacıyla yani döviz piyasasının istikrarlı olmaları için ithalatın talep esnekliği ve ihracatın talep esnekliği toplamı birden büyük olması gerektiği ortaya çıkmıştır. Bu durumu sağlayan koşul Marshall-Lerner koşulu olarak adlandırılmaktadır. Bu şartta aynı zamanda devalüasyonun başarı koşulu da denilmektedir.¹²⁴

İç ve dış fiyatların sabit olduğu varsayımlarının altında reel döviz kurlarının ($R=eP^*/P$) yükselmesine neden olan devalüasyonun net dış satımının hangi şartlar altında artış gösterdiği, enflasyonun net dış satımı üç farklı yoldan etkilemiş olduğu hesaba katılarak belirlenebilmektedir. Devalüasyon neticesinde reel döviz kuru %1 yükselişe girdiğinde, her hangi bir malın almanın maliyeti %1 oranında artıracaktır. Aynı zamanda devalüasyon neticesinde reel döviz kuru yüksekliğinde, yurtdışında

¹²⁴ Erdal Muharrem Ünsal, **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2005, s.576.
“düzeltme”

üretilmiş olan mallar yurt içerisinde üretilen mallara göre pahalılaşacak ve bu nedenden dolayı ithal edilen mal miktarı azalmaya başlayacaktır. Devalüasyonun dış alım üzerindeki bu ikinci etkisi, dışalım talebinin fiyat esnekliğine (e_M) bağlı olarak değişim gösterecektir. İthalat talebinin fiyat esnekliği, reel döviz kurunda ortaya çıkan %1 oranındaki artışın dış alımda yüzde kaç azalma meydana getirdiğini ölçmektedir. İthalat talebinin fiyat esnekliğinin $e_M = \% 0,5$ olması, reel döviz kuru % 1 yükselince dışalımın % 0,5 azaldığı anlamı taşımaktadır. Bu nedenle devalüasyon sonucu reel döviz kurunda ortaya çıkan % 1 oranında bir artış, dış alımı nihai olarak yüzde ($e_M - 1$) kadar azaltır. Aynı zamanda devalüasyon neticesinde reel döviz kuru %1 yükseldiğinde, yurtiçinde üretilen mallar yurtdışında üretilen mallara kıyasla ucuzlar ve bu sebeple yurtiçinde üretilmiş olan mallara yönelik yurtdışı talep artar. Devalüasyonun dış satım üzerindeki bu olumlu etkileri, dış satım talebinin fiyat esnekliğine (e_X) bağlı olarak gelişme göstermektedir. İhracat talebinin fiyat esnekliği, reel döviz kurunda ortaya çıkan %1 oranındaki artışın dış satımda yüzde kaç artış meydana getirdiğini ölçmektedir.

2.3.2.3. Balassa-Samuelson Etkisi

Balassa-Samuelson etkisi Bèla Balassa (1964) ve Paul Samuelson (1964) tarafından meydana getirilmiştir. Harberger (2003), çalışmasının ek bölümlerinde Balassa(1964), ve Samuelson (1964),makalelerini ayrıntılı bir şekilde ele almaktadır. Balassa, 1964 yılında yayımlamış olduğu makalesinde, ticareti yapılan mallar ile ticaret yapılamamış mallar arasındaki ayrım üzerinde durmuştur. Hareket noktası, ticareti yapılmamış olan mallarda sıfır üretkenlik olduğunu varsaymaktır. Farklı ülkelerde kişi başı reel gelir, çalışan kişi verimliliğine göre farklı düzeylerde artış göstermektedir. Ancak yalnızca ticareti yapılabilen sektör çalışanlarının ücretlerinde değil, ticareti yapılamayan mallar sektörlerinde çalışanların ücretlerinde de artış olacaktır.

Ticareti yapılmış olan malların fiyatlarının, herhangi bir zaman içerisinde ülkeler arasında eşit olduğu varsayılırsa, yüksek ücretlerin yer aldığı ülkede yaşam daha pahalı olacak ve ticareti yapılamayacak olan mallarda üretkenliğin fazla olduğu

ülke diğer ülkelerden farklı (ya da fazla farklı) olacaktır. Aynı yıl Samuelson, ticareti yapılmış olan ve yapılamayan sektörler ayırımlarından daha çok; “Reel Döviz Kuru İktisadının Kuramsal Dayanakları (Theoretical Underpinnings of Real Exchange Rate Economics)” üzerinde durmuş olduğu makalesini yayımlamıştır. Harberger (2003) tarafından sekiz maddede özetlenmiş olan B-S etkisi, Kaya (2005) tarafından bu maddeleri kapsayıcı şekilde açıklanmıştır. “Gelişmekte olan ülkeler, zengin ülkelerin refah seviyesini yakalamak ve onların gelişmişlik düzeylerine çıkmayı amaçlamaktadırlar. Genel olarak değerlendirilecek olunursa, düşük ücretler ve üretim maliyetleri gelişme gösteren ülkelerin rekabet üstünlüğünü oluşturmaktadır. Bu avantajları kullanarak bu ülkelerin zengin ülkeler ile aynı gelişmişlik düzeyine çıkabilme şansları bulunmaktadır. Reel yakınsamanın bir neticesi olarak, gelişmekte olan ülkelere yaşam standartları artış gösterecek ve fark kapanmaya başlayacaktır. Kapanmakta olan fark, gelişmekte olan ülkelerin ücretler ve fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen artışlar şeklinde yansıyacaktır. Buna Balassa- Samuelson etkisi adı verilmektedir.”¹²⁵

Üretkenliği baz alan yaklaşımlara göre teknolojik gelişmenin, ticarete konu olan malların üretildiği sektörlerde ağırlık kazandığı görülmektedir. Sektörlerde üretkenlikler ise birim işçi maliyetlerinde düşüşe sebep olmaktadır. Bu durum işgücüne olan talepte artış meydana getirerek ekonomi geneli içerisinde ücretlerin artmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda ticarete konu olan malların rekabete maruz kalmaları, bu malların fiyatlarının uluslar arası fiyatlar üzerinden belirlenmesine neden olmaktadır. Ticaret dışı malların fiyatları ise yurt içi piyasalarda belirlenerek artan ücret ile birlikte yükselmektedir. Bu durum para biriminin değer kazanmasına sebep olmaktadır. Zengin ülkeler teknolojik bakımdan daha üretken olduklarından bu ülkelere meydana gelen tüketici fiyat endeksleri daha yüksek değerlerde seyretmektedir. Üretkenlik farklılıkları ilk olarak Balassa tarafından reel kur değerlenmesinin önemli bir sebebi olarak bulunmuştur. Reel döviz kurlarının değer kazanmasında üretkenliğin etkin olup olmadığı Edison ve Klován, De Gregorio ve Wolf, ayrıca Chinn tarafından test edilmiş ve üretkenliğin

¹²⁵ Kaya, a.g.e., s.15.
“düzeltme”

etkin olduğu neticesine ulaşılmıştır.¹²⁶ Ancak Balassa – Samuelson etkisini ölçmekte olan çalışmaların ortak varsayımları üretim faktörlerinin sektörler ve ülkeler arasında mobil olduğudur. Bu varsayım her zaman geçerli olmayabilir. Bu da ticarete konu olan ve olmayan malların talepleri ve fiyatları konusunda farklılık yaratabilir.

Azalan birim işçi maliyeti işgücüne olan talebi artırarak ekonomi genelinde ücretlerin artmasına yol açmaktadır. Ticarete konu olan malların fiyatları rekabete konu olduğundan uluslararası piyasada belirlenmektedir. Ticareti yapılamayan malların fiyatları ise yurtiçi piyasalarda belirlendiğinden, artan ücretlerle artmakta ve para biriminin değeri kazanmasına neden olmaktadır. Gelişmiş ülkeler teknolojik açıdan da üretken olduklarından bu ülkelerde fiyatlar genel seviyesi daha yüksek değerlerde seyretmektedir.

2.3.2.4. Açık Ekonomi Ve Mundell–Fleming Modeli

1960’ların başlarında ortaya çıkmış olan Mundell-Fleming modeli makroekonomik politikaların iç ve dış dengeleri eşzamanlı olarak sağlayabileceği düşüncesini yansıtmaktadır. Mundell-Fleming modeli; özünde klasik IS-LM modelinin açık ekonomiye uyarlanmış durumu olarak özetlenmektedir.

Yaygın bir popülerite kazanmakta olan modelin, politika uygulamalarından farklı olarak döviz kuru rejimleri alım sırasında üretim düzeyi ve faiz oranları üzerinden etkisini açıklamak ile kullanıldığı görülmektedir.¹²⁷ Mundell-Fleming modelinde, izlenen döviz kuru politikasına göre para ve maliye politikalarının milli gelir ve dış denge üzerindeki etkisi kısa dönemde farklılaşabilmektedir.

Mundell-Fleming modeli 1960’lı yıllar içinde, Markus Fleming ve Robert Mundell tarafından Keynesyen yaklaşımı takiben sermaye hareketlerinde genel olarak faiz değişkenine bağlı olarak yön değiştirmiş olduğu temel düşüncesiyle meydana gelen teorik bir yaklaşımdır. Bu modelin, IS-LM ve BP doğruları

¹²⁶ Menzie Chinn, “Sectoral Productivity, Government Spending and Real Exchange Rates: Empirical evidence for OECD Countries”, **NBER Working Paper:6017**, 1997, s.1-25.

¹²⁷ S. Tolga Tiryaki, **Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği**, Ankara, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, 2002, s. 5.

birlikte incelenmesi gerekmektedir. Aynı zamanda bu model, dört ana şart altında ele alınmalıdır; bunlar sermaye hareketliliği açılarından eksik sermaye ve tam sermaye hareketleri şartları ve kur sistemleri açılarından ise, sabit ve esnek kur sistemleridir. Bu modele göre, sermaye hareketlerinde meydana gelen faizin etkisi döviz kurlarına göre daha ağır basacaktır. Eksik sermaye hareketlerinin söz konusu olduğu bir ülkede yurtiçi ve yurtdışı faiz değişimlerine, uluslararası sermayenin duyarlılığı düşük iken; tam sermaye hareketlerine sahip olan ülkede uluslararası sermayenin faize olan duyarlılığı daha yüksek olmaktadır. Eksik sermaye şartı altında bir ülkeden sermayenin çıkması için faiz oranında çok önemli düşüşler meydana gelmesi gerekmektedir. Buna karşılık bir ülkeye sermaye girmesi amacıyla, o ülkedeki faiz oranında önemli artışların olması gereklidir. Tam sermaye hareketliliği durumlarında ise sermaye, faiz oranlarındaki küçük değişimlerden kolayca etkilenmektedir.¹²⁸

1980'li yıllarda ABD'deki bütçe açıkları ile dış ticaret açıklarının aynı yönde gelişme göstermeleri nedeniyle söz konusu açıklar ikiz açıklar olarak adlandırılmıştır. Yukarıda ifade edildiği gibi bütçe açıklarının dış ticaret açıklarına yol açmasının yanı sıra dış ticaret açıkları da bütçe açıklarına neden olmaktadır. Nitekim bütçe açığına bağlı olarak ortaya çıkan dış ticaret açığı, ulusal geliri azaltmakta ve bu durum ise gelire bağlı vergi hasılatını düşürerek bütçe açığına yol açmaktadır ve sonuç itibarıyla, her iki açık birbirini beslemektedir.¹²⁹

Mundell - Fleming modeli toplam üretim sonucu oluşan maliyetleri ifade eden bir yaklaşım olarak tanımlanmaktadır. Model, her ülke içinde tek toplu mal üretildiği ve yapılmakta olan üretimin üzerinden hem tüketim hem de ihracat yapıldığını varsaymaktadır. Malların fiyatlarını gayri safi yurtiçi hasıla yansıtmaktadır. Her ülkede oluşan malların fiyatı üretim maliyetine bağlı olarak belirlenmektedir. Mundell- Fleming modeli gerek ticari gerekse ticari olmayan tüm

¹²⁸ Robert Mudell, **On the History of the Mundell-Fleming Model**, Keynote Speech IMF Staff Papers, Special Issue IMF, Sayı: 47, 2001, s. 223.

¹²⁹ Hayati Aksu, Selim Başar, İkiz Açıklar Hipotezinin Türkiye Açısından Araştırılması, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:234, Eylül 2005. s. 110-111.

malların üretimindeki rekabetçiliği ölçücü bir durumdadır. Mundell-Fleming modeli hesaplanan reel döviz kuru formülü ile ifade edilirse:¹³⁰

$$MFR_f = (E_f \times GNP_d) / GNP_f$$

MFR_f: Mundell - Fleming modeli ile hesaplanan yabancı para cinsi üzerinden reel kuru.

E_f: Yabancı para cinsi üzerinden ifade edilen nominal kuru.

GNP_d: Yerli gayri safi yurt için hasıla deflatörünü.

GNP_f: Yabancı gayri safi yurtiçi hasıla deflatörünü ifade etmektedir.

Mundell-Fleming modeli, politika alanında alınan kararlarının cari işlemler dengesi üzerindeki uzun dönem etkilerini dikkate almamaktadır. Örnek verilecek olursa, genişletici bir maliye politikası uygulamasının ilk aşamada ülkede para biriminin değer kazanmasına, dolayısıyla da cari işlemler açıklarına ve sermaye girişine sebep olur. Uzun dönem içerisinde, bu durumun sürmesi, ülkenin dış yükümlülüklerinin ve bu nedenle net dış borç servisinin de yükselmesine neden olmaktadır. Böyle bir durumda da, gerek dış borç servisini karşılayabilmek gerekse mevcut cari işlemler dengesini koruyabilmek amacıyla dış ticaret dengesinin iyileşmesi gereklidir. Böylece de ilk aşamada değer kazanmış olan yerli para biriminin zaman içerisinde değer kaybetmesi zorunlu bir duruma gelmektedir. Ülkenin cari işlemlerinin sürdürülebildiğinden dolayı önemli olan uzun dönemli dinamik etkiler Mundell-Fleming modelinde yer almamaktadır.¹³¹

2.3.2.4.1. Dalgalı Döviz Kuru Sistemi Altında Açık Bir Ekonomi

Açık ekonomide oluşmakta olan politikaları incelemeyi önce uluslararası mali sistemin belirlenmesi gerekmektedir. Sistem olarak en uygun olan; ekonomilerde geçerli sayılan, dalgalı döviz kuru (floating exchange rates) sistemleridir. Dalgalı döviz kuru sistemlerinde döviz kurlarının ekonomik şartlara verecekleri tepki ile dalgalanmasına izin verilmektedir.

¹³⁰ Aykut Kibritçioglu, Bengi Kibritçioglu, **Türkiye’de Uzun Dönem Reel Döviz Kuru Dengesizliği 1987-2003**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 38, Nisan 2004, s.17.

¹³¹ Tiryaki, **a.g.e.**, s. 5.
“düzeltme”

Türkiye’de 1999 yılı sonrasında, “Yönlendirilmiş Sabit Parite (Crawling Peg)” olarak tanımlanan sistem uygulamaya konmuştur. Bu sistemin başarısı, maliye ve gelir politikaları ile uyumlu bir şekilde olması ve çok uzun sürmemesinden kaynaklanmaktadır. Fakat 2000 yılında, gerekli yapısal politika değişiklikleri uygulamaya konulamadığı ve finans kesiminde bir takım bozukluklar görülmüş olduğundan dolayı bu sistem başarısız olmuş ve 2001 yılında Türkiye dalgalı kur sistemine geçmiştir.¹³²

2.3.2.4.2. Değişen Fiyat Düzeylerinde Mundell Fleming Model

Mundell–Fleming modeli, kısa dönemde fiyat düzeyinin sabit olduğu durum için kullanılmıştır. Fiyat düzeyinin değiştiği durumlarda yaşanacaklar aşağıda incelenilmektedir.

Bu modele göre, bir ülkenin gayri safi yurt içi hasıla ve ihracatı tek bir mal demetini ifade etmektedir. Yerli ülkenin ihracattaki fiyatları, yerli ülkenin gayri safi yurt içi hasılası ile yabancı ülkenin ithalat fiyatlarının ise yabancı ülkenin gayri safi yurt içi hasılası ile paralel bir şekilde hareket edeceği varsayılmaktadır. İhracat ve ithalatın yabancı fiyatlar üzerinden tanımı ise şu şekilde olmaktadır.

$$E_f \times \text{GNPD}_d = (E_f \times p_{xd}) = p_{xf}$$

$$\text{GNPD}_f = p_{Mf}$$

Burada;

p_{xd} : Yerli ülkenin yerli para birimi üzerinden ihracat fiyat deflatörünü,

p_{xf} : Yerli ülkenin yabancı para birimi üzerinden ihracat fiyat deflatörünü,

¹³² Zeynep Dinler, **İktisada Giriş**, Gözden Geçirilmiş 10. Basım, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları, 2004, s.536.
“düzeltme”

p_{Mf} : Yabancı ülkenin yabancı para birimi üzerinden ithalat fiyat deflatörünü göstermektedir.

Yapılmış olan düzenlemelerden sonra Mundell – Fleming modeliyle hesaplanan reel döviz kuru aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$MFR_f = p_{xf} / p_{Mf} = \text{Ticaret Haddi}$$

Mundell – Fleming modeli farklı ürünlerin ithalat ve ihracatına sahip olan gelişmiş ülkeler için uygun olduğu kabul edilmektedir. Bunun nedeni bu ülkelerde ticaret hadlerinin farklılık göstermemesidir. Tüketici fiyat endeksi ve gayri safi yurt içi hasıla deflatörlerinin paralel hareket ettiği görülmektedir.¹³³

2.4. Döviz Kuru Sistemleri

2.4.1. Esnek Kur Sistemleri

Serbest dalgalanan kur sisteminde döviz kuru piyasada arz ve talep güçlerince belirlenmektedir. Bu uygulamada devletin döviz kuruna müdahalesi bulunmamaktadır. Ancak, pratikte uygulanan serbest döviz kuru sisteminde merkez bankaları aşırı kur oynaklıklarını engellemek için piyasaya müdahale edebilmektedirler. Bu sisteme ise kirli dalgalanma denilmektedir.

Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte, uluslararası piyasalarda yaşanan boşluğu doldurmak üzere gelişmiş ülkeler paralarını serbest dalgalanmaya bırakmışlardır. 1976 yılında IMF komitesinin Jamaika’da yaptığı toplantıda uluslararası para sisteminin geleceği tartışılmıştır. Bu toplantı sonunda, IMF ile işbirliği içinde olması şartıyla, üye ülkelerin sabit ya da serbest kur sistemini benimseyebileceklerine karar verilmiştir. Yapılan yeni düzenlemeye göre IMF, ayarlanabilir sabit kuru fiilen sona erdirerek kullanılmakta olan kirli dalgalı kuru yasalaştırmıştır.

¹³³ Funda Özkan, **Denge Reel Kur Hesaplama Yöntemleri ve Reel Kur Dengesizliğinin Ölçülmesi: Türk Lirası Üzerine Bir Çalışma**, Ankara, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Aralık 2003, s.13.

Bir ekonomide nominal döviz kuru, piyasadaki döviz arz ve talebi ile belirlenebilir. Bu uygulamada döviz kuru, döviz arz ve talebini eşitleyen düzeyde (döviz arz ve talep eğrilerinin kesiştikleri noktada) oluşur ve dolayısıyla da döviz arzı ve/veya döviz talebi değiştiğinde döviz kuru da değişir. Bu uygulamaya esnek döviz kuru sistemi (Flexible Exchange Rate System) denir.¹³⁴

Döviz piyasasına herhangi bir müdahalenin olmamasından dolayı döviz kurunun serbest şekilde arz ve talep koşullarına göre belirlenilmesine esnek kur sistemi denir.¹³⁵ Döviz kurları, toplam döviz arzları ile toplam döviz talebinin eşitlenmiş olduğu bir noktada oluşmaktadır. Piyasa arzında veya talebinde bir değişim meydana gelmiş olduğundan dolayı buna bir tepki olarak kurlar değişim göstermektedir. Bu nedenden dolayı kurlar her an iniş çıkışlar gösterebilmektedir.¹³⁶ Fakat gerçek şudur ki hiçbir ülkenin ulusal parasının sınırsız şekilde dalgalanmasına izin verilmemekte, bunun yerine döviz piyasasına müdahale edilerek aşırı kur değişimlerini önlenmektedir.

Esnek döviz kurları sisteminde, ülke içindeki ödemeler bilançosunun açık veya fazlaları ülke paralarının değer kaybı veya kazancı ile otomatik olarak düzeltilmektedir. Bu arada hükümetlerin müdahalesi ve ülke rezervlerinde bir artış ya da azalış olması söz konusu olmamaktadır.¹³⁷ Fakat ekonomik hayatlarda hükümetler ve merkez bankası döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaları önlemek amacıyla döviz piyasalarına çeşitli ölçülerde müdahale edilmektedir. Serbest döviz kuru sistemi; serbest dalgalanan ve gözetimli dalgalanan döviz kuru sistemi olarak ikiye ayrılmaktadır.

Esnek Kurun Avantajlarını şu şekilde sıralanması mümkündür¹³⁸

¹³⁴ Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, 2.baskı, Ankara, Kutsan Ofset Matbaacılık, 1999, s.293.

¹³⁵ İlker Parasız, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000, s.542.

¹³⁶ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.313.

¹³⁷ Parasız, **a.g.e.**, s.542.

¹³⁸ Tuncer Bulutay, Yılmaz Akyüz, Gelişmekte olan Ülkelerde Para ve Kur Politikaları: Türkiye Deneyimi, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 19(224), 2004, s.15.

- Dalgalı kur rejiminde, para aşırı değer kazanmaz ve şiddetli kur hareketleri görülmez.
- Kur rejiminde kriz olmaz, cari açıklar krize neden olmadan sürdürülebilir düzeye iner
- Dalgalı kur, sürdürülemeyecek cari açıklara yol açmaz
- Kur riski yarattığı için dalgalı kur rejimi spekülasyon arbitraj hareketlerini azaltır.

Sabit döviz kuru sistemini savunan kişiler, esnek kur sistemlerinin istikrar bozucu spekülasyona neden olacağı, bunun da kurlar üzerinde meydana gelen istikrarsızlığı hızlandıracağını belirtmektedirler. Karşı görüş içinde olan kişiler ise sistemdeki spekülasyonların davranışlarının istikrar bozucu değil, istikrar sağlayıcı olacağını belirtmektedirler.¹³⁹

Bu sisteme karşı olan görüşlerin yanında bu sistemin aslında faydalı bir sistem olduğunu söyleyen görüşler de vardır. Bu görüşlere göre:

- Esnek döviz kuru sistemlerini uygulayan ülkelerde ulusal para birimleri gerçek değerine yakın bir değere sahip durumdadırlar. Dövizin fiyatı arz ve talebe göre bağımsız olarak belirleneceğinden gerçek değerinden uzaklaşması diye bir durum söz konusu olmamaktadır. Hükümetlerin belirlemiş oldukları kurlar ise genellikle ulusal parayı aşırı değerlendirir. Bu nedenle hükümetler belli zamanlar içerisinde devalüasyon yapmak zorunda kalmaktadırlar. Bu durumda istikrar bozucu bir sonuca sebep olmaktadır.

- Sabit kur sistemlerinde kur istikrarını sağlayabilmek amacıyla ülkedeki merkez bankasında döviz rezervine gereksinim bulunmaktadır. Esnek kur sistemlerinde ise dış denge kendiliğinden sağlanmış olduğunda, en azından orta vadeli dış rezerve gereksinim yoktur. Devlet döviz birikimlerini rezervde tutmak yerine daha efektif bir şekilde kullanabilme imkânlarına sahiptir.

¹³⁹ Seyidoğlu, a.g.e., s.20.
“düzeltme”

- Esnek kur sistemi uygulamakta olan devletler dış şoklara karşı daha rahat bir şekilde tepki göstermektedirler. Yurt dışından kaynaklanmakta olan enflasyon veya deflasyon karşısında, kurlar hemen hemen her türlü gerekli uyumları sağlayarak ekonomiyi bu denetim dışı faktörlerin etkisinden korumaktadırlar.

- Hem esnek hem de sabit döviz kuru sistemi, ulusal paranın fiyatını yabancı para cinsinden azaltır veya arttırır. Sabit döviz kuru sistemlerinde ulusal paranın fiyatı yabancı para cinsinden düşerse buna devalüasyon, yükselirse de revalüasyon denilmektedir. Esnek döviz kuru sistemlerinde ise bu olay açısından farklı terimler kullanıldığı görülmektedir. Esnek kur sistemlerini uygulamakta olan ülkeler sermayelerin cazibesini attırmak amacıyla faiz oranını kullanmaktadırlar. Faiz oranı yüksek oranda belirlenmiş ise kur yükselme eğilimine girer, yani ulusal paranın değeri yabancı para cinsinden artış gösterir. Bunun terim olarak karşılığı ise “appresiyasyondur”. Eğer faiz oranı düşük bir seviyede tutulur ise kur düşme eğilimine girer, yani ulusal paranın değeri yabancı para cinsinden ucuzlar. Buna da “depresiyasyon” adı verilir.¹⁴⁰

Esnek kur sistemi fiyat mekanizmasına dayalı, basit ve uygulaması kolay olan bir sistemdir. Kurlar ile ilgili hükümetlerin karar almasına ve denetimde bulunmasına gerek yoktur. Bu nedenle sistem bürokrasinin bir kısmını da önleyebilmektedir.

2.4.2.Sabit Kur Sistemleri

Sabit kur sistemlerinde özellikle döviz kurlarının piyasa değişikliklerinden bağımsız olarak sabit bir düzeyde sürdürülmesi esastır. Bu sistemin en bilinen örneği altın standardıdır. Bir başka sabit kur sistemi örneği ise İkinci Dünya Savaşı sonrası uygulanan Bretton Woods Sistemi’dir. Bugün de birçok ufak ülke ulusal parasını

¹⁴⁰ Havva Tunç, **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, Sümer Yayınevi, 2001, s.73.
“düzeltme”

sabit bir kur ile başka bir ülkenin parasına veya bir hesap birimine (para sepetine) bağlamış bulunmaktadır.¹⁴¹

Sabit döviz kuru rejimlerinde milli paranın tamamen ortadan kalkmış olduğu ve yerine uluslararası piyasalarda kabul görmüş olan dövizlerin ülkenin resmi parası kabul edildiği resmi dolarizasyondan, döviz kuru paritesinin belirli oranlarda sabitlenmesi şekillerini alan geniş bir yelpazede uygulama gösteren bir dizi rejim olarak sınıflanma göstermektedirler. Aynı zamanda, döviz kurlarının belirli oranlarda sabitlenmediği fakat artış oranlarının belirlendiği veya sabitlendiği sistemler içinde, yine sabit kur rejimi sistemleri içerisinde değerlendirilmektedir. Ayrıca, para kurulu da yerli para birimlerinin sabit kurlar üzerinden parasal tabanı karşılama taahhüdü içermesinden dolayı sabit kur rejimi içerisinde değerlendirilme göstermektedir.¹⁴²

2.4.3.Yönetimli Dalgalanma Sistemi

Yönetimli dalgalanma sistemi; Yönlendirilmiş Sabit Aralık(Sürünen Pariteler) ve Yönlendirilmiş Sabit Parite(Sürünen Pariteler) olarak ikiye ayrılabilir.

Ekonomik konjonktürde meydana gelen reel faktör değişimlerinden dolayı döviz kurları dalgalanacaktır. İstikrar bozucu spekülasyonlar ve kur sıçramaları da döviz kurlarındaki bu içsel dalgalanmaları şiddetlendirecektir. Daha önce de belirtildiği gibi dalgalanmaların uluslar arası ticaret ve yatırımlara etkisi negatif olacaktır. Yönetimli dalgalanma sisteminde para otoriteleri kısa vadeli kur hareketlerini kontrol altında tutar fakat uzun dönem kurunun oluşması piyasalara bırakılmıştır.¹⁴³

Yönlendirilmiş Sabit Aralık Sürünen paritelerde nominal döviz kurları dar bir aralık içerisinde dalgalanmakta ve periyodik bir şekilde belli göstergelere göre

¹⁴¹ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.732

¹⁴² Kürşad Arat, “Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2003, s.15.

¹⁴³ İlker Parasız, **Uluslararası Para Sistemi**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1996, s.19.

ayarlanma göstermektedir. Genel olarak geçmiş dönem enflasyon farklılıkları açısından ayarlama yapılmaktadır.¹⁴⁴ Bu sistemlerde, ülke paralarının değeri önceden açıklanmış olan sabit bir değer etrafında belirli limitler içersinde dalgalanma göstermektedir. Ancak esas alınan sabit değer seçilmiş ekonomik göstergeler ve özellikle de ödemeler dengesi üzerindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanma göstermektedir.¹⁴⁵

Yönetimli dalgalanma sistemlerin amacı çeşitli ulusal ekonomi politikaları neticesinde ortaya çıkan uluslararası fiyat ve maliyet seviyelerin eşitlenmesidir.¹⁴⁶ Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminin alışılmış sabit kur sistemlerinden farkları olarak, sabit kurlar üzerinde bir baskı oluştuğunda, gerekli ayarlamalar bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olmasındandır. Aynı zamanda bu ayarlamalar arasında belirlenmiş olan limitler içinde dalgalanmasına da izin verilmesi gerekmektedir. Yapılan olan bu ayarlamalar sonucunda, diğer sabit kur sistemlerinde gözlenen ve beklentiden kaynaklı havadan hareketlerin engellenmesi amaçlanmaktadır. Bu sistemin en büyük problemi ise, faiz politikasının kurları destekleme zorunluluğun olmasıdır. Bu nedenle faizler, ekonominin oluşturduğu gerekler doğrultusunda istenildiği gibi kullanılamamaktadır.¹⁴⁷

Yönlendirilmiş sabit paritelerde ülke parasının değeri sabitlenmiştir. Fakat bu sabit değer, aynı yönlendirilmiş sabit aralık sistemlerinde de olduğu gibi o ülkelerin seçilmiş ekonomik göstergelerine ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanma göstermektedir. Bu sistem yönlendirilmiş sabit aralık sistemine göre daha katı bir yapıya sahip olmakla birlikte, alışılmış sabit kur sistemleri ile karşılaştırıldığında, bu sistemlerden farklı bir şekilde sabit kurlar üzerinde bir baskı oluştuğunda yine gerekli olan ayarlamanın bir anda değil belirli

¹⁴⁴ Aydan Kansu, “**Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 Ve 2001 Krizleri**”, İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s.230.

¹⁴⁵ Azim Özdemir, Gülbin Şahinbeyoğlu, “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Ankara, Eylül 2000, s.4.

¹⁴⁶ İlker Parasız, “**Uluslararası Para Sistemi, Kuram, Mekanizma, Tarihçe, Politika**”, Bursa, Uludağ Üniversitesi Yayınları, Yayın No:3 – 046 – 0123, 1986, s.97.

¹⁴⁷ Özdemir, Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s.1-4.

aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olmasındandır. Bu nedenle yönlendirilmiş sabit aralık sistemi avantaj ve dezavantajlarını birlikte getirmektedir.¹⁴⁸

Bu sistemlerde parite veya merkezi kur adı verilmekte olan bir sabit kur uygulaması vardır. Fakat sistemin temel niteliği, merkezi kurun, geçen birkaç haftaya ait (veya ay) piyasa kurlarının ortalamalarına göre değiştirilmesidir.¹⁴⁹ Para politikası, yarı sabit kur sistemi olan sürünen pariteler üzerinde kur sisteminin sürdürülmesini engelleyecek bir şekilde kullanılmamaktadır. Enflasyonu düşürmek amacıyla tercih edilen bu kur sistemi pek çok Latin Amerika ülkesinde uygulamaya konmuştur.¹⁵⁰ Geçmiş enflasyon farklarını kullanmakta olan geçmişe dönük yaklaşım ise, sistem içerisinde enflasyonist süreçlerin oluşmasına ve para politikasında döviz kurlarının nominal etkisinin ortadan kalkmasına sebep olmaktadır. Eğer mali ve gelir politikaları uyumlu değilse uygulamanın sürekliliği sağlanamamaktadır.¹⁵¹

2.4.4.Kayan Pariteler

Döviz kurları önceden ilan edilmiş miktarlarda veya sık sık belirlenen denge döviz kuruna ulaşılıncaya kadar sürekli değiştirilebilmektedir. Bu sistemi uygulayan ülkelerde, döviz kurlarında yapılacak olan değişikliklere hangi miktar ve sıklıkla izin verileceği ve dalgalanmasına izin verilmiş olan bandın genişliği kamu otoritelerince belirlenmektedir.¹⁵²

Döviz kurları önceden ilan edilmiş olan miktarda veya yüzdede sık sık ve açıkça belirlenen aralıklar ile (örneğin her ay) denge döviz kuruna ulaşılıncaya kadar değiştirilmektedir. Bu duruma göre ülkenin üç ayda %6 devalüasyon yerine üç ay arka arkaya parasını %2 oranında devalüe etmesi gerekmektedir. Kayan parite sistemlerine karar veren ülkelerin döviz kurunda yapacağı değişikliklerin miktarına, sıklığına ve dalgalanma bandının genişliğine karar vermeleri gerekmektedir. Kayan

¹⁴⁸ Özdemir, **a.g.e.**, s.4

¹⁴⁹ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.20

¹⁵⁰ Kansu, **a.g.e.**, s.28

¹⁵¹ Özdemir ve Sahinbeyoglu, **a.g.e.**, s.4-5.

¹⁵² Oksay, **a.g.e.**, s.14-15.

parite sistemi reel şoklarla ve farklı enflasyon oranlarıyla karşılaşan gelişmekte olan ülkelere uygun düşen bir sistemdir.¹⁵³

2.4.5. Alternatif Kur sistemleri

Tüm anlatılan kur sistemlerinden başka kur sistemleri vardır. Bu kur sistemlerinden birisi Resmi dolarizasyon olarak adlandırılan ülkelerin milli paralarını tedavülünden kaldırarak diğer bir ülkenin parasını resmi para olarak kullanmaya başlaması olarak anılan döviz kuru sistemidir. Bu sistemi kullanan ülkeler kendi bağımsız para politikalarını uygulayabilmekten tamamıyla uzaklaşırlar. Ülkenin merkez bankası, başka bir ülkenin ulusal parasını basamayacağı için, ülke para politikasını bağımsız olarak yürütemez.¹⁵⁴

Resmi dolarizasyonun diğer bir kaçınılmaz neticesi ise bu sistemleri uygulamakta olan hükümetlerin senyoraj gelirlerinden vazgeçmeleridir. Senyoraj geliri kaybı iki aşamalı şekilde gerçekleşmektedir. İlk aşamada resmi dolarizasyona geçildiğinde ülkenin ulusal parasının değiştirilmesi sonucunda, milli para stoku kadar dönüşüm sırasında karşılanmış olan maliyet bir gelir kaybıdır. Burada maliyetlerin boyutları, değişim oranının büyüklüğüne bağlı olarak değişmektedir. İkinci aşamada ise, para otoritelerinin ileride elde edecekleri senyoraj gelirlerinden vazgeçmesi neticesinde meydana gelen kayıptır.

Diğer bir kur sistemi ayarlanabilir kur sistemidir. Bu sistemde döviz kuru sabit bir durumdadır. Ancak hükümetler kurları sabit tutmak amacıyla çok katı kurallara bağlı kalmak zorunda olmamaktadırlar. Eğer belirlenmiş olan kur düzeyinin, ekonomik göstergelere uygun olup olmadığı görülürse otorite istediği yöndeki düzenlemelere gidebilmektedir. Bu sistem dış ticaret dengeleri üzerinde istikrar sağlayıcı bir sistem gibi görünmesine rağmen ayarlamaların olacağı beklentisi ile yoğun spekülasyonlara sebep olabilmektedir. Bu durumda bir yandan

¹⁵³ Parasız, **a.g.e.**, s.548

¹⁵⁴ Andrew Berg, Eusuardo Borensztein, **The Pros and Cons of Full Dollarization**, IMF Working Paper, WP/01/50, 2001, s.17.

sağladığı istikrar diğer yandan yıkıcı yönde etki edebilmektedir. Bu sistemin yıkılana kadar, dünyanın büyük bir bölümünde kullanıldığı görülmektedir.

Ayarlanabilir kur sistemine Bretton Woods sistemi de denilmektedir. Ayarlanabilir kur sisteminde kurun sabit olması ile birlikte parasal otorite, süresiz şekillerde bu kuru sürdürmek zorunda değildir. Belirlenmiş olan kur uygulanan ekonomik politikalar ile tutarsız ise arzu edilen yönde değişme gösterebilmektedir. Bu sistem, dış ticaret üzerinde meydana gelen kur belirsizliğini oldukça azaltarak ekonomik istikrara katkıda bulunmaktadır. Diğer yandan olası bir ayarlama beklentisi (devalüasyon) yoğun spekülasyonlara neden olabileceğinden ekonomide kriz yaratmaya elverişli bir sistem olarak bilinmektedir.¹⁵⁵ Hem Bretton Woods Sistemi'nde, hemde bugünkü sabit kur sistemlerinde hükümetler tarafından zaman zaman kurlarda bir takım değişiklikler yapıldığından (devalüasyon ve revalüasyon), bu uygulamalara yaygın ismi ile ayarlanabilir sabit kur sistemi adı verilmektedir. Sabit kurlu sistemlerde döviz kurlarının belirlenen sınırlar arasında tutulması merkez bankasının piyasa müdahaleleri (alım ve satım işlemleri) ile gerçekleştirilmektedir. Sistemin mantığı kurların sabit tutulmasını gerektirmekle birlikte bu, uygulanan kurun hiç değiştirilemeyeceği anlamına da gelmez. Ulusal paranın uzun süre üst destekleme noktasını zorlaması durumunda resmi kuru yükseltir (ulusal paranın devalüasyonu), alt destekleme noktasında sürünmesi durumunda da resmi kuru düşürürler (ulusal paranın revalüasyonu). Sabit kur sisteminin "ayarlanabilir" (adjustable) nitelikte olması bunu ifade etmektedir.¹⁵⁶

Diğer bir kur sistemi para kurulusudur. Para Kurulu, temel olarak belirlenen sabit bir kurdan döviz varlıkları karşılığında para çıkaran, kamu kesimine ve bankacılık kesimine kredi verme fonksiyonu olmayan bir kurumdur. Bu anlamda para kurulu yasal taahhütler yoluyla yerli parayı yabancı paraya ya da yabancı parayı yerli paraya çeviren bir kurumdur. Para kurulu sisteminin ilk oluşturulduğu model olan ortodoks para kurulu sistemi, bir ülke parasının yetkili bir kurul tarafından, sabit

¹⁵⁵ Özdemir ve Sahinbeyoglu, **a.g.e.**, s. 6.

¹⁵⁶ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.735.
"düzeltme"

bir döviz kuru üzerinden %100 döviz karşılığında üretilmesidir. Bu sistemde, ihracat artışına bağlı olarak oluşan ödemeler dengesi fazlası döviz kazancı sağlayarak para arzı artışına neden olmaktadır.¹⁵⁷

Para kurulunun sağlamış olduğu kredibilitenin para ve döviz piyasasında belirsizliği ortadan kaldırması, faiz oranlarını kurul ülkesine yaklaştırarak düşürücü etki yaparak, ülkede faiz arbitrajının önlenmesine yardımcı olmaktadır.¹⁵⁸

2.5.Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri

2.5.1.1980 Öncesi Dönem

Türkiye dünya ekonomisine paralel bir şekilde 1980’li yıllara kadar sabit kur rejimlerini uygulamıştır. Bu durum, zaman zaman Türk Lirası’nda aşırı değerlenmelere neden olmuş ve Türkiye ödemeler dengesi krizleri ile karşı karşıya kalarak bir kaç kez devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. 1970-1980 dönemlerinde çok büyük dış ticaret açıkları ile karşı karşıya kalan ülke ekonomisi bu problem karşısında devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. Türk Lirası’nın 1970 yılı içerisinde % 40 oranında devalüe edilmesinin ardından ihracat artış oranının ortalamanın üzerine çıktığı görülmektedir. Hükümet sabit kur rejimlerinin uygulanmış olduğu dönemlerde kur aracılığı ile dış ticareti az da olsa etkileyebilmiştir.

Sabit kur politikası ve ithal ikameci sanayileşme stratejisi 1980 öncesi dönemin temel nitelikleridir. Burada ithal ikameci sanayileşmenin kur politikası açısından taşımış olduğu öneme değinmek gerekmektedir. 1980 öncesinde, ithal ikameci politikalar çerçevesi içinde diğer pek çok kapitalist ülkede olduğu gibi Türkiye’de de dayanıklı tüketim mallarının yurtiçinde üretimi gümrük duvarları ile koruma altında tutulmaktaydı. Bu politikanın neticesi olarak, yerli dayanıklı tüketim malı üreticilerinin kalitesiz malları yüksek fiyatlar ile satması sorunu ortaya

¹⁵⁷ Salih Barışık, Para Kurulu Sistemi. Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri, **Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi**, 2/2001, s. 52-53.

¹⁵⁸ Haydar Akyazı, **Para Kurulu ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma**, İstanbul, TBB Yayınları, 1999, s.76.

çıkmiştir. Yabancı sermayedarların da bu durumdan hoşnut kalmasıyla teknoloji geliştirilmesi yerine yabancı şirketlerden lisans almış olan yerli üreticiler, üretim açısından gereken sermaye malları ile pek çok ara malları ithal etmişlerdir. İthal ikameci politika, yerli üretimi teşvik yolları ile ithalatı ve bu nedenle de döviz gereksinimini sınırlandırmaya yönelik olan politikadır. Gerçekte ise, yukarıda sayılan sebeplerden dolayı ithal ikameci dönemlerde Türkiye de gerçekleşen ithalat ve döviz gereksinimi azalmak yerine artmıştır. İthalatın artmasına karşın ihracatın artmamasının nedeni ise yüksek maliyetli ve kalitesiz ürünleri ihraç etmenin mümkün olmamasıdır. Yapılan devalüasyonlarda başarıya ulaşılmamasında içe dönük politika, maliyet ve fiyat bakımlarından dünyadan kopuk, tüketime dönük ve döviz emmekte olan sanayileşme yapılarının büyük rolü olmuştur. İthal ikameci politikanın getirmiş olduğu en önemli neticelerinden biri kurların aşırı bir şekilde değerlenmesidir. 1970’li yılların ikinci yarısından itibaren yapılan kur ayarlamalarına rağmen yurtiçi enflasyon ile dünya enflasyon ortalaması aralarındaki fark gidererek büyümüş, sağlıklı bir kur politikası izlenememiş olunmasından dolayı Türk Lirası’nda aşırı değerlenme sürmüş ve ihracatta istenen artış ise sağlanamamıştır.¹⁵⁹

2.5.2. 1980–1988 Yılları Arasındaki Dönem

Türkiye, 24 Ocak 1980 kararlarının alınmasıyla içe dönük bir ekonomiden dışa dönük bir ekonomiye geçmek ve kaynak dağılımındaki etkinliği arttırmak için gerçekçi kur (aylık/yıllık döviz fiyatlarının iç ve dış enflasyon farkı kadar artması), gerçekçi faiz (tasarruflara enflasyon hızının üstünde bir faiz ödenmesi) ve gerçekçi fiyat (KİT mamullerinin zararına satışına son verilmesi) politikaları uygulamaya başlamıştır.¹⁶⁰

24 Ocak kararlarının dış ticaret yönünden getirdiği bazı uygulamalar; kotaların kaldırılması, gümrük tarife oranlarının düşürülmesi ve dış ticaret rejiminin liberalleşmesi, kambiyo denetiminin yumuşatılması; esnek kur sistemiyle gerçekçi kur politikaları uygulanması, faizlerin serbest bırakılması ve böylece enflasyonun

¹⁵⁹ Emin Çarıkçı, Esnek Kur Politikaları ve Dış Ticarete Etkileri, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1983, s.101.

¹⁶⁰ Ubid., s.83.
“düzeltme”

üzerinde yükselmesine izin verilmesi, bürokrasinin azaltılması ve bu alanda serbest piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırılması, yabancı sermayeye yeni teşvikler sağlanması şeklindedir.¹⁶¹

Döviz kurlarının serbest piyasa içerisinde arz ve talep güçleri tarafından belirlenmesi amaçlanmaktadır. Uzun dönem içerisinde amaç TL'nin konvertibl paralar içinde yerini alması şeklinde belirlenmiştir. 24 Ocak 1980 Kararları ile TL'nin değeri ABD doları karşısında yaklaşık %49 oranında düşürülerek, 47,80 TL'den 71,40 TL'ye yükseltilmiştir.¹⁶²

Dış ticaret ve mali sektörlerde serbestleşme yollarında en önemli adım, 1989 yılı içinde sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi sonucunda Türk Lirası'nın konvertibl bir duruma getirilmesi gelmektedir. Bu dönemin en önemli niteliği serbestleşmedir ve döviz piyasaları 1984 yılında serbestleşme göstermiştir. Finans piyasalarında meydana gelen etkinliğin serbestleşme süreci sonunda sağlanacağı yönlerinde genel bir ön kabul söz konusu olmaktadır.¹⁶³ Diğer bir açıdan bakıldığında, mevduat faizleri ve kredi yayınlanmasındaki bir takım sınırlamaların 1980 yılının ortalarında çok hızlı bir şekilde kaldırılması, tasarruf sahiplerine çok yüksek faizler teklif edilerek oluşan bankerlerin bir kaç küçük banka ile birlikte batmaları neticesinde mali bir skandalı meydana getirmiştir.¹⁶⁴

1 Mayıs 1981 tarihinden itibaren tek kur uygulamalarına geçilmiş, döviz kurları Merkez Bankası tarafından günlük bir şekilde ilan edilmeye başlamıştır. Uluslararası piyasalar ve para piyasalarındaki gelişmeler açısından 1981'de 164, 1982'de 245, 1983'te ise 246 kez kurların değiştiği görülmektedir. Başka bir ifade ile kurlar her iş günü yeniden tespit edilmiştir. Merkez Bankası günlük döviz kurları

¹⁶¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, 10. Baskı, İstanbul, Güzem Yayınları, 1994, s.518.

¹⁶² Sudi Apak, **Türkiye ve Gelişmekte Olan Ekonomik İstikrar Uygulamaları**, İstanbul, Anahtar Kitaplar Yayınevi, 1993, s.182.

¹⁶³ Izak Atiyas, Hasan Ersel, **The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience**, **The World Bank Industry and Energy Department Working Paper, Industries Series**, No.65, (December, 1992), s.7-8.

¹⁶⁴ Korkut Boratav, Erinc Yeldan, **Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)- Stability, And Patterns of Distribution**, CEPA and The New School for Social Research, mimeo, (2001), s.14.

uygulamasına 29 Aralık 1983 tarihinde son vermiş, yalnızca TL'nin ABD doları cinsinden resmi kurları günlük olarak ilan etmeye başlamıştır. Yetkili bankaların ise, Merkez Bankası tarafınca ilan edilmiş olan esas kurun %6 altında ve üstünde alış ve satış kurları uygulamaları serbest bırakılmıştır¹⁶⁵.

Liberalizasyonun ikinci dönemi (1983–1987) içerisinde 1983 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş; ikincil piyasa işlemleri için bir takım düzenlemeler yapılmış ve 1986 yılı içerisinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) açılmış, 1986 yılında İnterbank para piyasası oluşturulmuş ve 1987 yılında Merkez Bankası “açık piyasa işlemleri” uygulamaya başlamıştır. Bu gelişmelere ek olarak, döviz kuru rejimlerinde bir takım değişiklikler yaşanmıştır. Türkiye'nin finansal liberalizasyon süreci içerisinde en son aşama, 1989 yılı içinde döviz piyasalarının kurulması ile başladığı görülmektedir. Bu dönemlerde en temel gelişme döviz ve yabancı sermaye alanlarında gerçekleşmiştir. 1989 yılında, döviz piyasası operasyonları ve uluslararası sermaye hareketleri tamamen liberal hale getirilmiş ve TL konvertibl olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda mali derinleşmenin önünün açıldığı ortaya çıkmıştır. Toplam mali varlıklar (yani dolaşımdaki para, toplam mevduat ve toplam menkul kıymet) içinde yer alan toplam menkul kıymetler (kamu ve özel) önce küçük bir miktar artarak 1982 yılındaki %22 seviyesinden 1986 yılında %25 seviyesine yükselmiş, daha sonra hızlı bir tırmanışla 1990 yılında % 43'e ulaşmıştır.¹⁶⁶

Bu dönem içerisinde, politika yapıcı olan kişiler döviz kurlarını günlük olarak belirlemektedirler. Uygulanan rejim, sabit ancak ayarlanabilir döviz kurları sistemine benzerlik göstermektedir. Politikaların temel hedefi, Türk Lirasının aşırı değerlenmesinin önüne geçilmesidir. Hükümet, döviz kurlarını enflasyon ve ekonomik büyüme rakamlarına göre belirleyebilmektedir. “1 Mayıs 1981'den itibaren, döviz kurları Merkez Bankası tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlanmış ve uluslararası piyasalar ve yurt içi para piyasalarda meydana gelen

¹⁶⁵ Karluk, **a.g.e.**, s.317.

¹⁶⁶ Atiyas ve Ersel, **a.g.e.**, s.15
“düzeltme”

gelişmelere göre kurlar 1981’de 164 kez, 1982’de 245 kez, 1983’te 246 kez değiştirilmiştir.¹⁶⁷ Bunun sonucunda, ihracat ithalattan daha hızlı bir şekilde büyüme göstermiş ve dış ticaret açığı düşüş eğilimine girmiştir. 1981–1988 dönemleri arasında ihracata dayalı olarak gerçekleştirilen büyüme stratejisi uygulayan Türkiye ekonomisi bu dönem içinde, hem büyüme hem de ihracatın kompozisyonlarındaki değişim ile dikkate değer bir gelişme göstermiştir. İhracat üç katından fazla, imalat sanayinin ihracattaki payı ise önemli ölçüde artışa geçmiştir. Fakat bu büyüme yatırım üzerine gelişme gösteren bir büyüme olmamıştır. Bu dönem içerisinde ihracat daha çok imalat sanayide mevcut olan kapasitelerin kullanılması ile gerçekleştirilmiştir.

2.5.3. 1989–1993 Yılları Arasındaki Dönem

Finansal liberalizasyona yönelik yapılan yasal düzenleme 1989 yılı içinde yasalaşmış, Türkiye’deki döviz kuru rejimi daha esnek bir duruma gelmiştir. Türk Lirası konvertibl bir hale gelmiş ve sermaye hareketleri ise görülmelik ölçülerde serbestleştirilmiştir. Düzenlemeler neticesinde hükümetler döviz kuru ve faiz oranları üzerindeki kontrollerini kaybetmiş ve bu enstrümanlar dış piyasalar ile belirlenmeye başlanmış ve bunların sonucu olarak döviz kuru ile faiz oranları bağlantılı bir duruma gelmiştir. Bu dönemlerde faiz oranı, yabancı yatırımcıları özendirmek için döviz kurlarındaki değişim oranından daha yüksek bir düzeyde seyretmiştir. Ülkeye giren bu kısa vadeli sermaye, ekonomideki tasarruf açıklarını kapatmak amacıyla kullanılmıştır. İzleyen yıllarda dış açığın, kısa vadeli borçlar ile finanse edilmiş tüketim harcamalarındaki artışlar sebebiyle daha da büyüdüğü görülmektedir. Kısacası 1989 yılından sonra ekonomik büyüme, sermaye hareketlerine bağlı bir şekilde gerçekleşmiştir. Bu dönemler içinde Merkez Bankasının piyasalara yerinde ve zamanında müdahale edememesi sebebiyle Türk Lirası, kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda aşırı bir şekilde değerlenmiştir. Bu durum ekonomide büyük ödemeler dengesi açıklarına neden olmuştur.

¹⁶⁷ Arat, **a.g.e.**, s.38-39.
“düzeltme”

1991 yılındaki yaşanmış olan gelişmeler, TCMB'nin mevduat çelişkileri ile karşı karşıya gelmiş olan bankalara ve kamu kesimine geniş kapsamlı fon desteklerinde bulunmasına sebep olmuştur. Bu nedenle, TCMB kredileri 1990 yılına göre oldukça farklı bir seyir izlemiştir.¹⁶⁸

1992 yılı içinde TCMB, orta vadeli amaçları çerçevesinde yeni bir parasal program ilan etmiş ve 1990 yılları arasında para programlarında olduğu gibi toplam bilanço büyüklükleri, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve TCMB parası üzerine odaklanmıştır. Enflasyon %43, konsolide bütçe açığı 32 trilyon Türk lirası ve tüm kamu kesimlerinin TCMB'den sağlayabilecekleri kredi miktarı üst sınırı 11 trilyon Türk lirası olarak öngörülmüştür.

1993 yılında kamu kesimi açıkları artmaya devam ederek GSMH'nin %11,9'una ulaşmış ve bu açıkların önemli bir bölümü TCMB kaynaklarından finanse edilmek durumunda kalınmıştır.¹⁶⁹ Böylece, kamu finansman açıklarının denetim altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeniyle TCMB 1993 yılında bir parasal program açıklamamıştır. Bunun yerine, bu yılda da finansal piyasalarda istikrarın korunması ön planda tutulmuş, kur ve faizlerin istikrarlı hareketi amaçlanmıştır.¹⁷⁰ Artan dış açıklar, kısa vadeli sermaye yani sıcak para girişi ile finanse edilmiş ve gerekçe döviz kuru politikası uygulanmayarak Türk lirasının değerlendirilmesine imkân verilmiştir.¹⁷¹ Böylelikle, rezerv kaybına yol açmadan artan likiditenin kurlar üzerindeki baskısı kontrol edilmeye çalışılmıştır.¹⁷²

2.5.4.1994 Sonrası Dönem

1994 yılı ekonomide dengesizlikler ve bunların krize dönüştüğü bir yıl olmuştur. 1993 yılının son aylarında mali piyasalarda istikrarsızlığın artması ve döviz

¹⁶⁸ Mehtap Kesriyeli, **1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, Ankara, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Mart 1997, s.23.

¹⁶⁹ Türkiye Ekonomi Kurumu (TEK), **Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2001, s.263.

¹⁷⁰ Kesriyeli, **a.g.e.**, s.24.

¹⁷¹ TEK, **a.g.e.**, s. 63

¹⁷² Kesriyeli, **a.g.e.**, s.24

kurlarındaki aşırı dalgalanmalar ekonomide geleceğe ilişkin kötümser beklentileri artırırken belirsizlik ortamını da beraberinde getirmiştir.¹⁷³

Türkiye, Nisan 1994 yılında büyük bir kriz yaşamış ve bu kriz sonucunda reel sektör büyük derecede zarara uğramıştır. Krizin tek nedeninin kamu sektörü açıkları olduklarını savunan görüşün temelinde, neoklasik ekonomi okulunun düşünceleri yatmaktadır. Bu okulun temel savları devletin ekonomiye müdahalesinin mümkün olduğunca az olması gerektiğidir. Neoklasik görüş açısından bunu sebebi devletin hiç bir artı değer yaratılmadan kaynakları tüketmesidir. Diğer bir görüş açısından reformların zamanlama süreçlerinde ve yapılaş yöntemlerine göre çok önemli hatalar yapılmakta ve sermaye hareketlerinin tam serbestleştirilmesinin yanlış olduğu iddia edilmektedir. Bu görüşün dayanak noktası ise yurt içinde bulunan sanayilerin yeterince rekabetçi olmadıkları ve serbestleşmenin bu sanayilerin rekabet güçlerini kazanmalarından yok etmiş olmalarıdır. Bunun sonucunda döviz kuru ve faiz oranı etkisizleştirilmiştir. 1990 yıllarında büyümenin sermaye hareketlerine bağımlı şekillerde olmasının temel nedeni bu durum olduğu görüşü hakimdir. Sermaye girişleri artış gösterdikçe büyüme oranları yükselmekte, sermaye çıkış dönemlerinde ise genel olarak daralma ve kriz dönemleri yaşanmaktadır. Büyüme ile sermaye hareketleri aralarında meydana gelen ilişkinin sebepleri, büyümenin tüketim merkezli olması ve bu tüketimin sermaye girişi ile finanse edilmesindendir. Kriz dönemlerinde, ekonomiden büyük çaplarda sermaye kaçışları yaşanmış ve Merkez Bankası rezervleri önemli oranlarda azalmıştır. Bu nedenle hükümet devalüasyon yapmaya ve döviz kuru rejimlerini değiştirmeye karar verilmiş ve karma kur rejimlerinden birini uygulamaya başlamıştır. Bu dönemde söz konusu uygulamalar ile kurun, bir band çevresi içinde serbest bir şekilde hareket etmesine izin verilmiş fakat bu band oldukça dar bir şekilde belirlenmiştir. Krizden sonraki dönemlere Türk Lirası aşırı değersizleşmiş ve bunun neticesinde, ihracat artış hızları ithalat artış hızlarından daha yüksek bir şekilde gerçekleşmiştir. Hükümet 5 Nisan 1994’de bir istikrar programı açıklamıştır. Bu programın temel hedefi, Türk Lirasının reel değerlerini düşürerek iç talepleri kısmak ve ihracatı artırmaktır. Bunun sonucunda

¹⁷³ Şükrü Binay, Kürşat Kunter, Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü 1980- 1997, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No: 9803, Ankara, 1998, s.5.

1994 yılında, ihracat önemli derecede büyümüştür. Aynı zamanda Merkez Bankası belirli bir döviz sepetini temel alarak Türk Lirasının reel değerlerini sabit tutmaya çalışmış ve bu gelişmelerin sonucunda ithalat önemli ölçülerde artış göstermiştir.

Bütçe açıklarının ve dış ticaret açığının büyümesi (twin deficit), bütçe açıkları ile yüksek reel faizler dolayısıyla kamu borçlarının – özellikle iç borcun – katlanarak artması¹⁷⁴ ve döviz kurunun yapay olarak baskı altında tutulması sonucunda 1994 yılının ilk aylarından itibaren Türkiye’de finansal piyasalar (para, sermaye ve kambiyo piyasası) krize girmiş ve bu kriz bir süre sonra reel piyasalara yayılmıştır.¹⁷⁵ Ülkede bulunan sıcak paranın kısa sürede ülkeyi terk etmesi ile gecelik borçlanma oranları %1000’in üzerine çıkmıştır. Türk lirasının 27 Ocak 1994 tarihinde %13,6 oranında devalüe edilmesinden sonra bile TCMB rezervleri 4 milyar dolar azalmıştır. Ticari bankalar mevduat faiz oranlarını %15 civarında yükseltirken, 3 aylık hazine bonolarında faizler %90 seviyelerine çıkmıştır. Türk lirasının aşırı değer kaybı, TÜFE enflasyonunu 1994 yılı sonunda %110,7’ye yükseltmiştir. Bu krizin hemen ardından ise, kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir ekonomik program yürürlüğe konmuştur.¹⁷⁶

1994 yıllarında ekonomik kriz koşullarının oluşması yeni bir tedbir paketlerinin açılmasını zorunlu bir duruma getirmiş ve Hükümet 5 Nisan 1994 tarihinde ekonomik önlemler uygulama planlarını yürürlüğe konmuştur. Bu plandaki asıl amaç, kısa vadede enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlayarak, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel sebebi olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü bir takım çözümler getirilerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamak olmuştur.¹⁷⁷

5 Nisan Kararlarının alındığı ortama bakıldığında bu kararların neden alındığı daha rahat anlaşılabilir.

¹⁷⁴ Bülent Usta , “Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ükelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği”, **Ankara: TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, 2003, s.47.

¹⁷⁵ TEK, **a.g.e.**, s. 263.

¹⁷⁶ Usta, **a.g.e.**, s. 47.

¹⁷⁷ Binay ve Kunter, **a.g.e.**, s. 6.

Devlet Planlama Teşkilatı'nın 1994 yılında yayınladığı bildiriye göre şu sonuçlara varılması mümkündür:¹⁷⁸

- Kurdaki aşırı değerlenme, ihracatın karlılığını düşürürken, ithalatı nispi olarak ucuz hale getirmiştir.

- Kamu açıklarının hızla artış eğilimi göstermesi ve bu açıkların finansmanının yüksek faizli ve kısa vadeli borçlanmayla karşılanması ekonomiyi bir borç-faiz kısır döngüsüne sokmuştur. Ayrıca yükselen kamu finansman açığı, reel ücretlerde hızlı yükselme ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile birlikte TL'nin reel olarak değer kazanması ekonomide iç talepten kaynaklanan bir büyüme yapısı oluşturmuştur. Bu süreç dış ticaret ve cari işlemler açığının artmasına neden olmuştur.

- Yüksek faiz düşük kur politikası sonucu kısa vadeli sermaye girişindeki artış bir taraftan TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuş, diğer taraftan da kısa vadeli yüksek faizli borçlanmayı beraberinde getirmiştir.

- Tüm bu gelişmelerin sonucu ekonomide var olan iç dengesizlik, dış dengede de bozulmaya neden olmuştur.

- Kamu kesimi açıklarındaki artış, TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması, maaş ve ücretlerdeki hızlı reel artışlar, bir taraftan iç talebi arttırırken diğer taraftan da ülkenin rekabet gücünü azaltıcı etki yaratmıştır.

- Yüksek kamu açıklarının kısa vadeli sermaye girişine dayalı bir borçlanma politikasıyla finanse edilmesinin daha fazla sürdürülebilmesi imkan dahilinde görünmemektedir. 1993 yılında bu borçlanma politikasının sınırlarına dayanılmış ve bunun sonucunda mali piyasalarda belirsizlikten kaynaklanan spekülatif dalgalanmalar ortaya çıkmıştır.

5 Nisan Kararları sonucunda para politikasının yürütülebilmesi amacıyla mali piyasalar ile ilgili birçok yeni düzenlemeler meydana getirilmiştir. Öncelikli olarak, Merkez Bankası ile Hazine ve diğer kamu kuruluşları aralarında var olan

¹⁷⁸ 5 Nisan Kararları ve İlk 6 Aylık Sonuçları, (Çevrimiçi), ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/politika/bahcecis/istikra7.pdf, 11.08.2011. “düzeltme”

kredi ilişkileri tekrar düzenlenmiştir. Merkez Bankası parasal kontrolleri arttırabilmek ve piyasalarda kaybolan güveni sağlayabilmek için mevduat munzam karşılık oranları ve disponibilite sisteminde değişikliğe gitmiştir.¹⁷⁹

Merkez Bankası günlük kur belirleme uygulamasından vazgeçerek, kur belirlemesini on büyük bankaya bırakmıştır. Buna göre her gün ilan edilen doların döviz satış kurunun belirlenmesi yerine, yeni uygulama ile her gün merkez bankası tarafından saat 15.00’de belirlenen ABD doları satış kuru, üçer aylık dönemler temel alınarak, Merkez Bankası’na olan zorunlu döviz ve efektif devir ve satışları en yüksek on bankanın kotasyonları dikkate alınarak belirlenmiş ve ayrıca döviz kurları üzerinde spekülasyonu önlemek amacıyla bankaların alış-satış kurları arasındaki marj % 3 ile sınırlandırılmıştır. Bu sistemde Merkez Bankası döviz kuru, tamamen serbest piyasada oluşan döviz kurunu yansıtmakta ve gösterge niteliğinde ilan edilmektedir. Programın açıklanmasından hemen sonra, Merkez Bankası ortalama % 300’ler seviyesinde seyreden bir gecelik faizi %91’e düşürünce, 6 Nisan’ da dolar kuru % 39 artarak 7 Nisan’da 32.000TL’ye ve 8 Nisan’ da 39.000 TL’ye, mark kuru ise % 40,7 artarak sırasıyla 19.000 ve 23.000 TL’ye yükselmiştir. Bu arada bankalarda bulunan tasarruf mevduatının tümü güvence altına alınmıştır. IMF ile yapılan stand-by anlaşması doğrultusunda parasal bir çerçeve hazırlanarak 1994 Mayıs ayında uygulamaya konulmuştur. Parasal hedeflerin tamamı tutturulmuş ve yılsonunda ekonomide istikrar büyük ölçüde sağlanmıştır.¹⁸⁰

1995 yılı, merkez bankacılığı açısından “doğrudan para politikası araçları” uygulamasına son verilerek, para politikası ve likidite yönetimi açısından tamamen modern merkez bankacılığı ilkeleri çerçevesinde “dolaylı para politikası araçları”nın kullanılmaya başlanması açısından önemli bir dönüm noktasıdır.¹⁸¹ Kur politikası açısından ise, 1999 yılına kadar damgasını vuracak bir başlangıcı teşkil etmiştir. 1995 yılı başında IMF ile yapılan “Stand-by” anlaşması çerçevesinde 1 ABD doları ve 1,5 Alman markı olarak tanımlanan kur sepetinin, yine bu anlamlar çerçevesinde

¹⁷⁹ Binay ve Kunter, **a.g.e.**, s. 6.

¹⁸⁰ Binay ve Kunter, **a.g.e.**, s. 7.

¹⁸¹ Önder, **a.g.e.**, s.197.

öngörülen aylık enflasyon oranları kadar arttırılması hedeflenmiştir. Böylece, 1995-1999 döneminde “yönetimli dalgalanan kur politikası” olarak adlandırılabilen bir “gerçekçi” kur politikası uygulaması başlatılarak döviz kurları enflasyon oranına paralel olarak arttırılmış; ve bir anlamda reel kurlar hedeflenmiştir.¹⁸² Böylece, Türk Lirası’na reel anlamda bir istikrar kazandırılması amaçlanmıştır.¹⁸³ Bu çerçevede, 1995 yılında gerçekleşen döviz sepeti artış oranı %60,1 ile gerçekleşen TEFİ oranı olan %64,9’un altında kalarak, kurlar reel olarak değerlendirilmiştir.¹⁸⁴ TCMB bu dönemde de zaman zaman döviz piyasalarına müdahalede bulunmuştur.¹⁸⁵

Merkez Bankası 1998 yılında da döviz kuru politikasını enflasyon hedefiyle tutarlı bir şekilde sürdürmeye çalışmıştır. Enflasyonla mücadelede kararlı olan Merkez Bankası 1998 yılı başında açıklanan program ile döviz kuru politikasının enflasyon hedefiyle paralel olarak gitmesini, yani reel döviz kurlarındaki dalgalanmaların en aza indirilmesini hedeflemiştir.¹⁸⁶ 1998 yılında Türk Lirası’nın değer kaybı büyük ölçüde enflasyonla paralel gitmiştir. Döviz kuru politikasını enflasyonun düşme eğilimine ve yurt içindeki döviz talebine uygun olarak yürüten merkez bankası 1 ABD doları ve 1,5 Alman markı olarak tanımladığı kur sepetindeki artışı 1998 yılında aylık enflasyon oranıyla paralel sürdürmüştür.

Enflasyonla mücadelede enflasyonist beklentileri kırmak amacıyla hedef enflasyona göre günlük kur uygulamasına geçildiği ve üç yıl sürdürülmesi planlanan 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı ağırlıklı olarak maliye, para ve kur politikaları üzerine oturmaktadır. Program 2002 yılında enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi amaçlamakta ve özellikle 1998 yılında başlayıp 1999 yılında devam eden yüksek reel faizlerin etkisiyle hızla bozulan kamu maliyesinin sağlıklı bir yapıya kavuşmasını hedeflemektedir. Yapısal reformlar ile bütçe dengesinin

¹⁸² Önder, **a.g.e.**, s.198.

¹⁸³ Arzu Ağcaer, “Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği:Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, **Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Aralık 2003, s.37.

¹⁸⁴ Önder, **a.g.e.**, s.198.

¹⁸⁵ Ağcaer, **a.g.e.**, s.37.

¹⁸⁶ TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası), **1998 Yıllık Raporu**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Yayınları, Ankara, 1999, s. 134

sürdürülebilirliğinin sağlanması ve istikrarlı bir büyüme ortamının yaratılması uzun dönemli amaçları oluşturmaktadır.¹⁸⁷

2000 yılında uygulamaya konulan istikrar programı çerçevesinde döviz kuru enflasyonun düşürülmesi için çıpa olarak kullanılmıştır.¹⁸⁸ 2000 İstikrar Programı'nın teknik uygulamasından da anlaşılacağı gibi, kur çıpası, dar bir bant içerisinde kurların bir tür çıpa gibi sabitlenmesi esasına dayanmaktadır. Bu, sabit döviz kur uygulamasının bir parçası olarak, kurların belli bir dengede tutularak artışının denetim altına alınması amacına hizmet eder.¹⁸⁹

2000 yılı içerisinde, kur çıpalarının beklenen enflasyon düşürücü etkileri hemen meydana gelmemiştir. Yılsonu enflasyonunu %20 olarak beklemekte olan programın çok üstünde seyretmekte olan enflasyon hızı, TL'nin aşırı değerlenmesi anlamları taşımaktadır. Cari işlemler açıklarının giderek büyümesiyle; yılsonlarında toplam 9.8 milyar dolara (GSMH'nin yaklaşık %5'i) yükselmiştir. Açıkların Türkiye'nin taşıyamayacağı herkes tarafından bilinen büyüklüğe varması, hem yerleşikler hem yabancılar arasında devalüasyon beklentisi yaratmıştır.¹⁹⁰

2000 Enflasyonu Düşürme Programı açısından 2000–2002 dönemlerinde uygulanan döviz kuru politikalarının iki ana döneme ayrılması mümkündür. İlk 18 aylık dönemde Merkez Bankası tarafından uygulanan kur politikası enflasyon amacına yönelik günlük kur ayarlamaları esasına dayanmaktadır. 1 ABD Doları + 0,77 EURO olarak takip edilmiş olan kur sepeti artış oranları günlük bazlarda bir yıllık bir süreleri kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş olan değerler üzerinden yapılmaktadır.¹⁹¹ Bu kapsam içerisinde, kur sepeti günlük

¹⁸⁷ Ferya Kadioğlu, Zelal Kotan, Gülbin Şahinoğlu, **Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri:Türkiye 2002**, (Çevrimiçi), www.tcmb.gov.tr (11.08.2011), 2001, s.2

¹⁸⁸ Vildan Serin, Eyüp Bastı, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Görülen Finansal Krizlere Getirilen Teorik Açıklamalar ve Türkiye Örneği”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, Yıl.7, Sayı.41, Eylül-Ekim:2001, s.120.

¹⁸⁹ İrfan Kalaycı, “Şubat 2001 Krizinin Anatomisi: Kur Çıpası ve Devalüasyon”, **Banka – Mali – Ekonomik Yorumlar Aylık Ekonomi Dergisi**, Yıl:40, Sayı:469, Nisan 2003, s.13.

¹⁹⁰ Kazgan, **a.g.e.**, s.452.

¹⁹¹ Metin Yıldırım, Para Kurulu ve Türkiye Kasım 2000 Krizi, Gaziantep Üniversitesi, **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 4(2), 2001, s.26.

artış oranları yıllık % 20 oranında hedeflenmiş olan TEFE artış oranlarına göre ayarlanmış ve günlük değerleri ilan edilmiştir. Türk Lirasının kur sepetleri karşısındaki değer kayıpları, 2000 yılının ilk üç ayında gerçekleşen aylık % 2,1, ikinci üç ayında % 1,7, üçüncü üç ayında % 1,3 ve dördüncü üç ayında % 1 olması öngörülmüştür. İlk dönem döviz kuru politikası uygulamasında, Merkez Bankası her üç aylık dönem sonunda, ilk 9 aylık dönem için ilan edilen sepet kur artış değerleri aynı kalmak koşuluyla ilave 3 ay için yeni hedef değerleri ilan etmiştir. Bu çerçevede ilan edilen kur artış değerleri 2001 yılının ilk üç ayı için aylık % 0,9 olarak belirlenmiş, takip eden aylarda da bu oran % 0.85 olarak ilan edilmiştir.¹⁹²

2.6. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Boyutları

1989 yılında finansal serbestleşmenin tamamlanmasıyla Türk Lirasının reel olarak değer kazanması ve uygulanan nominal faiz oranları ile yurtdışında borçlanma cazip hale gelmiştir. Yurt dışından gelen, kısa vadeli kredilerde 1990 yılında bir artış meydana gelmiştir. Bütün bu gelişmelerden sonra, döviz kurlarındaki düşüklük ihracatın artmasına neden olmuş ve ithalatı da azaltmıştır. Netice itibariyle de cari açıklar artmıştır. Cari açıkların da tekrar kısa vadeli kredilerle finanse edilmesi, ekonomik sorunu daha da derinleştirmiştir.

¹⁹² Seyhun Doğan, 2000-2002 Dönemi Stand-by Programı’nın Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 37(5), 2000, s. 8

Yıllar	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1990	700	547	2553
1991	783	623	-5443
1992	779	2411	-3150
1993	622	3917	-3682
1994	559	1158	3862
1995	772	237	1404
1996	612	570	3406
1997	554	1634	-1409
1998	573	-6711	498
1999	138	3429	-2606
2000	112	1022	-2257
2001	2855	-4515	-3787
2002	939	-593	46
2003	1222	2465	2992
2004	2005	8023	-7803
2005	8967	13437	3933
2006	19261	7415	-16940
2007	19941	833	-6207
2008	16955	-5014	-17224
2009	6858	227	28755
2010	7620	16093	34148

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odmain.html>

Erişim:

20.01.2012

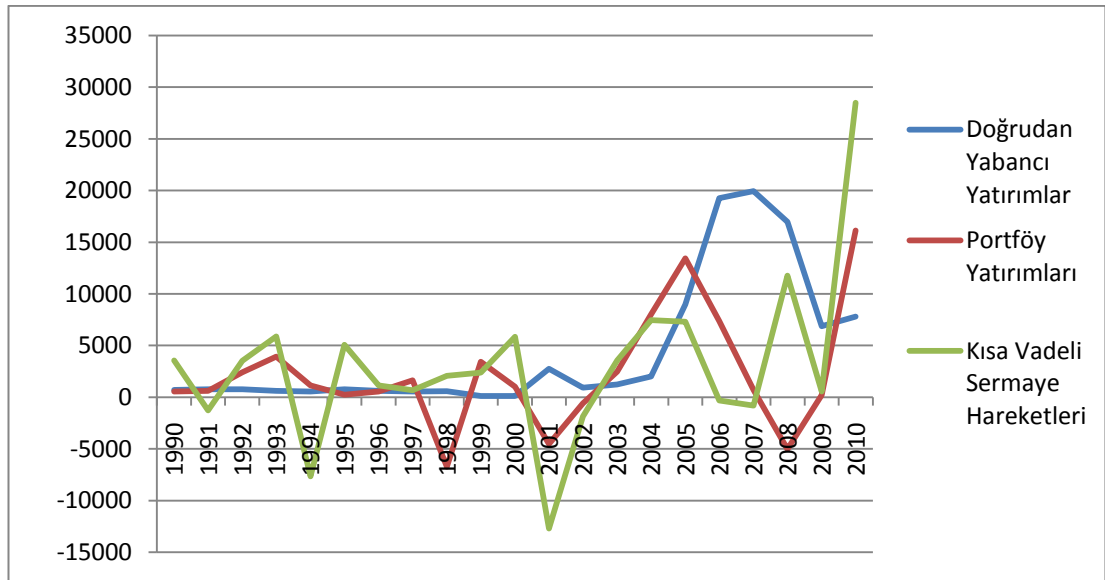
Tablo 2. 1. Türkiye’de 1990-2010 Yılları Arasında Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

Kısa vadeli sermaye hareketleri aşağıdaki tabloya göre hesaplanmıştır.

ÖDEMELER DENGESİ AYRINTILI SUNUM		
II -	SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI	
A.	SERMAYE HESABI	
1.	Göçmen Transferleri	
B.	FİNANS HESAPLARI	
3.	Diğer Yatırımlar	
3.1.	Varlıklar	+
3.1.1.	Ticari Krediler	
3.1.1.1.	Verilen Krediler	
3.1.1.2.	Geri Ödeme	
3.1.2.	Krediler	
3.1.2.1.	Merkez Bankası	
3.1.2.2.	Bankalar	
3.1.3.	Bankaların Döviz Varlıkları	-
3.1.4.	Diğer Varlıklar	
3.1.4.1.	Merkez Bankası	
3.1.4.2.	Diğer Sektörler	
3.2.	Yükümlülükler	
3.2.1.	Ticari Krediler	
3.2.1.1.	Uzun Vade	
3.2.1.1.1	Kullanım	
3.2.1.1.2	Geri Ödeme	
3.2.1.2.	Kısa Vade	+
3.2.1.2.1	Kullanım	
3.2.1.2.2	Geri Ödeme	
3.2.2.	Krediler	
3.2.2.1.	Merkez Bankası	
3.2.2.1.1.	Uluslar. Para Fonu Kredileri	
3.2.2.1.1.1.	Kullanım	
3.2.2.1.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.1.2.	Uzun Vade	
3.2.2.1.2.1.	Kullanım	
3.2.2.1.2.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.1.3.	Kısa Vade	+
3.2.2.2.	Genel Hükümet	
3.2.2.2.1.	Uluslar. Para Fonu Kredileri	
3.2.2.2.1.1.	Kullanım	
3.2.2.2.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.2.2.	Uzun Vade	
3.2.2.2.2.1	Kullanım	
3.2.2.2.2.2	Geri Ödeme	
3.2.2.2.3.	Kısa Vade	+
3.2.2.3.	Bankalar	
3.2.2.3.1.	Uzun Vade	
3.2.2.3.1.1.	Kullanım	
3.2.2.3.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.3.2.	Kısa Vade	+
3.2.2.4.	Diğer Sektörler	
3.2.2.4.1.	Uzun Vade	

3.2.2.4.1.1.	Kullanım	
3.2.2.4.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.4.2.	Kısa Vade	+
3.2.3.	Mevduatlar	
3.2.3.1.	Merkez Bankası	
3.2.3.1.1.	Uzun Vade	
3.2.3.1.2.	Kısa Vade	+
3.2.3.2.	BANKALAR	+
3.2.3.2.1.	Yurtdışı Bankalar	
3.2.3.2.2.	Yurtdışı Kişiler	
3.2.4.	Diğer Yükümlülükler	+

Tablo 2. 2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Hesaplanması



Şekil 2. 1. Türkiye’de 1990-2010 Yılları Arasında Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları, Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

Kısa vadeli sermaye hareketleri Şekil 2.1.’de de görüldüğü üzere 1990-2008 yılları arasında istikrarsız bir büyüme göstermiştir. 1991-1994-2001 krizlerinde negatif bir seyir izlemiştir. 2008 yılında ise kısa vadeli sermaye hareketleri artmış ancak 2009 yılında düşmüştür. Portföy yatırımlarının hareketleri de 2001 yılından itibaren yükselme eğilimine girmiş ancak 2004 kriziyle birlikte düşme eğilimi göstermiş ve 2008 yılına kadar negatif değerlere ulaşmıştır. Ancak 2008 yılında artış eğilimine girdiğini söyleyebiliriz. Şekil 2.1’den de anlaşılacağı üzere istikrarsız bir

durumdur. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri de 2004 yılından 2008 yılına kadar hızlı bir yükseliş içine girmiş. Ancak 2008 yılındaki krizle birlikte düşüş eğilimine girmiş 2008 yılından sonra hızlı bir şekilde yükselişe geçmiştir.

2.7. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Reel Döviz Kuruna Etkisi

Sermaye akımlarının, gittikleri ülkelerdeki enflasyon hızını yükselttiği ve reel döviz kurunu artırdığı gözlenmektedir. Sermaye akımlarının yoğun olduğu ülkeler genellikle, döviz kurlarının belli bir bant içinde dalgalanmasına izin vermektedirler. Az sayıda ülke ise, reel döviz kurlarını korumanın güç olmasından ve bunun da spekülasyonu özendirmesinden yakındıkları için, döviz kuru ayarlamaları yapmaya dönük kur sistemi olan sabit kur sistemini tercih edebilmektedirler. Döviz kurlarının geniş bir bant içinde dalgalanmasına izin veren ekonomilerde görülen üç temel avantaj bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; döviz kurlarının bant içinde dalgalanması bir ekonomik gösterge olarak kullanılabilir. Böylece kurun aşırı değerlendirildiği yolundaki eleştiriler giderilmiş olmaktadır. İkincisi; böylelikle yabancı yatırımcılar için döviz kuru riski yaratılmaktadır. Üçüncüsü ise; sermaye akımlarının ülke dışına çıkması durumunda kur bant içinde değişerek, politik bir tepki oluşmaktadır.¹⁹³

Bir ülkede dışa açık bir sermaye piyasası mevcut iken, mevduatlara uygulanmakta olan reel faiz oranlarını düşük ve pozitif düzeyde tutabilen, fiyat seviyelerini ve reel döviz kurlarındaki istikrarları sağlamış olan ülkeler; kapalı bir finansal sistemlere sahip olan ülkelere göre daha yüksek bir verimlilik artışlarına sahip olabilmektedirler. Türkiye’nin en temel önkoşulu olan fiyat istikrarlıkları ve mali disiplini sağlamamış olduğu görülmektedir. 1980 yılında fiyat istikrarı sağlanmadan faiz oranları üzerlerindeki devlet kontrolü kaldırıldığı görülmektedir. Finansal liberalleşme süreçlerinde adımlar birbiri ardına atılırken temel önkoşullar olan fiyat istikrarı ve döviz kuru istikrarı sağlanamamıştır.

¹⁹³ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997, s.100-101.
“düzeltme”

Finansal serbestleşme öncesi koşullar sağlanmadığı zaman, istikrar bozucu sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Türkiye’de 1984’te gerçekleştirilen döviz rejimi serbestleştirilmesi para ikamesine yönelik baskılara neden olmuştur. Hâlihazırda yüksek olan kamu açıklarıyla birlikte para ikamesi, baskısı politika yapıcıların enflasyonu düşürmek amacıyla Türk lirasını korumaya çalışmaları çok yüksek reel faiz oranlarına yol açmıştır. Yükselen reel faiz oranları sermaye hareketlerinin de artmasına neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye akımından en çok yarar sağlayan bankalar olmuş ve 1990’da yalnızca 1 milyar ABD doları olan borçlanmaları 1993’te 3,5 milyar dolara çıkmıştır. Hem kamu sektörü hem de finansal olmayan özel sektör kendilerini çok yeni bir çalışma ortamı içinde bulmuşlardır. Finansman olanağının genişlemesi hükümetin gevşek bir maliye politikası uygulamasına olanak tanımış ve hükümetler de hemen bu fırsatı değerlendirmişlerdir. Hükümetin artan harcamalarını yurtiçi piyasadan karşılaması nedeniyle 1989’da yüzde 6 olan iç borç stokunun GSMH’ye oranı 1997’de yüzde 20’ye çıkmıştır. Bankaların hükümete borç verebilmelerini sağlayan unsur kısa vadeli sermaye girişleriydi. Bu nedenle kısa vadeli sermaye girişleri, maliye politikasının kredi kısıtlarını ve para otoritesinin para kısıtlarını aşmasında yardımcı olmuştur.¹⁹⁴

Reel kur için denge değeri, net sermaye hareketinin (Merkez Bankası döviz rezervinin) olmadığı düzeydir. Söz konusu denge değerinin altındaki reel kur seviyesinde, talep arzdan büyüktür. Bu durumda ülkeye para girişi olmalı ya da Merkez Bankası rezervleri azalmalıdır. Denge değerini yakalayabilmek için ekonomi politikasına yön veren siyasi otoritenin yapacağı bir devalüasyon da, nominal kurun artmasına yol açacak fakat bu durumda da yabancılar yerli para ile yaptıkları yatırımlardan çıkarak dövize yönelebilecekler ve ülkenin kredi notu düşecektir. Yatırımlarda ve tasarruflarda bir daralma yaşanacaktır. Bir süre sonra ise, devalüasyonun iyileştirici etkisi görülmeye başlanacak, pahalılaşan ithal malları sebebiyle kısılan ithalat sonucunda dövize talep azalacaktır. Diğer yandan da ihracattaki artış döviz rezervlerini artıracak ve cari dengede iyileşme sağlanmış

¹⁹⁴ Ümit Sakallıoğlu, Erinç Yeldan, **Dynamics of Macroeconomic Disequilibrium and Inflation in Turkey: The State, Politics, And The Markets Under A Globalized Developing Economy**, Ankara, Bilkent University, September 1999. s.14

olacaktır. Burada anlatılanın gerçekleşmesine engel bir faktör, ihracattaki artışın ithalattaki azalışı tam karşılayamayacak düzeyde olmasıdır. Ticarete konu olmayan malların talebi buradaki dengelenmeye sebep olmaktadır. Ülke içinde ticarete konu malların üretimini sağlayıcı bir fiyat ayarlaması yapılırsa, böylelikle reel kur da yükselmiş olacak ve ticarete konu malların üretimi karlı hale geleceğinden (ticarete konu olmayan malların arzı kısıllacağından) dış açık kapanacaktır. Böylelikle ilk hareket olarak sermaye girişi, ihracat ve ithalatın eşitlenmesiyle elimine edilmiş olmakta, başka bir ifadeyle reel kur denge değerine gelmiş olduğundan sermaye hareketi de reel kura tam uyumlu olmaktadır. Reel kur ekonomideki kaynak dağılımını sermaye hareketlerine volatilité kazandırmak suretiyle etkilemiştir.¹⁹⁵ Burada sadece nominal kurun yükseltilmesi yoluyla değil aynı zamanda fiyat ayarlamaları yoluyla reel kur denge seviyesine gelmiştir. Yani devalüasyon gibi harcama kaydırıcı politikaların yanında harcama değiştirici politikaların da (para ve maliye politikası araçlarına başvurulması) uygulanmasıyla başarı yakalanmış olacaktır.

¹⁹⁵ Hakan Ercan, **Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye**, Ankara, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, 2000, s.20-21.
“düzeltme”

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE REEL DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ

3.1. Veri Seti Ve Kullanım Bilgisi

Bu analizde kullanılan veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası resmi internet sitesinden elde edilmiş olup 1994 yılından, 2010 yılı aralığı yıllık olarak alınmıştır. Analizde döviz kurunu temsilen tüketici fiyatı endeksi (TÜFE) baz alınmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri için 1994 - 2010 yılları baz alınmıştır.

$RDK = \text{TÜFE Bazlı Reel Döviz Kuru}(1995=100)$

$KVSH = \text{Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Milyon \$)}$

3.2. Yöntem

3.2.1. Otokorelasyon Analizi

Çalışmanın verileri için yapılan test değişkenler arasında otokorelasyon olup olmadığının test edildiği LM testidir. LM test istatistiği tablosu aşağıda verilmiştir:

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	5.106236	Probability		0.040310
Obs*R-squared	4.543334	Probability		0.033047
Test Equation: Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 08/23/11 Time: 10:43				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1500.148	8254.794	-0.181731	0.8584
RDK	13.93767	57.82896	0.241015	0.8130
RESID(-1)	0.580029	0.256684	2.259698	0.0403
R-squared	0.267255	Mean dependent var		-1.71E-12
Adjusted R-squared	0.162577	S.D. dependent var		7673.360
S.E. of regression	7021.955	Akaike info criterion		20.71026
Sum squared resid	6.90E+08	Schwarz criterion		20.85729
Log likelihood	-173.0372	F-statistic		2.553118
Durbin-Watson stat	1.563829	Prob(F-statistic)		0.113415

Tablo 3. 1. Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test Otokorelasyon Sonuçları

$R^2 = 0,267255$ ve tablo değeri Ki-kare(0,05;1) = 3,841'dir.

$LM = n.R^2$

$LM = (n-p).R^2$ (p: otokorelasyon derecesi, AR mertebesi)

$H_0: \rho=0$ Birinci mertebeden otokorelasyon yoktur.

$H_a: \rho \neq 0$ Birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

$LM < Ki-kare$ ise H_0 Reddedilemez, 1m OK yoktur.

$LM > Ki-kare$ ise H_0 Reddedilir. 1m OK vardır.

$LM = (18-1). 0,267255 = Obs \cdot R-squared = 4.543 > 3.841$

H_0 Reddedilir. Birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Tüfe Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru'nun ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin durağan olup olmadığı Unit Root testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuç elde edilmiştir. Durağan olmayan serilerin durağanlaştırılması gerekmektedir. Gerçek dünyadaki zaman serilerinin çoğu durağan olmamaktadır bu bakımdan dolayı serilerin ortalaması zaman içerisinde değişmektedir. Zaman serilerinin, uygun bir modele oturtulabilmesi için bu serilerin önce durağan hale getirilmesi gerekir.

Null Hypothesis: RDK has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=3)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.573868	0.8492
Test critical values:	1% level		-3.959148	
	5% level		-3.081002	
	10% level		-2.681330	

Tablo 3. 2. Reel Döviz Kurunun Unit Root Testi Sonucu

MacKinnon'ın verdiği τ istatistiği %1, %5, %10 (-3.959; -3.959; -2.68) anlamlılık düzeyleri hesaplanan t (-0.573) değerinden mutlak değer olarak büyük olduğu için RDK serisi birim kök taşır; seri durağan değildir. Durağan hale getirmek için RDKt - RDKt-1 değerlerini içeren yeni seri üretilmiştir.

Null Hypothesis: D_RDK has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=1)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.495821	0.0001
Test critical values:	1% level		-3.959148	
	5% level		-3.081002	
	10% level		-2.681330	

Tablo 3. 3. Durağanlaşmış Reel Döviz Kurunun Unit Root Testi Sonucu

MacKinnon'ın verdiği τ istatistiği %1, %5, %10 (-3.959; -3.959; -2.68) anlamlılık düzeyleri hesaplanan t (-6.495) değerinden mutlak değer olarak küçük olduğu için RDK serisi durağanlaşmıştır. Görüldüğü gibi ilk fark durağanlaştırmıştır.

Null Hypothesis: KVSH has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.958473	0.0607
Test critical values:	1% level		-3.920350	
	5% level		-3.065585	
	10% level		-2.673459	

Tablo 3. 4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Unit Root Testi Sonucu

MacKinnon'ın verdiği τ istatistiği %1, %5, %10 (-3.920; -3.065; -2.673) anlamlılık düzeyleri hesaplanmıştır. %5 anlamlılık düzeyi (-2,958) değerinden mutlak değer olarak büyük olduğu için KVSH serisi birim kök taşır; seri durağan

değildir. Durağan hale getirmek için KVSHt - KVSHt-1 değerlerini içeren yeni seri üretilmiştir.

Null Hypothesis: D(KVSH) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.747836	0.0004
Test critical values:	1% level		-3.959148	
	5% level		-3.081002	
	10% level		-2.681330	

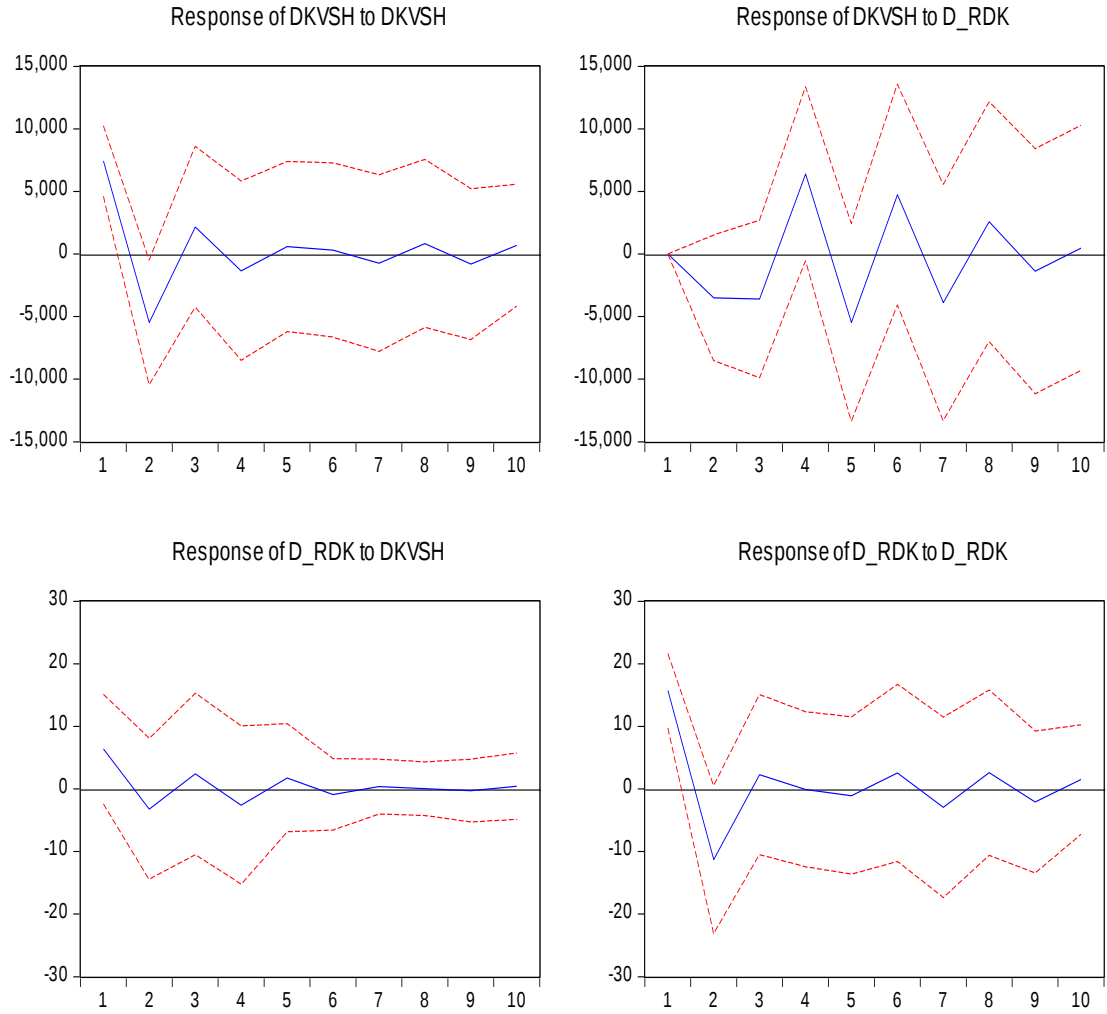
Tablo 3. 5. Durağanlaşmış Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Unit Root Testi Sonucu

MacKinnon'ın verdiği τ istatistiği %1, %5, %10 (-3.959; -3.959; -2.68) anlamlılık düzeyleri hesaplanan t (-5.747) değerinden mutlak değer olarak büyük olduğu için KVSH serisi durağanlaşmıştır. Görüldüğü gibi ilk fark durağanlaştırmıştır.

3.2.2. Etki- Tepki (Impulse-Response) Analizi

Etki-Tepki fonksiyonları, modeldeki değişkenlerin birine bir standart sapmalık şok uygulandığında diğer değişkenlerin bu şoka nasıl tepki verdiğini ölçmeye yaramaktadır. Tahmin edilen etki-tepki katsayıları çerçevesi içinde güven sınırlarının da yer alması, etki-tepki fonksiyonlarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının analiz edilebilmesi açısından gerekli olup, bu çalışmayla ilgili olarak da reel kur değişimlerinin kısa vadeli sermaye hareketlerinin üzerinde ve dolayısı ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru (tüfe bazlı) üzerindeki etkinliğini test etmek açısından önem taşımaktadır. Grafiklerdeki düz çizgi nokta tahminlerini, kesikli çizgiler ise bir standart hatalık güven sınırlarını ifade etmektedir.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Tablo 3. 6. Bir Standart Sapmalık Şoka Karşı Gösterilen Tepkiler

Durağanlaştırmış kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen 1 standart sapmalık şok karşılık yine serinin kendisinde 2. döneme kadar azalış meydana gelmiş, 3. döneme kadar artış meydana gelmiş, 4. döneme kadar azalış olmuş, 5. döneme kadar biraz artış meydana gelmiş, 6. döneme kadar azalış meydana gelmiş, 6. dönemden 7. döneme kadar biraz azalış meydana gelmiş, 8. Döneme kadar artış olmuş, 9. döneme kadar azalış meydana gelmiş, 10. döneme kadar biraz artış meydana gelmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketine verilecek verilecek şok, bu değişkenin kendisinde kısa dönemde büyük bir etki yaratırken altıncı dönemden itibaren bu etkiye gösterilen tepki uzun dönemde hızla azalmaktadır

Durağanlaştırmış kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen 1 standart sapmalık şoka karşılık durağanlaştırılmış reel döviz kurunda 2. döneme kadar azalış meydana gelmiş, 2. dönemden 3. döneme kadar değişme meydana gelmemiş, 4. döneme hızlı bir artış meydana gelmiş, 5. döneme kadar hızlı bir düşüş meydana gelmiş, 6. döneme kadar biraz artış meydana gelmiş, 7. döneme kadar azalış meydana gelmiş, 8. döneme kadar artış meydana gelmiş, 9. dönemde biraz artış meydana gelmiş, 10. dönemde artış devam etmiş ancak azalış şiddetli olmamıştır.

Durağanlaştırmış reel döviz kurunda meydana gelen 1 standart sapmalık şok karşılık yine serinin kendisinde 2. döneme kadar biraz azalış meydana gelmiş, 3. döneme kadar biraz artış meydana gelmiş, 4. döneme biraz azalış meydana gelmiş, 5. döneme kadar artış meydana gelmiş, 6. Döneme kadar biraz artış meydana gelmiş, 7. Döneme kadar biraz azalış meydana gelmiş, 8. Dönemden 9. döneme seyrini kormuş. 10. döneme kadar artış meydana gelmiş. Reel döviz kuruna verilecek şok, bu değişkenin kendisinde kısa dönemde büyük bir etki yaratırken altıncı aydan itibaren bu etkiye gösterilen tepki uzun dönemde hızla azalmaktadır.

Durağanlaştırmış reel döviz kurunda meydana gelen 1 standart sapmalık şok karşılık durağanlaştırılmış kısa vadeli sermaye hareketlerinde 2. döneme kadar şiddetli azalış meydana gelmiş, 3. döneme kadar biraz artış meydana gelmiş, 4. dönemden 6. döneme aynı seyir devam etmiş, 7. döneme kadar biraz artış meydana gelmiş, 8. döneme kadar biraz artış meydana gelmiş, 9. döneme kadar biraz azalış meydana gelmiş, 10. döneme kadar artış meydana gelmiştir. Reel döviz kuruna verilecek şok, kısa vadeli sermaye hareketlerinde kısa dönemde büyük bir etki yaratırken üçüncü dönemin sonunda itibaren bu etkiye gösterilen tepki uzun dönemde hızla azalmaktadır.

3.2.3. Varyans Ayrıştırması

Etki-tepki analizi Var modeli içindeki herhangi bir değişkene uygulanan şokun belirli bir zaman içinde diğer değişkenler üzerindeki etkisini ölçerken varyans

ayrıştırması belirli bir dönem boyunca değişkenlerdeki değişimi diğer değişkenler üzerindeki etkisini yüzde olarak göstermektedir. Varyans ayrıştırması serilerin durağan halleri ile çalışmaktadır.

Varyans Ayrıştırması D_KVSH:			
Period	S.E.	DKVSH	D_RDK
1	7436.553	100.0000	0.000000
2	9872.419	87.40395	12.59605
3	10731.34	78.03951	21.96049
4	12568.57	58.03943	41.96057
5	13718.16	48.90928	51.09072
6	14518.12	43.71097	56.28903
7	15044.68	40.94226	59.05774
8	15286.46	39.95751	60.04249
9	15370.22	39.80496	60.19504
10	15393.45	39.88707	60.11293

Tablo 3. 7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İçin Varyans Ayrıştırması

- 1. dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %100'ü kendisinden kaynaklanmaktadır.
- 2.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %87,40'ı kendisinden %12,60'ı reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.
- 3.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %78,04'ü kendisinden %21,96'sı reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.
- 4.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %58,04'ü kendisinden %41,96'sı reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.
- 5.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %48,91'i kendisinden %51,09'u reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.

- 6.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %43,71'i kendisinden %56,29'u reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.
- 7.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %40,94'ü kendisinden %59,06'sı reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.
- 8.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %39,96'sı kendisinden %60,04'ü reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.
- 9.dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %39,80'i kendisinden %60,20'si reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.
- 10. dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %39,89'u kendisinden %60,11'i reel döviz kurundan kaynaklanmaktadır.

Varyans Ayrıştırması D_RDK:			
Period	S.E.	DKVSH	D_RDK
1	16.96553	14.16289	85.83711
2	20.62834	12.00474	87.99526
3	20.89008	13.01902	86.98098
4	21.05320	14.36037	85.63963
5	21.15450	14.92400	85.07600
6	21.32480	14.85613	85.14387
7	21.53123	14.60038	85.39962
8	21.68877	14.38921	85.61079
9	21.79166	14.27251	85.72749
10	21.84699	14.23663	85.76337

Tablo 3.8. Reel Döviz Kuru İçin Varyans Ayrıştırması

- 1. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,83'ü kendisinden %14,17'si kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.

- 2. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %87,99'u kendisinden %12,01'i kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 3. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %86,98'i kendisinden %13,02'si kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 4. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,64'ü kendisinden %14,36'sı kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 5. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,08'i kendisinden %14,92'si kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 6. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,14'ü kendisinden %14,86'sı kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 7. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,40'ı kendisinden %14,60'ı kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 8. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,61'i kendisinden %14,39'u kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 9. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,73'ü kendisinden %14,27'si kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.
- 10. dönemde reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin %85,76'sı kendisinden %14,24'ü kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır.

SONUÇ

Araştırmada seriler ile ilgili olarak otokorelasyon ve durağanlık test edilmiştir. Bunun sonucunda modelde birinci mertebeden otokorelasyon olduğu ve durağan olmadığı belirlenmiştir.

Etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma yolu ile reel döviz kurunda meydana gelecek bir standart sapmalık şokun kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaratacağı şok ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelecek bir standart sapmalık şokun reel döviz kurunda yaratacağı şok incelenmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kuru serilerinin reel döviz kuru şokuna vermiş oldukları tepki yapı anlamında birbirine benzediği ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kuru serilerinin döviz kurundan gelen şoka ilk tepkileri azalış şeklinde gerçekleşmiştir. Ancak her iki tepki de ikinci dönemden sonra pozitif olmakta, böyle devam etmekte ve çok yavaş bir ivmeyle zamanla sönme eğilimine girmektedir. Aynı şekilde kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kuru serilerinin kısa vadeli sermaye şokuna tepkisi zaman içinde fazla değişime uğramamakta ve 0 eksenine yaklaşmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kuru değişkenlerine verilen şoklara sistemdeki her bir değişkenin tepkisi ayrı ayrı incelediğimizde, kısa vadeli sermaye verilen şoktan sonra tüm değişkenler zamanla dengeye doğru yöneldiği görülmüştür. Aynı şekilde reel döviz kuruna verilen şoktan sonra tüm değişkenler zaman içerisinde dengeye doğru yönelmiştir.

Bu çalışmada 1994–2010 yılları arası yapılan analizlere göre finansal serbestleşmelerle birlikte Türkiye ekonomisi, sıkıntısını çekmiş olduğu sermayeyi, kısa vadeli kaynaklardan sağlanmaktadır. Elde edilen bu kaynaklar verimli yatırımları finanse etmiş olduğu müddetçe ekonominin üzerinde bir takım etkiler yaratmışlardır. Kısa Vadeli Sermaye akımlarında girişlerin yaşandığı yıllarda ekonomik büyüme gerçekleşmiş, reel döviz kuru değerlenmiştir. Bu durum kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurunu etkilediği yargısını kanıtlamaktadır.

Ülke ekonomisindeki makro ve mikro yapıdaki bozukluklar sermayede çıkışları meydana getirmiş sermaye çıkışlarının yaşanmış olduğu yıllar (1994 ve 2001) ekonomiyi olumsuz derecede etkilemiş, finansal krizler meydana gelmiştir. Türkiye ekonomisi gibi henüz gelişmekte olan ekonomilerin sık olarak yapmış olduğu şekilde bu kaynakların bütçe açıklarını kapamada kullanılması, verimsiz nitelikteki bir takım projelerinde finansman olarak kullanılması ve tüketime bağlı gerçekleşen ithalatta kullanılması, gelişmekte olan ülkelerin borç yüklerini gittikçe arttırmış bu durumda ekonomileri kırılgan bir yapıya getirmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu olumsuz makro ekonomik şartların etkisiyle, siyasi istikrarsızlıkların boy göstermiş olduğu dönemlerde tekrar gelişmiş olan ülkelere yönelmesi krizlere neden olmuştur. Bu nedenle kısa vadeli yabancı sermaye giriş ve çıkışlarını kontrol altına almak için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması, bundan da önemlisi doğrudan yatırımları ülkeye çekebilecek düzenlemelerin yapılarak yabancı yatırımcıların Türkiye’de uzun vadeli yatırımlar yapmasını sağlamak suretiyle ekonominin sağlam temeller üzerine oturtulması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Ağcaer, Arzu: “Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği:Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, **Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Aralık 2003.
- Akdiş: <http://makdis.pamukkale.edu.tr/mak21.htm> 09.07.2011.
- Akdiş, Muhammed: **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, (Çevrimiçi) www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/tanitimkoordinasyondb/akdis.doc, 9 Temmuz 2011.
- Akdiş, Muhammed: Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler Ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi, (Çevrimiçi), <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak24.htm>, 09 Temmuz 2011.
- Akdiş, Muhammed: **Para Teorisi ve Politikası**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001.
- Akdiş, Muhammed: Sermaye Hareketleri, Finansal Krizler ve Türkiye, (Çevrimiçi), <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Nazilli1.ppt>, s. 12, 21.06.2011.
- Akkan, Nejla Adanur: Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları Ve Değişen Yapısı, (Çevrimiçi), <http://Sbe.Balikesir.Edu.Tr/Dergi/Edergi/C5s7/Makale/C5s7m3.Pdf>, 16.06.2011.
- Aksu, Hayati, Selim Başar: İkiz Açıklar Hipotezinin Türkiye Açısından Araştırılması, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:234, Eylül 2005. s. 110-111.

- Akyazı, Haydar: **Para Kurulu ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma**, İstanbul, TBB Yayınları, 1999.
- Akyüz, Yılmaz,
Andrew Cornford: Capital Flows To Developing Countries and The Reform Of The International Financial System, (Çevrimiçi), http://www.unctad.org/en/docs/dp_143.en.pdf 22.06.2011.
- Alp, Ali: **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları, 2000.
- Alp, Ali: **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara, İMKB Yayınları, 2002.
- Altıntaş, Berra: **Kamu İktisadi Teşebbüslerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasalarına Etkileri**, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No: 8, 1998.
- Altıntaş, Halil: Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi Ve Dış Ticaret Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi: 1996-2007, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 64-2, 2000, s.15.
- Apak, Sudi: **Türkiye ve Gelişmekte Olan Ekonomik İstikrar Uygulamaları**, İstanbul, Anahtar Kitaplar Yayınevi, 1993.
- Arat, Kürşad: “Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2003.
- Aslan, Nurdan: **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997.
- Atiyas, Izak,
Hasan Ersel: **The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience**, The World Bank

Industry and Energy Department Working Paper, Industries Series, No.65, (December, 1992).

- Aydın, Selda: “Küreselleşme ve Vergisel Boyutu”, **Yaklaşım**, Yıl: 9, Sayı: 103, Temmuz, 2001, s. 143.
- Barışık, Salih: Para Kurulu Sistemi. Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri, **Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi**, 2/2001, s. 52-53.
- Berg, Andrew, Esuado Borensztein: **The Pros and Cons of Full Dolarization**, IMF Working Paper, WP/01/50, 2001, s.17.
- Berument, Hakan: **Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği, Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul, Alkım Yayınları, 2002.
- Binay, Şükrü, Kürşat Kunter: Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü 1980- 1997, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No: 9803, Ankara, 1998, s.5.
- Boratav, Korkut, Erinç Yeldan: **Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)- Stability, And Patterns of Distribution**, CEPA and The New School for Social Research, mimeo, (2001).
- Boratav, Korkut: 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Eylül 2001, s.9.
- Bulutay, Tuncer, Yılmaz Akyüz: Gelişmekte olan Ülkelerde Para ve Kur Politikaları: Türkiye Deneyimi, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 19(224), 2004, s.15.
- Cardoso, Eliana, Ann Helwege: **Currency Crises in the 1990s: The Case of Brazil**, (Çevrimiçi), <http://www.nber.org/%7Econfer/2000/brazil00/CardosoHelwege.pdf>, 09.6.2011

- Chinn, Menzie: “Sectoral Productivity, Government Spending and Real Exchange Rates: Empirical evidence for OECD Countries”, **NBER Working Paper:6017**, 1997, s.1-25.
- Çağlar, Ünal: **Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul, Alfa Yayınevi, Ekim 2003.
- Çarıkçı, Emin: Esnek Kur Politikaları ve Dış Ticarete Etkileri, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1983, s.83.
- Çetinkaya, Özhan: **Türkiye’de Devlet İşletmeciliği ve Özelleştirme**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2002.
- Danışoğlu, Ayşe Çelikel: “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Üzerindeki Etkileri”, **Basılmamış Doktora Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1999.
- Devlet Planlama Teşkilatı
Yıllık Programlar ve
Koordinasyon Genel
Müdürlüğü: **Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri**, Ağustos 1998
<http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html>, Erişim Tarihi: 09 Temmuz 2011.
- Dinçer, Nazire Nergiz: **Döviz Kuru Dalgalanmalarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Örneği**, Ankara, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Yayını, Şubat 2005.
- Dinler, Zeynep: **İktisada Giriş**, Gözden Geçirilmiş 10. Basım, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları, 2004.
- Doğan, Seyhun: 2000-2002 Dönemi Stand-by Programı’nın Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 37(5), 2000, s. 8.

Dorukkaya, Şakir,
Hakan Yılmaz:

Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler, Şili ve Meksika Deneyimleri, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl:7, Sayı:75, 1999, s.127.

Durusoy, Serap:

Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri,
<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/em2000/finans.htm>, Erişim Tarihi:09 Temmuz 2011.

Emil, Ferhat,
Tuğrul Vehbi:

Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü, Sayı:48, Cilt:14, 2003, s.3.

Ercan, Hakan:

Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye, Ankara, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, 2000.

Eren, Aslan,
Bora Süslü:

Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi, **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı:41, Eylül-Ekim 2001, s.662-674.

Eren, Sadun:

100 Soruda Para ve Para Politikası, 2.bs, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1986.

Ertan, Fikret:

“Rusya’nın Kafası Karışık”, **Zaman**, 31 Mayıs, 1998, s.8.

Eser, Kadir,
Halise Belet:

Yeni Bir Uluslararası Ekonomik Düzene Doğru Asya Krizinden Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Çıkarılabilecek Dersler, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 173, Ağustos 2000, s.77.

- Eset, Uğur: Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneğimin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi, **İktisat Dergisi**, Sayı.363, Ocak 1997, s.76.
- Fishcher, Bernhard, Hermut Reisen: **Towards Capital Account Convertibility**, OECD Policy Brief, No: 4, 1992.
- Frankell, Jeffrey: **Quantifying International Capital Mobility in the 1980's**, D.K. DAS(ed.), International Finance Contemporary Issues, Rotledge, 1993, s.378
- Göktaş, Abdulkadir: “Küreselleşme ve Vergi Gelirlerinin Bileşimine Etkileri, Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi Önerisi-II”, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 90, Haziran, 2000, s. 85
- Gujarati, Damodar: **Basic Econometrics**, Third Edition, Singapore, McGraw-Hill, Inc. 1995.
- Hacıhasanoğlu, Burçin: **Meksika ve Arjantin Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Ankara, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayınları, Haziran 2005.
- Hıtuna, Özer: Ekonomik İstikrar Programı ve Borçlanma Stratejisi, **Muhasebe Finansman Dergisi**, Sayı: 10. Nisan 2001, s. 11.
- IMF: **Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization**, s.59-60. www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/pdf/part1.pdf Erişim Tarihi:09 Temmuz 2011
- IMF: **World Economic Outlook and International Capital Markets**, Interim Assesment, December, 1998.
- Işıklar, Gültekin: “Teoride ve Uygulamada Döviz Kuru Belirlenmesi ve Türkiye Üzerine Bir Deneme”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 1998.

- İlhan, Uludağ: “1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1”, **İ.T.O. Gazetesi**, 16.10, 1998, s.4.
- İyibozkurt, Erol: **Dış Ticaret; Teori ve Politika**, Trabzon İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayın No:6, 1982.
- Kadioğlu, Ferya, Zelal Kotan, Gülbin Şahinoğlu: **Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri:Türkiye 2002**, (Çevrimiçi), www.tcmb.gov.tr (11.08.2011), 2001.
- Kadir, Eser: Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 10, Ankara, 1993, s.47.
- Kalaycı, İrfan: “Şubat 2001 Krizinin Anatomisi: Kur Çıpası ve Develüasyon”, **Banka – Mali – Ekonomik Yorumlar Aylık Ekonomi Dergisi**, Yıl:40, Sayı:469, Nisan 2003, s.13.
- Kansu, Aydan: **“Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 Ve 2001 Krizleri”**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004.
- Karacan, Ali ihsan: “Özelleştirme İyileşme Sağlıyor mu?”, **Dünya Gazetesi**, 14 Eylül 1994.
- Karluk, Rıdvan: **Uluslararası Ekonomi**, 4. Baskı, Eskişehir, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 1995.
- Kava, Tolgahan Han: “ERM II’de Gelecek Var mı?: Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir?”, **Uzman Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2005.
- Kavrakoğlu, İbrahim: **Uluslararası Kalkınma İçin, Aylık Ekonomi ve Aktüalite Dergisi Platin**, yıl: 7, Mayıs 2004, s.98.
- Kaya, Yasemin Türker: **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Ankara, DPT Yayınları, 1998.

- Kazgan, Gülten: **“Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi”**, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları 22/ Ekonomi 3, Mart 2002.
- Kepenek, Yakup, Nurhan Yentürk: **Türkiye Ekonomisi**, 10 basım, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2000.
- Kesriyeli, Mehtap: **1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, Ankara, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Mart 1997.
- Kıpıcı, Ahmet, Mehtap Kesriyeli: Reel Döviz Kuru Tanımları ve Hesaplama Yöntemleri, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl 12, Sayı 131, Şubat 1997, s.16.
- Kibritçioglu, Aykut, Bengi Kibritçioglu: **Türkiye’de Uzun Dönem Reel Döviz Kuru Dengesizliği 1987-2003**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 38, Nisan 2004, s.17.
- Kont, Bayram: **Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi, 1990-1996**, İstanbul, Alfa basımevi, 1998.
- Köse, Nezir: “Vektör Otoregressif Modeller Üzerine Bir İnceleme”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998.
- Kurhan, Şebnem: “Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1995.
- Kutlu, Erol: **İthalat ve İhracat Uygulamaları**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, AÖF Yayınları, 2000.
- Loungani, Prakash, Paolo Mauro: “Capital Flight From Russia”, **Research Department-IMF, Conference On Post-**

- Election Strategy**, Moscow, April 5-7, 2000, (Çevrimiçi), www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/invest/pdf/loung.pdf, 09.07.2011.
- Mishkin, Frederic: Preventing Financial Crises on International Perspective, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, Vol: 4636, Massachusetts, 1996, s.12.
- Miynat, Mustafa: Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri, **Yönetim ve Ekonomi**, C.9 S.1-2, 2002, s.190.
- Mor, Hıdır: “Kriz ve Fırsatlar”, **Dış Ticarete Durum Dergisi**, Sayı:40, Aralık 1998, s. 8.
- Mudell, Robert: **On the History of the Mundell-Fleming Model**, Keynote Speech IMF Staff Papers, Special Issue IMF, Sayı: 47, 2001, s. 223.
- Neary, Peter: "Determinants Of The Equilibrium Real Exchange Rate," **American Economic Review**, American Economic Association, vol. 78(1), 1998, s.213.
- Oksay, Suna: **Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923-2000)**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2001.
- Oktar, Suat: Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasalarının Büyümesi, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Mayıs 1994, s.37.
- Ongun, Tuba: **Türkiye'de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler, Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul, Alkım Yayınları, 2002.
- Osakwe, N. Patrick,
Lawrence L. Schebri: Real Effects of Collapsing Exchange Rate Regimes An Application to Mexico, **Journal of International Economics**, No:57, 2002, ss.299-300.
- Önder, İzzettin: “Ekonomik Kriz Panoraması”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 356, Nisan 1996, s.98.

Özdemir, Azim,
Gülbin Şahinbeyoğlu:

“Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Ankara, Eylül 2000, s.4.

Özer, Mustafa:

Finansal Krizler; Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999.

Özkan, Funda:

Denge Reel Kur Hesaplama Yöntemleri ve Reel Kur Dengesizliğinin Ölçülmesi: Türk Lirası Üzerine Bir Çalışma, Ankara, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Aralık 2003, s.13.

Parasız, İlker:

“Uluslararası Para Sistemi, Kuram, Mekanizma, Tarihçe, Politika”, Bursa, Uludağ Üniversitesi Yayınları, Yayın No:3 – 046 – 0123, 1986.

Parasız, İlker:

Uluslararası Para Sistemi, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1996.

Parasız, İlker:

Para Ekonomisi, Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1999.

Parasız, İlker:

Para Banka ve Finansal Piyasalar, 7. Baskı, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000.

Sağlam, Dündar:

"Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli bir Analizi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 152. Kasım 1998. s.43.

Sakallıoğlu, Ümit,
Erinç Yeldan:

Dynamics of Macroeconomic Disequilibrium and Inflation in Turkey: The State, Politics, And The Markets Under A Globalized Developing Economy, Ankara, Bilkent University, September 1999.

Serin, Vildan,
Eyüp Bastı:

“Gelişmekte Olan Ülkelerde Görülen Finansal Krizlere Getirilen Teorik Açıklamalar ve Türkiye Örneği”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, Yıl:7, Sayı:41, Eylül-Ekim:2001, s.120.

- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası Finans**, Geliştirilmiş 4. Baskı, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat**, 10. Baskı, İstanbul, Güzem Yayınları, 1994.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama**, İstanbul, Beta Yayınları, 2001.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 15. Basım, İstanbul, Güzem Yayınları, 2003.
- Şişman, Mehmet: **Mali Sermayenin Küreselleşmesi: Tarihselliği ve Problemleri Üzerine Değerlendirmeler**, İstanbul, Set Yayınları, 2003.
- TCMB: **1998 Yıllık Raporu**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Yayınları, Ankara, 1999.
- TCMB Para Politikası Raporu**, Kasım 2001, s.83.
- Teker, Suat: **Faiz Oranı ve Risk Yönetimi**, Ankara, Ekonomik Araştırmalar Merkezi, 1998.
- Tiryaki, S. Tolga: **Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği**, Ankara, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, 2002.
- Tobin Vergisi
ve Türkiye’de
Uygulanabilirliği: **Sayıştay Dergisi**, Sayı:55, s:75,
<http://www.Sayistay.gov.tr>, 09.7.2011.
- Tunca, Zafer: **Makro İktisat**, 4.bs.,İstanbul, Filiz Kitabevi, 2005.
- Tuncer, Selahattin: “Tobin Vergisi (Genel Değerlendirme)”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 170, Şubat, 2007, s. 10.
- Tunç, Havva: **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, Sümer Yayınevi, 2001.
- Turagay, R. Tuna: “Brezilya’da Neler Oluyor?”, **Dünya Gazetesi**, 5 Şubat 1999, s. 13.

- Türkiye Ekonomi Kurumu: **Türkiye Ekonomisi Sektörsel Analiz**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2001, s.263.
- Usta, Bülent: “Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği”, **Ankara: TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, 2003.
- Uzunoğlu, Sadi,
Kerem Akin,
Fuat Gürlesel: **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995.
- Uzunoğlu, Sadi: **Para ve Döviz Piyasaları**, 2. basım, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2003.
- Ündül, Gonca: “Güneydoğu Asya’da Neler Oluyor?”, **İ.S.O Dergisi**, Sayı:384, (Mart-), 1998, s.16.
- Ünsal, Erdal Muharrem: **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2005.
- Ünsal, Erdal: **Makro İktisat**, 2.baskı, Ankara, Kutsan Ofset Matbaacılık, 1999.
- Yay, Turan vd.: **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul, İTO, Yayın no: 2001.
- Yay, Turan: Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme, **İktisat Dergisi**, No: 432, İstanbul, Haziran 2003, s.24-25.
- Yeldan, Erinç: Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler, **Ekonomide Durum Dergisi**, Bahar-Yaz, 2000, s.160.

- Yeldan, Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim, Büyüme**, İstanbul, İletişim Yay., 2002.
- Yentürk, Nurhan: Short-Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Order: A Comparison Between Turkey and Mexico, **Bogaziçi Journal**, Vol. 9, No. 2, Review of Social Economic and Administrative Studies, İstanbul:1995, s.67.
- Yıldırım, Kemal, Doğan Karaman: **Makroekonomi**, Eskişehir, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, 1999.
- Yıldırım, Kemal, Doğan Karaman: **Makroekonomi**, Eskişehir, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, Yayın No: 145, 2005.
- Yıldırım, Metin: Para Kurulu ve Türkiye Kasım 2000 Krizi, Gaziantep Üniversitesi, **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 4(2), 2001, s.26.
- Yıldırım, Oğuz: “Kura Davalı İstikrar Politikalarının Etkinliği: 1990-2000 Türkiye Örneği”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2002.
- Yıldızoğlu, Ergin: **“Hegemonyadan İmparatorluğa” İktisat Üzerine Yazılar-1, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**, Der. A.H.Köse-F.Şenses-E.Yeldan, İstanbul, İletişim Yayınları, 2003.
- Yılmaz, Mustafa: **Uluslararası Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, No: 3, Kasım 1994.
- Yükseler, Zafer: **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş-Yatırım Ortamı İlişkisi**, Ankara, TCMB, Aralık 2005.
- 5 Nisan Kararları ve İlk 6 Aylık Sonuçları: ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/politika/bahcecis/istikra7.pdf, 11.08.2011.