

**T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Maliye Anabilim Dalı**

Doktora Tezi

**ULUSLARARASI SERMAYE
HAREKETLERİNİN EKONOMİK
İSTİKRARA ETKİLERİ VE TÜRKİYE
ÖRNEĞİ**

Hüseyin AYTEMİZ

2502558435

Tez Danışmanı: Prof.Dr. Esfender KORKMAZ

İstanbul 2007

TEZ ONAYI

İktisat Anabilim Dalında 9825020048 No’lu Hüseyin AYTEMİZ’in hazırladığı “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik İstikrara Etkileri ve Türkiye Örneği” konulu Doktora Tezi ile ilgili Tez Savunma Sınavı, Lisansüstü öğretim yönetmeliğinin 10. maddesi uyarınca günü saat’de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezinin’ne oy çokluğuyla karar verilmiştir.

Jüri Üyesi	Kanaati *	İmza

* Bu kısma savunma sonucuna göre “Kabulü”, ”Reddi” veya “Düzeltilmesi” yazılacaktır.

ÖZ

İktisat Literatüründe, ekonomik istikrar ve uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişki yoğun bir şekilde tartışılmakta ve bir çok ekonomik istikrar teorisi sermaye hareketleri ekseninde oluşturulmaktadır. Özellikle son 20 yılda birçok gelişmekte olan ülke iktisadi kriz olgusu ile karşılaşmıştır. Bu ülkelerden bazıları sabit kur sistemi bazıları ise değişken kur sistemi uygulamaktaydı. Dolayısıyla bu krizleri açıklamak için kur sisteminden başka bir unsura ihtiyaç olduğu açıktır. Bu noktada kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarsızlık yaratıcı etkileri önem kazanmaktadır. Kırılganlığı yüksek finansal piyasalarda dikkatle incelenmesi gereken bir başka unsurdur.

Bu çalışmada 1991–2005 dönemi ele alınarak Türkiye’de yaşanan iktisadi krizlerde sermaye hareketlerinin rolü incelenmiştir. Bu amaçla VAR ve logit modelleri kullanılmaktadır.

ABSTRACT

Most economic theory on the long-run economic stability is organized around the concept of capital movements. In last two decades some countries that have suffered macroeconomic crises have had fixed exchange rate systems; some have not. Therefore it is required another variable to explain economic stability. This variable could be capital movements. Especially the destabilizing effect of short term capital movements are very important. Vulnerable financial markets contributes to this destabilization. Turkey is a good example for this situation. Thus, regulatory and supervisory frameworks in developing countries need to be adapted to financial markets in order to achieve a protection of the effects of short term capital movements on economic stability.

The purpose of this study, is analyzing the impact of capital movements on economic stability of Turkey for the period 1991-2005. For this, VAR analysis and logit modeling methodology has been used.

TABLO LİSTESİ

- Tablo 1.1. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri
- Tablo 1.2. Emek Maliyeti (İmalat Sanayi-Saat/\$)
- Tablo 1.3. Transparency International-Yolsuzluk Algıları Endeksi-YAE, 2006
- Tablo 1.4. A.T. Kearney- Dolaysız Sermaye Akımları Güven Endeksi.
- Tablo 1.5. Dünyada Dolaysız Yabancı Yatırım Girişleri (Milyon Dolar)
- Tablo 1.6. Türkiye’de Yıllara Göre Dolaysız Yabancı Yatırımlar
- Tablo 2.1. Future ve Options Piyasalarının Gelişimi (1993-1999)
- Tablo 2.2. Asya Krizi-Göstergeler
- Tablo 2.3. Temel Makroekonomik Hedefler
- Tablo 3.1. ADF (Augmented Dickey-Fuller) Testi Sonuçları
- Tablo 3.2. VAR Modeli Gecikme Seçim Kriterleri
- Tablo 3.3. VAR Tahmini Sonuçları
- Tablo 3.4. Logit Tahmini Sonuçları

GRAFİK LİSTESİ

- Grafik 1.1. Dolaysız Sermaye Yatırımlarından Alınan Pay (Milyar Dolar)
- Grafik 1.2. Dolaysız Yabancı Yatırımlar-Gerçekleşme ve Tahmini
- Grafik 1.3. Türkiye’de Dolaysız Sermaye Yatırımları
- Grafik 2.1. Döviz Arzı ve Talebi
- Grafik 2.2. Portföy Dengesi Yaklaşımında Talep Değişiminin Döviz Kuruna Etkileri
- Grafik 2.3. Portföy Dengesi Yaklaşımında Arz Değişiminin Döviz Kuruna Etkileri
- Grafik 2.4. Talep Enflasyonu
- Grafik 2.5. Maliyet Enflasyonu
- Grafik 2.6. Meksika İstikrar Programı ve Dış Ticaret Dengesi
- Grafik 2.7. Portföy Yatırımları
- Grafik 2.8. Dolaysız Sermaye Yatırımları
- Grafik 2.9. Para İkamesi
- Grafik 2.10. Cari İşlemler Dengesi
- Grafik 2.11. Kur Politikası
- Grafik 2.12. Kamu Net Borç Stokunun GSMH’ye Oranı (%)
- Grafik 2.13. Dış Ticaret Açığı
- Grafik 3.1. Impulse-Response Analizi

İÇİNDEKİLER

ÖZ	i
ABSTRACT.....	i
TABLO LİSTESİ.....	ii
GRAFİK LİSTESİ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
GİRİŞ	1

BÖLÜM 1

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ ve TÜRKİYE

1.1. Küreselleşme ve Sermaye Hareketleri.....	4
1.2. Sermaye Hareketleri: Dolaysız Yabancı Sermaye ve Portföy Yatırımları.....	7
1.2.1. Dolaysız Yabancı Sermaye hareketleri.....	7
1.2.1.1. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları Türleri.....	9
1.2.1.2. Dolaysız Yatırımı Etkileyen Başlıca Faktörler.....	12
1.2.2. Portföy Yatırımları.....	18
1.2.2.1. Faiz Oranı Paritesi Kuralı ve Portföy Yatırımları.....	18
1.2.2.2. Tobin Vergisi ve Portföy Yatırımları Sınırlamaları.....	20
1.3. Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Yatırımlar.....	21
1.3.1. Dünyada Yabancı Yatırımlar.....	21
1.3.2. Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	25
1.3.2.1. 1960-1980 Planlı Ekonomik Gelişme Dönemi	25
1.3.2.2. 1980 Sonrası Dönem ve Günümüz	27

BÖLÜM 2

İKTİSADİ İSTİKRARIN TEMELLERİ: TÜRKİYE ve DÜNYADA İKTİSADİ İSTİKRAR

2.1. İktisadi İstikrarın Temel Unsurları	31
2.1.1. Döviz Kuru İstikrarı.....	31
2.1.1.1. Döviz Piyasaları ve Genel Tanımlar.....	31
2.1.1.2. Döviz Kuru Belirlenme Mekanizmaları.....	36
2.2.1.3. Döviz Kuru Sistemleri.....	42
2.2.1.4. Döviz Krizleri : Teorik Yaklaşımlar.....	47
2.1.2. Fiyatlar Genel Düzeyi İstikrarı	50
2.1.2.1. Enflasyon Tanımı.....	50
2.1.2.2. Enflasyon Türleri.....	50
2.1.2.3. Diğer Enflasyon Tanımları.....	52
2.1.2.4. Yabancı Sermaye Akımları ve Fiyat İstikrarı.....	53
2.2. Dünyada Ekonomik İstikrar ve Krizler.....	54
2.2.1. Bretton Woods Sistemi ve Ekonomik İstikrar	54
2.2.2. Dünyada Ekonomik İstikrarsızlık.....	56
2.3. Türkiye’de Ekonomik İstikrar.....	61
2.3.1. Bretton Woods Sistemi ve 1980 Öncesi.....	61
2.3.2. 24 Ocak 1980 Kararları ve Döviz Kuru Politikası.....	64
2.3.3. 1994 Krizi.....	68
2.3.4. Para Kurulu Benzeri Sistem ve 2001 Krizi.....	73

BÖLÜM 3

TÜRKİYE’DE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİK İSTİKRARA ETKİLERİ: AMPİRİK ANALİZ

3.1. Data ve Metodoloji	79
3.2. VAR modeli	82
3.3. Logit Modeli.....	87

SONUÇ.....	89
-------------------	-----------

KAYNAKÇA.....	92
----------------------	-----------

GİRİŞ

Son yıllarda, iktisat literatüründe, uluslararası sermaye hareketlerinin, özellikle gelişmekte olan ülkelerin iktisadi istikrarı üzerini etkisi, yoğun bir şekilde tartışılmaktadır. Özellikle portföy yatırımları, kısa vadeli yapısı nedeniyle istikrarsızlık kaynağı olarak görülmektedir. İletişim ve Ulaştırma alanlarındaki gelişmeler, sermayenin mobilitesindeki artışı etkileyen önemli faktörlerdir. Ulaşım olanaklarının artması, daha çok, dolaysız yabancı sermaye akımları üzerinde etkili olurken, iletişim teknolojisindeki gelişmelerin, portföy yatırımlarının artışında daha etkili olduğu söylenebilir. Gelişmiş ulaştırma teknolojileri, dolaysız sermaye yatırımı ile yapılan üretimin, küresel pazarlara taşınmasını kolaylaştırmaktadır. İletişim teknolojilerinin gelişmesi ise bir taraftan sermayenin mobilitesini arttırırken diğer taraftan sermaye hareketlerinin yıkıcı bir hızla gerçekleşmesine olanak sağlamaktadır. Piyasalarda kötü haberlerin hızla yayılması ve alım satım emirlerinin aynı hızla yapılabilmesi sermayenin çok ani bir şekilde ev sahibi ülkeden çıkmasına olanak vermektedir. Ayrıca paniğin ülkeden ülkeye sıçraması (contagion) da gelişmiş iletişim teknolojileri sayesinde olanaklıdır.

19. yy.ın sonu ve 20. yy.ın başı sermaye hareketlerinin mobilitesinin yüksek olduğu bir dönem olmuştur. II. Dünya Savaşından sonra nispeten daha korumacı bir döneme girilmiş ve bu yapı, 1980'lerin başına kadar devam etmiştir. Sermaye hareketleri, 1970'lerin sonunda bu korumacı dönemin ve petrol krizinin de etkisi ile iyice yavaşlamıştır. 1980'lerin başında uluslararası sermaye hareketleri yeniden hızlanmış ve bu durumun teknik altyapısını sağlamak üzere ABD finansal deregülasyon sürecini başlatmıştır. Finansal deregülasyon, sadece bankacılık sistemindeki faiz kontrollerinin kaldırılması gibi uygulamaları değil, uluslararası sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırılmasını da amaçlayan bir süreç olmuştur. Bu süreç, ABD'nin hemen ardından İngiltere ve Japonya

tarafından da başlatılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler finansal deregülasyon sürecine bir süre direndiyse de, IMF gibi uluslararası finansal kurumlar aracılığı ile yapılan baskı sonucu, bu ülkelerde sistemlerini yeni düzene uydurmuşlardır.

İletişim teknolojilerinin gelişimi, finansal deregülasyon süreci ile birleşince, sermaye hareketlerinin hacmi kadar volatilitesinde de bir artış gerçekleşmiştir. Özellikle 1990’larda ve 2000’li yılların başlarında, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen finansal krizler, sermaye hareketlerinin, ekonomik istikrar üzerindeki etkilerinin daha yoğun tartışılmasına neden olmuştur. Arjantin Meksika, Türkiye, Hindistan ve Doğu Asya ülkelerinde ardı ardına yaşanan krizler uluslararası sermaye hareketlerinin, iktisadi istikrarsızlıklar üzerinde önemli bir etkisi olduğu yönündeki iddiaları daha da kuvvetlendirmiştir. Bazı çalışmalar portföy yatırımlarının istikrarsızlık yaratıcı etkisinin, bu krizlerin oluşumunda önemli rolü olduğunu vurgularken, birçok çalışma da başka faktörler üzerinde yoğunlaşmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin, sadece istikrarsızlık kaynağı değil, kaynak aktarımı aracı olduğunu iddia eden çalışmalar da mevcuttur. Şüphesiz bu tarz sermaye yatırımları kar elde amacıyla yapılmaktadır. Dolayısı ile kar transferleri gerçekleştiğinde ev sahibi ülke zararlı mı çıkacaktır? Bu yöndeki iddiaları reddeden birçok araştırma, uluslararası sermaye yatırımlarının “sıfır toplamı bir oyun” olmadığını öne sürmektedir. Bu araştırmacılara göre, uluslararası sermaye yatırımları hem yatırımcı ülkeye hem de ev sahibi ülkeye fayda sağlamaktadır.

Türkiye’de, 1980’li yıllarda uluslararası sermaye yatırımlarının kısıtlanması yönündeki tüm engeller kaldırılmıştır. Bu tarihten sonra sermaye hareketlerinin (özellikle portföy yatırımlarının) volatilitésinin arttığı yadsınamaz bir gerçektir. Türkiye 1990’dan bu güne kadar iki büyük iktisadi kriz de yaşamıştır. Bu çalışmanın temel amacı 1994 ve 2001 krizlerini kapsayacak şekilde 1990’lardan sonra gerçekleşen uluslararası sermaye yatırımlarının Türkiye’deki ekonomik istikrara etkilerini ampirik yöntemlerle analiz etmektir

Çalışmanın birinci bölümünde uluslararası sermaye hareketlerinin yapısının incelenmesinin ardından, Dünyada ve Türkiye’de uluslararası sermaye hareketlerinin seyri araştırılmıştır. İkinci bölümde ekonomik istikrar olgusu ve uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik istikrara etkisi tartışılmıştır. Bu tartışmanın ışığında başta Türkiye olmak üzere çeşitli iktisadi kriz örnekleri incelenmiştir. Üçüncü bölüm, Türkiye için yapılan ampirik analizin sunulduğu bölümdür. Bu bölümde VAR ve Logit modelleri kullanılmıştır.

BÖLÜM 1

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

VE TÜRKİYE

1.1. Küreselleşme ve Sermaye Hareketleri

İktisadi terimlerle küreselleşme ulusal ve yerel pazarların tek bir küresel pazara entegrasyon sürecidir. Burada pazar terimi sadece mal ve hizmetleri değil, sermayeyi ve teknolojiyi de içeren geniş bir tanımla işaret eder. Ulaşım, iletişim, enformasyon teknolojileri olanaklarının artmasıyla yerel pazarların küresel piyasalarla entegrasyonu hızlanmıştır. Ayrıca Avrupa Birliği, NAFTA, ASEAN gibi bölgesel entegrasyonların ortaya çıkması da bu sürece katkıda bulunmuştur. Global seviyede çalışan çok uluslu şirketlerin sayısının hızla artması da globalizasyon sürecini hızlandıran bir diğer etkidir. Küreselleşme sürecinin, gerek dolaysız yabancı sermaye, gerekse portföy yatırımı akımlarını arttırdığı bir gerçektir. Bu süreçte, ulaşım olanaklarının artması, daha çok, dolaysız yabancı sermaye akımları üzerinde etkili olurken, iletişim teknolojisindeki gelişmelerin portföy yatırımlarının artışında daha etkili olduğu söylenebilir.

Son 20 yılda Neoklasik Uluslararası İktisat Teorisinin öngördüğü, emeğin mobilitesinin artışı yerine, sermayenin mobilitesi artmış ve dolaysız sermaye yatırımları, emek faktörünün ucuz olduğu bölgelerde yoğunlaşmıştır. Bu süreçte, dolaysız sermaye yatırımı yapılan ülkede gerçekleştirilen üretimin, küresel piyasalara taşınmasında ulaşım olanaklarının gelişmesi önemli rol oynamıştır.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının yönlendiği ülkede emek faktörünün fiyatı, artış eğilimine girer. Yatırımlar arttıkça, ev sahibi ülkede emeğin fiyatı, uluslararası piyasalardaki emeğin fiyatı ile eşitleme yolunda ilerler. Böylece dolaysız yabancı sermayenin başka bir ülkeye kayma süreci başlar.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile portföy yatırımları arasındaki bir ortak nokta, her iki yatırımın da gelişmiş, GSMH'sı yüksek ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru akmasıdır. Fakat portföy yatırımlarının genel özelliği, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarına göre çok daha kısa vadeli olmasıdır. Ayrıca portföy yatırımları emek faktörünün fiyatı gibi parametrelerden bağımsız olarak yapılmaktadır. Portföy yatırımlarında gözetilen unsurlar temel ekonomik göstergelerin sağlamlığı, yüksek karlılık, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar ve vergilerdir. Her iki yatırım türünde de siyasi ve ekonomik istikrar yatırımcı için önemlidir. Çünkü öngörülemeyen faktörlerin ortaya çıkması zarar etme olasılığını arttırmaktadır.

İktisat literatüründe portföy yatırımlarının girdiği ülkeye zarar mı yoksa fayda mı getirdiği tartışmalıdır. Bu tarz yatırımların kaynak aktarımı için karmaşık bir araç olarak kullanılması ve dolayısıyla yatırımı kabul eden ülkeye faydadan çok zarar getirdiği iddiası, tartışmanın bir ayağıdır. Diğer ayağı ise tasarruf miktarı düşük olan ve tasarruf açığı bulunan, gelişmekte olan ülkelerin bu açığı portföy yatırımları vasıtasıyla kapatabileceği iddiasıdır. İlk iddiayı kabul eden iktisatçılar portföy yatırımlarının sınırlandırılmasını önermektedirler. Burada bahsedilen sınırlandırma, yasaklama şeklinde bir sınırlandırma değildir. Söz konusu olan, kısa vadeli portföy yatırımlarına, çıkarken ekstra vergi uygulaması tarzında bir

sınırlandırmadır. Böylece sıcak para hareketlerinin önünde caydırıcı bir engel oluşturulması amaçlanmaktadır.

Enformasyon teknolojilerinin gelişmesi bir taraftan sermayenin mobilitesini arttırırken diğer taraftan sermaye hareketlerinin yıkıcı bir hızla gerçekleşmesine de olanak sağlamaktadır. Piyasalarda kötü haberlerin hızla yayılması ve alım satım emirlerinin aynı hızla yapılabilmesi sermayenin çok hızlı bir şekilde ev sahibi ülkeden çıkmasına olanak vermektedir. Ayrıca paniğin ülkeden ülkeye sıçraması (contagion) da gelişmiş enformasyon teknolojileri sayesinde olanaklıdır. Gerek dolaysız, gerekse portföy yatırımı şeklinde olsun sermaye akımlarının, bu derece hızlanması küresel anlamda düzenleyici kurumların ve uluslararası yasal mevzuatın yeniden organizasyonunu da gerektirmiştir. Yatırımcıyla, yatırımı yapan ülke arasında oluşabilecek ihtilafların çözümünde hangi mahkemelerin ve hangi yasaların geçerli olacağını belirlemek ve uluslararası anlaşmalarla düzenlemek son 20 yılın en yoğun hukuki faaliyeti olmuştur. Çalışmayı odak noktasından saptırmamak amacıyla burada hukuki detaylara girilmeyecektir.

Uluslararası ödemeleri ve sermaye hareketlerini etkileyen ve düzenleyen birçok uluslararası kurum bulunmaktadır. Bu kurumların en önemlilerinden biri IMF'dir (International Monetary Fund). IMF'nin temel amacı uluslararası ödemeler sisteminde oluşabilecek aksamaları gidermek veya bu ihtimale karşı önlemler almaktır. Burada değinilmesi gereken bir diğer uluslararası kurum Dünya Bankası'dır (World Bank). Bu kurum, özellikle alt yapı yatırımlarını destekleyerek, dolaysız sermaye yatırımlarını etkilemektedir. Portföy yatırımlarında ise bankacılık sistemi ve finansal sistemin diğer unsurları daha önemli bir rol oynamaktadır. Bankacılık sistemleri ile ilgili, üst düzenleyici kurul olarak BIS (Bank of International Settlements) ön plana çıkmaktadır. Bu kurumun herhangi bir yaptırım yetkisi olmasa da sendikasyon kredilerinin verilmesinde, derecelendirmeleri (rating) önemli rol oynadığından, tavsiyeleri de önemli olmaktadır.

Bankacılık sisteminin, sermayenin mobilitesinin artış sürecine destek verecek şekilde yeniden düzenlenmesi 1980’lerde başlamıştır. 1929 ekonomik krizinden sonra regülasyon süreci başlamış ve bankacılık işlemleri (ulusal veya uluslararası düzeyde) sert kurallar ve yükümlülüklerle düzenlenmiştir. Fakat 1980’lerde bu yapının, hızla artmakta olan sermaye hareketlerinin önünde bir engel olduğu düşünülerek, finansal liberalizasyon ve deregülasyon süreci başlatılmıştır. 1980’de ABD’de yürürlüğe giren Mevduat Kurumları Deregülasyon ve Parasal Kontrol Yasası (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act – DIDMCA) bu sürecin başlangıcı olarak ele alınabilir.¹

Sermaye hareketlerinin iktisadi gelişmeyi destekleyici ve refah yaratıcı mı olduğu yoksa iktisadi krizlere ve kaynak aktarımına mı yol açtığı tartışmaları literatürde devam etmektedir. Fakat bütün tartışmalar bir yana küreselleşme sürecinde önemli rol oynayan bu olgunun engellenemez bir şekilde gelişmeye devam edeceği rahatlıkla öngörülebilir.

1.2. Sermaye Hareketleri: Dolaysız Yabancı Sermaye ve Potföy Yatırımları

Sermaye hareketlerinin temelde kar dürtüsüyle gerçekleştiği yadsınamaz bir gerçektir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları, bu kar artışını ucuz üretim faktörleri kanalıyla gerçekleştirmeyi amaçlarken, portföy yatırımları kar payı elde etme, faiz getirisi, spekülasyon ve arbitraj amacıyla yapılmaktadır. Literatürde sermaye hareketleri, iki genel başlık altında incelenmektedir. Bunlar, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarıdır.

1.2.1.Dolaysız Yabancı Sermaye Hareketleri

Geçmişte standart ders kitaplarında kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketleri şeklinde karşımıza çıkan ayrım, 1980’lerden sonra değişmiştir. Bu olgular için kullanılan yeni terimler, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve

¹Paul W. Bauer, “The Financial Institutions and Markets Reader” (ed) Robert Kolb, Blackwell Publisher, 1996.s.5.

portföy yatırımlarıdır. Teknik tanım olarak ele alındığında bu 2 olguyu birbirinden kesin çizgilerle ayırmak kolay değildir. Yabancı bir yatırımcının bir miktar hisse senedi aldığında bu yatırımın dolaysız mı, yoksa portföy yatırımı mı olarak tanımlanacağını belirleyen unsur, şirketin toplam hisse senedi miktarının ne kadarının satın alındığıdır.² Şirketin kontrolünde etkili olmak, önemli bir ayırt edici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Eğer şirketin kontrolüne etki edecek miktarda bir satın alım söz konusuysa dolaysız yabancı sermaye yatırımından bahsedilebilir. Şirketin kontrolünü etkileyecek miktar ülkeden ülkeye ve şirketten şirkete değişkenlik gösterebileceğinden bu oran için net bir sınır belirlemek mümkün değildir. IMF ödemeler bilançosu el kitabında, dolaysız yabancı sermaye yatırımı, yatırımcının, kendi ülkesi dışında faaliyet gösteren bir işletmede kalıcı çıkar elde etmek ve yönetimde etkin rol oynamak için yaptığı yatırım olarak tanımlamıştır. Bu tanımdaki kalıcılık ve kontrol kelimeleri dolaysız yabancı sermaye yatırımı için ayırt edicidir.³

Yukarıda ele alınan tanıma göre yabancı yatırımcının bir ülkeye gelip mal ve hizmet üretimini dolaysız olarak başlatacak yatırımı yapması, dolaysız yabancı sermaye yatırımının sadece bir parçasıdır. Bunun yanı sıra yabancı yatırımcının hali hazırda bulunan bir işletmeye ortak olması ve kalıcılık ve kontrol özelliklerini içeren hisse senedi alımları da dolaysız yabancı sermaye yatırımıdır.

Görüldüğü gibi yukarıdaki geniş tanım, sınırların net çizilmesini imkânsızlaştıran bir bulanıklık yaratmaktadır. Bu nedenlerle, tanımı bu kadar geniş almayan birçok iktisatçıya göre dolaysız yabancı sermaye yatırımı, bir şirketin üretimini, kurulu bulunduğu ülkenin sınırlarının ötesine yaymak üzere ana merkezinin dışındaki ülkelerde, üretim tesisi kurması veya mevcut üretim tesislerini satın almasıdır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımının bir diğer genel özelliği döviz transferidir. Çok uluslu şirketler dolaysız sermaye yatırımı yaparken ev sahibi ülkeye genellikle döviz transfer ederler. Fakat şunu da belirtmek gerekir ki dolaysız yatırım, döviz transferi olmaksızın da mümkündür. Şöyle ki yatırımcı,

² Ted Walter “**Dünya Ekonomisi**” Alfa Yayınevi, s. 115.

³ IMF “**Balance of Payments Manuel 5th Edition**”, 1993.s.86.

makine gibi fiziki üretim araçları ve lisans, teknik bilgi, know-how benzeri döviz dışı değerleri transfer ederek de dolaysız yatırımı gerçekleştirebilir⁴

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını portföy yatırımlarından ayıran bir diğer önemli özellik ise doğrudan istihdam yaratma potansiyelleridir. Bu potansiyel, yabancı yatırımcının ev sahibi ülkede yaptığı yatırım, kontrol edici miktarda hisse senedi alımı ve hali hazırda olan işletmeye ortak olması durumunda ortaya çıkmaz. Fakat yeni bir işletmenin kurulması söz konusu olduğunda istihdamı genişletici etki gerçekleşecektir.

Hindleberger'e göre dünyada gerçekleştirilen yabancı sermaye yatırımlarının etkileri ‘‘toplama sıfır olmayan bir oyundur’’ (non-zero-sum game). Bu iddia dolaysız yabancı sermaye yatırımından hem yatırımcı hem de ev sahibi ülkenin kazançlı çıkacağını vurgular.⁵

1.2.1.1. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları Türleri⁶

a) Ortak Girişim Ve Tam Mülkiyete Dayalı Şirket

Bu tür yatırımlar yabancı ülke şirketinin ev sahibi bir şirketle (veya şirketlerle) ortak girişim (joint venture) kurması şeklinde gerçekleşir. Böyle bir yatırım şeklinde temel amaç yabancı yatırımcının bilmediği piyasa hakkında riskleri minimize etmesidir. Yerli ortak iç piyasayla ilgili standartlar, kültürel özellikler ve yasal düzenlemeler hakkında önemli bir bilgi kaynağıdır. Bu

⁴ Halil Seyidoğlu “**Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**” 15. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003.,ss. 718–719.

⁵ Ferit Kula, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003, ss.143-144.

⁶ Halil Seyidoğlu A.g.e., ss. 720–728.

faydasına rağmen genel içindeki payına bakıldığı zaman ortak girişimler pek yaygın değildir. Bu durumun nedeni, yerel ortağın, bazı kararların alınmasını (siyasi, kültürel, iktisadi nedenlerle) engelleme ihtimalinden duyulan endişedir.

Bu tarz endişelerin varlığından dolayı, dolaysız yabancı yatırımları, genellikle, tam mülkiyete dayalı şirket kurma biçiminde gerçekleşir. Burada şirketin kontrolü tamamıyla yabancı yatırımcının elindedir. Bu sebeple şirket kararları, çok uluslu şirketin ana yönetim mekanizması tarafından belirlenir.

b) Şirketler Arası Birleşmeler

Kamuoyunda şirket evlilikleri olarak bilinen birleşmeler, yabancı şirketin yerli şirketi satın alması veya iki şirketin daha üst bir kurumsal çatı altında birleşmesiyle gerçekleşir. Her iki durumda da şirketler birbirinin teknolojik bilgisi, yönetim deneyimleri, sermaye kaynaklarından yararlanarak rekabetçi güçlerini arttırmayı amaçlamaktadırlar.

c) Stratejik Birleşmeler(Strategical Alliances)

Stratejik birleşmelerin en yaygın şekli iki firmanın hisse senetlerinin belirli bir bölümünü değiş tokuş etmeleridir. Fakat bu durum sıradan bir değiş tokuştan öteye ortak mal ve hizmet üretimi amacıyla yapılmaktadır. Stratejik birleşmeler özellikle araştırma geliştirme masraflarının yüksek olduğu veya yasal nedenlerle piyasaya girişin zor olduğu durumlarda uygulanır. Stratejik birleşmenin bir başka yöntemi ise ortak pazarlama ve hizmet anlaşmalarıyla, tarafların yabancı piyasalarda birbirlerini temsil etmeleridir.

d) Yap-İşlet-Devret Modeli (Build- Operate-Transfer)

Bu yapı, genellikle büyük ölçekli kamu yatırımlarında kullanılmaktadır. Elektrik santralleri, barajlar, metrolar, hava alanları bu yöntemin yaygın olarak kullanıldığı yatırım alanlarıdır. Hemen işleme girmesi, kamusal fayda doğuracak fakat büyük finansman gerektirdiğinden, kamusal kaynaklarla finanse edilemeyen yatırımlarda yap- işlet-devret modeli uygulanır. Burada önemli ayrıntılardan bir tanesi, ev sahibi ülkenin üretilen mal ve hizmetleri satın alma taahhüdüdür. Bir diğeri ise belirli bir süre sonra yatırımın bedelsiz olarak ev sahibi ülkeye devredilmesidir. Yap-işlet-devret modellerinin genel bir özelliği de projenin genellikle, uluslararası yatırım bankaları ve şirketleri kapsayan bir konsorsiyum tarafından gerçekleştirilmesidir.

e) Montaj Sanayi

Özel bir dolaysız yabancı sermaye yatırımı modelidir. Bu yöntemde ileri teknoloji içeren ve katma değeri yüksek olan üretim süreçleri ana ülkede gerçekleştirilirken, nihai montaj işlemi ev sahibi ülkede gerçekleştirilmektedir. Burada amaç emek maliyetinden ve taşıma giderlerinden tasarruf etmektir. İlgili sürece ev sahibi ülke açısından bakıldığında da genel amacın, istihdam yaratmak ve belirli endüstrilerin kurulmasında ilk adımı atmak olduğu görülür.

1.2.1.2. Dolaysız Yatırımı Etkileyen Başlıca Faktörler

UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) dünya yatırım raporuna göre dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen faktörler üç ana başlık altında toplanmıştır.

Tablo 1.1
Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri

Faktör Grupları	Ev Sahibi Ülkelerdeki Belirleyiciler	
I. Politik Faktörler	Ekonomik, politik ve sosyal istikrar, Yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar, Vergi politikası, Ticaret politikası, ticaret politikası ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tutarlılığı, Özelleştirme politikası, Piyasaların yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar (özellikle; rekabet ve şirket satın ve birleşme politikaları), Yabancı iştiraklerin anlaşma standartları.	
II. Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	Yatırımların promosyonu (imaj yaratılması, ülkenin pazarlanması vb.) Yatırım teşvikleri Maliyetler (rüşvet, bürokratik etkinlik vb) Yatırım sonrası hizmetler (Yaşam kalitesi vb.) Sosyal etkenler	
III. Ekonomik Faktörler	Yatırım Stratejileri	Faktörler
	Pazara yönelme	Pazar büyüklüğü ve kişi başına milli gelir. Piyasanın büyümesi. Bölgesel ve global piyasalara giriş imkanları. Tüketici tercihleri. Piyasaların yapısı.
	Kaynağa/stratejik varlığa yönelme	Hammaddeler Düşük ücretli vasıfsız işgücü Vasıflı işgücü Fiziki altyapı (havaalanları, enerji, yollar ve telekomünikasyon) AR-GE Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılmış varlıklar (markalar vb.)
	Etkinliğe yönelme	Kaynakların/varlıkların maliyeti ve işgücünün verimliliği Diğer girdilerin maliyeti (iletişim, ara mallar,) Bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik, ölçek ekonomisi.

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report 1998-Trends and Determinants-, UN: New York and Cenova, 1998, s.91.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen faktörlerin başında, ekonomik ve politik istikrar gelmektedir. Yabancı yatırımcının hakkını koruyacak uluslararası anlaşmalar ve ihtilaf durumunda hangi uluslararası mahkemelerin yetkili olacağının net belirlenmesi bir diğer önemli faktördür. Piyasaların rekabetçi yapısını geliştirecek düzenlemelerin yapılması, dolaysız yabancı yatırımların ev sahibi ülkeye yönelmesi üzerinde etkilidir. Bürokratik işlemlerin azlığı bir diğer önemli faktör olarak ele alınabilir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen önemli faktörler, yatırım için gerekli alt yapının tamamlanmış olması, yatırım teşvikleri ve yatırımı özendirici unsurların varlığıdır.

Ekonomik faktörlerin en önemlisi işgücü maliyetleridir. Düşük ücretli vasıfsız işgücü ve vasıflı işgücünün varlığı dolaysız sermaye yatırımlarının en önemli belirleyicisidir. İşgücü maliyeti açısından dünya genelinde geniş çaplı bir kıyaslama tablo 1.2’ de sunulmuştur. Tablo incelendiğinde Çin ve Hindistan gibi yabancı sermaye akımlarından önemli pay alan ülkelerin emek maliyeti açısından avantaja sahip ülkeler olduğu görülür. Sermaye ihracatçısı ülkeler göz önünde bulundurulduğunda ise yüksek emek maliyeti göze çarpmaktadır.

Tablo 1.2.Emek Maliyeti (İmalat Sanayi-Saat/\$)

Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Almanya	22.7	22.5	24.2	29.6	32.5	34.1
İsveç	20.2	18.4	20.2	25.3	28.4	29.7
İngiltere	16.7	16.8	18.3	21.2	24.7	26
Fransa	15.5	15.7	17.1	21.1	23.9	25.3
Avustralya	14.4	13.3	15.4	19.8	23.1	24.6
ABD	19.7	20.6	21.4	22.3	23.2	23.8
Kanada	16.5	16.2	16.7	19.4	21.4	23.7
İtalya	13.8	13.6	14.8	18.1	20.5	21.7
Japonya	22	19.4	18.7	20.3	21.9	21.4
İspanya	10.7	10.8	11.9	15	17.1	17.6
G. Kore	8.2	7.7	8.8	10	11.5	14.1
Tayvan	6.2	6.1	5.6	5.7	6	6.4
Çek Cum.	2.8	3.1	3.8	4.7	5.4	6.1
Türkiye	3.3	2.9	3	3.1	3.3	3.4
Brezilya	3.5	3	2.6	2.7	3	3.2
Meksika	2.2	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
Çin	0.6	0.7	0.8	0.9	1	1.1
Kazakistan	0.5	0.7	0.7	0.9	0.9	1
Hindistan	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
Ukrayna	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8

Kaynak: International Labour Organization, Çevrimiçi, :<http://www.ilo.org>

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları yapılırken dikkat edilen bir diğer unsur bürokratik engellerin azlığı ve şeffaflıktır. Bir yatırımın ileri aşamalarında hesaba katılmayan (rüşvet istekleri gibi) yatırımın geleceğini belirsizliğe itecek unsurlar yatırımcılar için caydırıcı olmaktadır. Tablo 1.3 Dünya Geneline yolsuzluk algısını göstermektedir.

Tablo1.3. Transparency International-Yolsuzluk Algıları Endeksi-YAE,2006

Sıralama	Ülke	YAE Skoru	Sıralama	Ülke	YAE Skoru	Sıralama	Ülke	YAE Skoru	Sıralama	Ülke	YAE Skoru
1	Finlandiya	9.6	27	Portekiz	6.6	53	Dominik	4.5	79	Burn. Faso	3.2
2	İzlanda	9.6	28	Malta	6.4	54	Yunanistan	4.4	80	Lesoto	3.2
3	Yeni Zel.	9.6	29	Slovenya	6.4	55	Kosta Rica	4.1	81	Moldova	3.2
4	Danimarka	9.5	30	Uruguay	6.4	56	Namibya	4.1	82	Fas	3.2
5	Singapur	9.4	31	BAE	6.2	57	Bulgaristan	4	83	Trinidad T.	3.2
6	İsveç	9.2	32	Bütan	6	58	Salvador	4	84	Cezayir	3.1
7	İsviçre	9.1	33	Katar	6	59	Kolombiya	3.9	85	Madagaskar	3.1
8	Norveç	8.8	34	İsrail	5.9	60	Türkiye	3.8	86	Moritanya	3.1
9	Avustralya	8.7	35	Tayvan	5.9	61	Jamaika	3.7	87	Panama	3.1
10	Hollanda	8.7	36	Bahreyn	5.7	62	Polonya	3.7	88	Romanya	3.1
11	Avusturya	8.6	37	Bostvana	5.6	63	Lübnan	3.6	89	Sri Lanka	3.1
12	Lüksemburg	8.6	38	Kıbrıs	5.6	64	Seyşel ad.	3.6	90	Gabon	3
13	İngiltere	8.6	39	Umman	5.4	65	Tayland	3.6	91	Sırbistan	3
14	Kanada	8.5	40	Ürdün	5.3	66	Belize	3.5	92	Surinam	3
15	Hong Kong	8.3	41	Macaristan	5.3	67	Küba	3.5	93	Arjantin	2.9
16	Almanya	8	42	Moritus	5.1	68	Grenada	3.5	94	Ermenistan	2.9
17	Japonya	7.5	43	G.Kore	5.1	69	Hırvatistan	3.4	95	Bosna Her.	2.9
18	Fransa	7.4	44	Malezya	5	70	Brezilya	3.3	96	Eritre	2.9
19	İrlanda	7.4	45	İtalya	4.9	71	Çin	3.3	97	Suriye	2.9
20	Belçika	7.3	46	Çek Cum.	4.8	72	Mısır	3.3	98	Tanzanya	2.9
21	Şili	7.3	47	Kuveyt	4.8	73	Gana	3.3	99	Dom. Cum.	2.8
22	ABD	7.3	48	Litvanya	4.8	74	Hindistan	3.3	100	Gürcistan	2.8
23	İspanya	6.8	49	Latviya	4.7	75	Meksika	3.3	101	Mali	2.8
24	Barbados	6.7	50	Slovakya	4.7	76	Peru	3.3	102	Moğolistan	2.8
25	Estonya	6.7	51	G.Afrika	4.6	77	Suud. Arab.	3.3	103	Mozambik	2.8
26	Makao	6.6	52	Tunus	4.6	78	Senegal	3.3	104	Ukrayna	2.8

Kaynak: Transparency International, Corruption Perception Index-2006Çevrimiçi, http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/global/cpi.

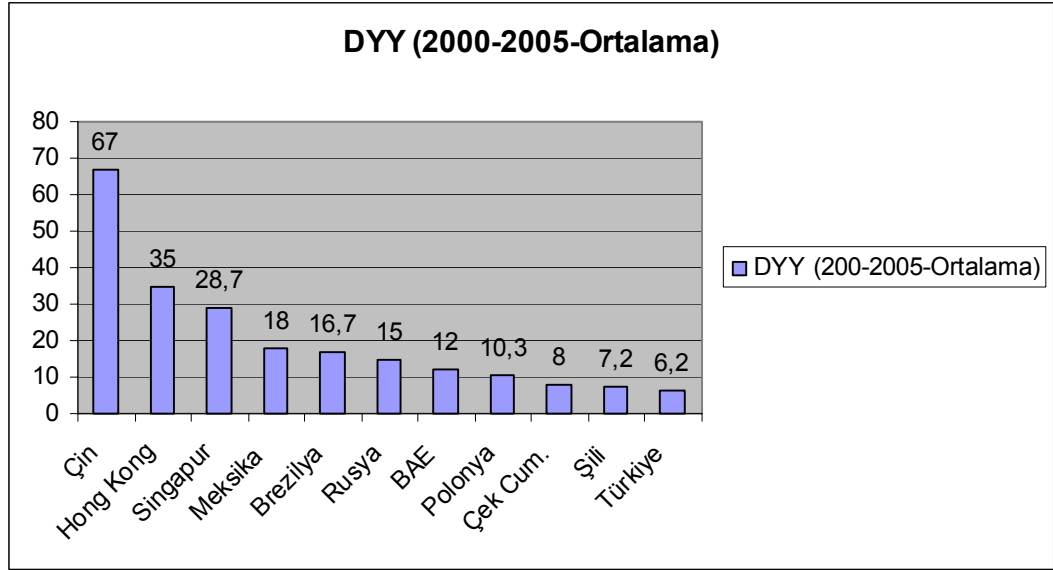
Tablo.1.4 A.T. Kearney -Dolaysız Sermaye Akımları Güven Endeksi

	Aralık-05	Kasım-04	Eylül-03	Eylül-02	Şubat-01	Ocak-00	Aralık-98
1	Çin	Çin	Çin	Çin	ABD	ABD	ABD
2	Hindistan	ABD	ABD	ABD	Çin	İngiltere	Brezilya
3	ABD	Hindistan	Meksika	İngiltere	Brezilya	Çin	Çin
4	İngiltere	İngiltere	Polonya	Almanya	İngiltere	Brezilya	İngiltere
5	Polonya	Almanya	Almanya	Fransa	Meksika	Polonya	Almanya
6	Rusya	Fransa	Hindistan	İtalya	Almanya	Almanya	Polonya
7	Brezilya	Avustralya	İngiltere	İspanya	Hindistan	Meksika	Hindistan
8	Avustralya	Hong Kong	Rusya	Kanada	İtalya	İtalya	Meksika
9	Almanya	İtalya	Brezilya	Meksika	İspanya	İspanya	İspanya
10	Hong Kong	Japonya	İspanya	Avustralya	Fransa	Avustralya	Fransa
11	Macaristan	Rusya	Fransa	Polonya	Polonya	Hindistan	İtalya
12	Çek Cum.	Polonya	İtalya	Japonya	Kanada	Fransa	Arjantin
13	Türkiye	İspanya	Çek Cum.	Brezilya	Singapur	Kanada	Hollanda
14	Fransa	Çek Cum.	Kanada	Çek Cum.	Tayland	Tayland	Avustralya
15	Japonya	Malezya	Japonya	Hindistan	Avustralya	Güney Kore	Tayland
16	Meksika	Kanada	Tayland	Macaristan	Çek Cum.	Japonya	Güney Kore
17	İspanya	Brezilya	Macaristan	Rusya	Güney Kore	Hollanda	Kanada

Kaynak: A.T. Kearney FDI Confidence Index-2006, Çevrimiçi, , <http://www.atkearney.com>.

Tüm bu unsurlar göz önünde bulundurularak oluşturulan genel bir güven endeksi Tablo 1.4’de sunulmuştur. Uluslararası yatırımcılar gerek dolaysız sermaye yatırımı, gerekse portföy yatırımları yaparken, bu tarz güven endeksleri oluşturmaktadır. Bu endeksler oluşturulurken emek fiyatı, altyapı uygunluğu, yasal prosedür ve şeffaflık, siyasi ve ekonomik kriterler gibi faktörler hesaba katılmakta ve bir risk-getiri analizi yapılmaktadır. Tablo 1.4’de verilen örnekte sermaye ithal eden ülkelerin en güvenilir olanı Çin’dir. Türkiye ise, sıralamada ilk yirmiye, 2005 yılında girmiştir. Bu tarz endekslerin uluslararası sermaye akımlarından pay alma sıralamalarında önemli rol oynadığı grafik 1.1’den görülebilir.

Grafik 1.1. Dolaysız Sermaye Yatırımlarından Alınan Pay (Milyar Dolar)



Kaynak IMF, International Financial Statistics.

1.2.2. Portföy Yatırımları

Vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi sermaye akımlarıdır. Portföy yatırımlarında birçok farklı finansal araç kullanılabilir. Bunların içinde hisse senetleri, finansman bonoları, ticari bonolar, hazine bonoları, prefinansman kredileri, ihracat kredileri, vadeli banka mevduatları, mevduat sertifikaları bulunmaktadır.

Portföy yatırımlarında eğer döviz tevdiat hesapları, dövizde endeksli bonolar gibi finansal araçlar kullanılmıyorsa, dövizin yerel paraya çevrilmesi ve yatırımın bu şekilde yapılması söz konusudur. Dolayısıyla portföy yatırımlarını ülkelerine çekmek isteyen hükümetler döviz kurunu baskılayacak çeşitli politikalar uygulama yoluna gidebilirler (Sabit döviz kuru sistemi, yönetimli dalgalanma vs). Böyle bir politika, yabancı yatırımcı için, öngörülebilir bir kar hesabı yapılması imkânını vermektedir. Bu durum ise portföy yatırımlarını çeken bir unsurdur. Ne var ki bu tür döviz kuru politikaları birçok riski de beraberinde getirir. Döviz kurunun reel değerinden aşağı doğru saptırılması, bir taraftan sıcak parayı ev sahibi ülkeye çekerken diğer taraftan döviz girişi, bu kur baskılama politikasının uygulanmasını kolaylaştırır. Fakat portföy yatırımları, uzun vadeli yatırımlar olmadığından, sıcak para ana ülkeye geri döndüğünde veya başka bir ülkeye transfer edildiğinde, durum tam tersine döner. Döviz kuru üzerinde baskı oluşur. Bu tarz dalgalanmalar ekonomik istikrarın sürdürülebilmesi yönünde engel oluşturur. Portföy yatırımlarının kendisi de siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklara karşı hassas olduğundan karşılıklı bir istikrarsızlık döngüsü oluşur.

1.2.2.1. Faiz Oranı Paritesi Kuralı ve Portföy Yatırımları

İktisat literatüründe, portföy yatırımlarının neden gerçekleştiğini ve yatırımcı ülkenin fonlarını nereye yönlendireceğini, açıklamaya çalışan *Faiz Oranı Paritesi Kuralı Teorisi* yaygın olarak kabul görmektedir. Bu teoriye göre, portföy

yatırımı akımlarını etkileyen en önemli iki parametre döviz kuru ve faiz oranlarıdır. Dolayısıyla faiz oranı paritesi şu şekilde ele alınır: ⁷

$$i^D \geq i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \dots\dots\dots(1)$$

i^D : Ev Sahibi Ülke Faiz Oranları (Portföy Yatırımının Yönleneceği Ülkede)

i^F : Yatırımcı ülke Faiz Oranları

E_{t+1}^e : t+1 dönemi döviz kuru beklentisi

E_t : t döneminde döviz kuru

Bu kurala göre, yatırımın yapılacağı ülkedeki finansal varlıkların getirisi, yatırımcı ülkedeki finansal varlıkların getirisini geçiyorsa, yatırımın oluşması için birinci dürtü gerçekleşmiş olur. Fakat bu tek başına yeterli değildir. Çünkü yatırımın yapılacağı ev sahibi ülkede, yatırımın vadesi boyunca finansal varlık getirisini nötrleyecek miktarda döviz kuru değer kaybı söz konusu olabilir. Hatta zarar etmek bile mümkündür. Bu nedenle yatırımcı yerel paranın kaybı konusunda bir beklenti oluşturmak zorundadır. Bu beklentiyi de hesaba katarak yapılacak planlamada yatırımın getirisi hala pozitifse yatırım gerçekleşir (denklem 1'in geçerli olduğu koşulda yatırım gerçekleşmez). Doğal olarak yatırımcının elinde birçok ülke alternatifi olduğu için fonlar, getirisi en yüksek olan ülkelere kayacaktır. Denklemden de anlaşılabileceği gibi bu ülkeler, döviz kurunu

⁷ Frederic S. Mishkin "The Economics of Money, Banking and Financial Markets" Pearson Publishing, 2007 s 441.

baskılayan veya sabitleyen ve aynı zamanda döviz krizi riski minimum olan ülkelerdir.

1.2.2.2. Tobin Vergisi Ve Portföy Yatırımları Sınırlamaları

Türkiye ve Meksika gibi bazı ülkeler sermaye hareketlerine neredeyse sınırsız serbestlik tanırken, Şili gibi bazı ülkelerse, sermaye hareketlerini kısmi olarak sınırlandırma yoluna gitmiştir.⁸ (Tayland da benzeri bir uygulamaya girişmiş ama çok kısa süre sonra bu uygulamadan vazgeçmiştir). Bu tarz kısıtlamalara yönelik sistematik öneri James Tobin'den gelmiştir. Tobin'e göre, dolaysız sermaye yatırımları, vergi teşvikleri ile desteklenmeli, kısa vadeli portföy yatırımları ise (özellikle döviz alım satımlarındaki çok kısa vadeli spekülasyonlar) belli bir oranda cezai bir vergi uygulamasına tabi tutulmalıdır. Tobin'e göre bu vergiler, uluslararası bir üst kuruluştaki toplanmalı ve sıcak para akımlarından zarar gören ülkeler, bu fonla desteklenmelidir.

Tobin, bu önerisi ile özellikle istikrarı bozucu, keskin ve çok kısa vadeli sermaye hareketlerinin caydırabileceğini öngörmektedir. Tobin'in burada önerdiği vergi miktarı yüksek bir vergi miktarı değildir. (% 0,01 ile %0,25 arası). Tobin'in bu önerisi 1997'de Le Monde Diplomatique gazetesini editörü Ignacio Ramonet tarafından yeniden ele alınmış ve Tobin vergisini yaygınlaştırmak yönünde bir harekete dönüştürülmüştür. Bu hareketi desteklemek için ATTAC (Association for the Taxation of Financial Transactions for the Aid of Citizens) adında bir dernek kurulmuştur. Bu dernek bugün anti globalizasyon hareketinin önemli bir merkezi konumundadır.⁹

⁸ Lukauskas, A. ve S. Minushkin ‘Explaining styles of financial market opening in Chile, Mexico, South Korea and Turkey’ **International Studies Quarterly**, vol 44. 2000. s. 695.

⁹ [http:// www. Attac.org/ ? lang=en](http://www.attac.org/?lang=en).

1.3. Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Yatırımlar

1.3.1. Dünyada Yabancı Yatırımlar

19. yy’ın sonu ve 20. yy’ın ilk yarısı bugünküne çok benzer olarak uluslararası sermayenin serbest dolaşımının var olduğu bir dönem olmuştur. Fakat bugünkünden farklı olarak sermaye ihraç eden ülkeler ve sermaye ithal eden ülkeler birbirinden kesin biçimde ayrılmıştır. İlgili dönemde üretim faktörlerinden sadece sermayenin değil, emeğin mobilitesi de yüksek olmuştur. Büyük emek göçleri gerçekleşmiştir. 1. Dünya Savaşı öncesi dünya genelinde altın para sisteminin yaygın olması nedeni ile bu yüksek mobilite herhangi bir değişim ve transfer sorunu yaratmamıştır. Okyanus ötesi ulaşımın gelişmesi ve dünyada nispi olarak bir siyasi istikrarın varlığı bu dönemin diğer unsurları olarak ön plana çıkmaktadırlar. Tüm bu gelişmeler eşliğinde 1864’te dünya genelinde yaklaşık 4 milyar Dolar olan dolaysız sermaye akımları, 1913’te 44 milyar Doların üzerine çıkmıştır. Emeğin mobilitesinin yüksekliğine çarpıcı bir örnek olarak da aynı dönemde sadece Avrupa’dan yeni yerleşim alanlarına göç edenlerin 60 milyonun üzerinde olması gösterilebilir. Dönemin en büyük sermaye ihracatçısı İngiltere’dir.¹⁰

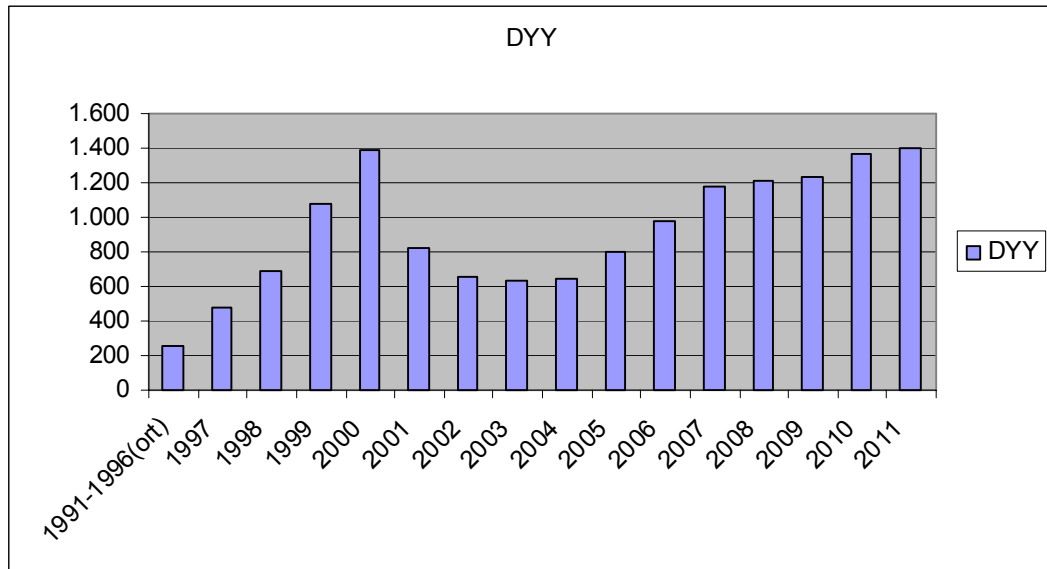
1913’de 44 milyar Dolar olan toplam sermaye ihracatının, 18 milyar Dolarını İngiltere gerçekleştirirken, ABD 3.5 milyar Dolarını gerçekleştirebilmiştir. 1913’ün en yüksek borçluluğa sahip iki ülkesi Rusya (12 milyar Dolar) ve ABD’dir (10.5 milyar Dolar). 1. Dünya Savaşının başlamasıyla dengeler tersine dönmüş, ABD birincil borç veren, Avrupa ise ana borçlu durumuna geçmiştir. 1. Dünya Savaşının bitmesinden sonra dolaysız yabancı

¹⁰ Tuğrul Görgün, “Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesin Etkin Kurumsal Yapılanmaları”, (Uzmanlık Tezi, T.C.Başbakanlık Dış Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, 2004, s.15

yatırımları hızla artmış ve toplam yabancı yatırımların %25'ine ulaşmıştır. Savaşın sonra Londra kendini toparlamaya ve yeniden dünyanın en önemli finans merkezi olmaya çabaladıysa da bu unvan artık New York'un olmuştur.¹¹

Bu durum 1929 ekonomik krizine kadar sürmüştür. Dünya genelinde ağır bir etkisi olan 1929 krizi ile birlikte Amerika'da işsizlik oranı %25'i geçmiş GSMH'da dramatik düşüşler yaşanmıştır.¹² Krizin ardından korumacılık politikaları yaygınlaşmış, mal ve ticaret hareketleri gibi, sermaye hareketleri de kısıtlanmıştır. 2. Dünya Savaşına kadar bu şekilde süren durum, 1945 sonrası çok uluslu şirketlerin ortaya çıkmasıyla değişmiştir. Bretton Woods sistemini yarattığı istikrar ve çok uluslu şirketlerin varlığı, dolaysız sermaye yatırımlarının, toplam yabancı sermaye yatırımları içindeki payını arttırmıştır. Fakat bu dönem görece olarak korumacılığın yaygın olduğu bir dönem olmuştur. 1973–1980 arası petrol krizi nedeniyle yeniden yavaşlayan sermaye hareketleri 80'li yıllardan sonra gerek finansal liberalizasyon süreci, gerekse bölgesel entegrasyonlar eşliğinde hızla artmıştır.

Grafik 1.2. Dolaysız Yabancı Yatırımlar-Gerçekleşme ve Tahmin*



*: 2006 sonrası tahmini

Kaynak: World Bank

¹¹ A.g.e. s.16

¹² William I. Baumol ve Alan S. Blinder ‘**Economics**’ the Dryden Press 1998 s. 506.

2000 yılında dünya genelinde toplam portföy yatırımları, 6.3 trilyon Dolar olmuştur. Portföy yatırımlarındaki en büyük ihracatçı üç ülke ABD, İngiltere ve Japonya'dır. Bu üç ülkenin toplam portföy yatırımları arasındaki payı %68'i geçmektedir. Hollanda, İtalya ve Fransa'nın payı ise %4 ile %6 arasında değişmektedir. Kayıta girmeyen akımlar ve offshore finans merkezlerinde, takibi net olmayan portföy yatırım hareketlerinin yıllık yaklaşık 500 milyar Dolar olduğu tahmin edilmektedir. Dünya genelinde portföy yatırımı varlıkları ile portföy yatırımı yükümlülükleri teorik olarak birbirine eşit olmak zorundadır. Oysa bu ikisi arasında örneğin, 2000 yılında, varlıkların 1,7 trilyon fazlalığı söz konusudur. Bu durum offshore finans merkezlerinde yapılan işlemlerin tahmin edilenden daha büyük hacimli olması ihtimalini doğurmaktadır.¹³

Grafik 1.2'de görüldüğü üzere, 1990'lı yıllarda dünyada dolaysız yabancı sermaye yatırımları düzenli olarak artmıştır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları 2000-2004 arası kısmi bir düşüş yaşamışsa da, yeniden artış trendine girmiştir. Genel tahminler, 2007 sonrası da bu artışın süreceği yönündedir. Tablo 1.5. incelendiğinde, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarından en büyük payı, gelişmiş ülkelerin (başta Avrupa ülkeleri olmak üzere) aldığı görülmektedir. İkinci büyük pay ise Asya ülkelerininidir. Asya ülkelerinde en büyük payı Çin almaktadır. Tabloda dikkati çeken bir diğer unsur da, Çin'in dünya genelinde gerçekleşen toplam dolaysız sermaye yatırımlarının yaklaşık % 10'unu almasıdır.

¹³ International Monetary Fund "Global Portfolio Investment Survey" Washington D.C. , 2001 s. 4.

Tablo 1.5
Dünyada Dolaysız Yabancı Yatırım Girişleri (milyon Dolar)

	1991-1996 Ortalama	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dünya	254.326	481.911	686.028	1.079.083	1.392.957	823.825	651.188	632.181	648.146
Avrupa Birliği	87.584	127.888	249.934	475.542	683.893	389.432	374.380	338.678	216.400
Gelişmiş ekonomiler	154.641	269.654	472.265	824.642	1.120.528	589.379	460.334	442.157	380.022
Asya	59.411	109.092	99.983	108.529	142.091	106.778	94.989	101.278	147.545
Almanya	4.790	12.244	24.593	55.797	203.080	33.918	38.033	27.265	-38.557
ABD	46.834	103.398	174.434	283.376	314.007	143.978	30.030	56.834	95.859
Çin	25.476	44.237	43.751	40.319	40.772	46.846	52.700	53.505	60.630
Fransa	18.444	23.174	30.984	46.545	43.250	55.190	51.505	42.498	24.318
İngiltere	16.463	33.229	74.324	84.238	130.422	61.958	24.945	20.298	78.399
İsrail	716	1.950	1.839	3.068	4.988	3.520	1.648	3.880	1.619
Macaristan	2.205	2.167	2.037	1.977	1.646	2.440	854	2.162	4.167
Polonya	2.119	4.908	6.365	7.270	9.341	5.713	4.119	4.123	6.159
Romanya	206	1.215	2.031	1.041	1.025	1.157	1.106	493	2.200
Yunanistan	1.058	984	85	571	1.089	1.589	50	661	1.351

Kaynak: UNCTAD - World Investment Report 2005-2003

1.3.2.Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri

1.3.2.1. 1960- 1980 Planlı Ekonomik Gelişme Dönemi

2. Dünya Savaşı sonrasında özel girişimi destekleyen ve gittikçe dışa açık bir politika oluşturmaya çalışan Türkiye yabancı sermaye akımlarından payına düşen miktarı arttırmak istemiştir. Bu amaçla ilgili dönemde yapılan düzenlemelerden ilki, 1950 yılında çıkarılan 5583 sayılı yasadır. 1950 yasası ve 1951 yabancı sermaye yatırımlarını teşvik eden 5821 sayılı yasa, bir ilk adım olarak ele alınabilir. Fakat Türkiye’de, gerçek anlamda ilk kapsamlı özel yabancı sermayeyi teşvik yasası, 18.01.1954 tarihinde kabul edilen 6224 sayılı yasadır. Tüm bu girişimlere rağmen 1980’li yılların sonlarına kadar yabancı sermaye girişi sınırlı düzeyde kalmıştır. 1954–1980 arası Türkiye’ye giren ortalama yabancı yıllık sermaye 200 milyon Dolar civarındadır.¹⁴ Bu rakam analiz edilirken 2. Dünya Savaşı’ndan 1980’lere kadar olan dönemin, bölüm 1.3.1’de bahsedildiği üzere, korumacı bir dönem olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. 1950–60 dönemi, Türkiye için plansız büyüme dönemi olarak adlandırılabilir. Fakat aynı dönem iç ve dış şartların bir araya gelmesiyle bazı yapısal dönüşümler sağlanmıştır. Yine de 1950’lerin ikinci yarısı büyüyen ödemeler bilançosu açıkları ve enflasyon dönemi olmuştur.¹⁵

1961 Anayasası’yla bu plansız büyüme dönemine son vermek amacıyla Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuş ve bu kurum 1961 yılından itibaren ilk 5 Yıllık Kalkınma Planı’nı yürürlüğe koymuştur. Bu kalkınma planında dış kaynaklara bağımlılığın azaltılması hedeflenmiş, fakat tam tersi, ilgili dönemde dış kaynak gereksinimi artmıştır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları da planlanan düzeyde gerçekleşmemiştir.¹⁶

¹⁴ Muhammet Akdiş, “Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, İstanbul, YASED Yayınları No:33,1988, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Ysermaye.htm.s1-2>.

¹⁵ Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişimi – Bugünkü Durumu**, Genişletilmiş 7.Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2002, s.131

¹⁶ Tuğrul Görgün, “Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesin Etkin Kurumsal Yapılanmaları”, (Uzmanlık Tezi, T.C.Başbakanlık Dış Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi ,Ankara, 2004), s.48.

Planlı dönemde, kalkınmanın finansmanında, yabancı sermayeye duyulan ihtiyaç vurgulanmış ve yabancı sermaye girişini kolaylaştırmak gözetilmiştir. Yabancı sermayenin özellikle ihracat sanayisine ve turizm sektörüne kaydırılmasına çalışılmıştır. Bu yönde yabancı yatırımlara gümrük muafiyeti, yatırım indirimleri, araştırma laboratuvarlarına destek gibi adımlar atılmıştır. Yabancı yatırımlar arasında makine, imalat, kimya, elektronik sektörlerine öncelik verilmiştir.¹⁷ İlk 3 plan döneminde dolaysız yabancı sermaye girişi sırasıyla 115, 183, 362 milyon Dolar olmuştur. Aynı dönemde yabancı yatırımlarda karlılık düzeyinin arttığı da söylenilebilir. Birinci kalkınma planı döneminde 64, ikinci kalkınma planı döneminde 168, üçüncü kalkınma döneminde 346 milyon Dolar kar payı transferi yapılmıştır.¹⁸

1970'lerin ikinci yarısında ulusal tasarrufların yatırımları karşılama oranı gittikçe düşmüştür. Aynı dönemde dış ticaret açıkları da büyümüştür. Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin (KİT) zararları hızla artmış ve bu durum bütçe açıklarına yansımıştır. Cari işlemler dengesi açığındaki hızlı bir artış gerçekleşmiş ve 1977'de bu açığı GSMH'nin %8'ine kadar ulaşmıştır. Bu açıklar yabancı sermaye açıkları ile finanse edilmeye çalışıldıysa da başarısız olunmuştur. Tüm bu gelişmeler sonucunda 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları alınmıştır.¹⁹

¹⁷ Ramazan Uludağ, **Türkiye' de Yabancı Sermaye Uygulaması**, Ankara http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_142.htm s.23

¹⁸ Tuğrul Görgün, a.g.e.ss.43-44.

¹⁹ <http://www.foreigntrade.gov.tr/Ekonomi/Trkekon.htm>

1.3.2.2. 1980 Sonrası Dönem ve Günümüz

Tablo 1.6
Türkiye'de Yıllara Göre Dolaysız Yabancı Yatırımları

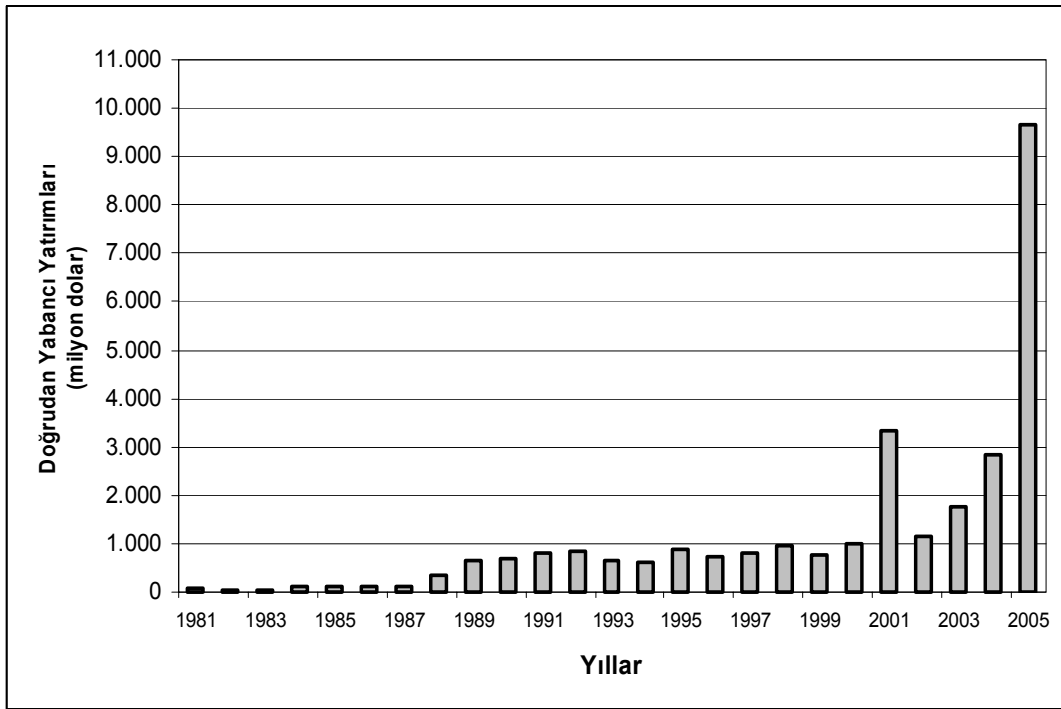
YILLAR	İzin Verilen Yabancı Sermaye (milyon Dolar)	Yabancı Sermayeli Firma Sayısı (Kümülatif)	Fiili Girişler (milyon Dolar)
1980	97	78	35
1981	338	109	141
1982	167	147	103
1983	103	166	87
1984	271	235	113
1985	235	408	99
1986	364	619	125
1987	655	836	115
1988	821	1.172	354
1989	1.512	1.525	663
1990	1.861	1.856	684
1991	1.967	2.123	907
1992	1.820	2.330	911
1993	2.064	2.554	746
1994	1.477	2.830	636
1995	2.938	3.161	934
1996	3.836	3.582	914
1997	1.678	4.068	852
1998	1.647	4.533	953
1999	1.700	4.950	813
2000	3.477	5.328	1.707
2001	2.725	5.841	3.288
2002	2.243	6.280	1.042
2003*	1.208	6.511	1.752**

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr>

1980 sonrası dönemde yabancı yatırımlarında dikkati çeken bir artış olmuştur. Bu artışta Türkiye'nin uyguladığı politikalar kadar dünyada gerçekleşen dönüşümünde rolü

önemlidir. Türkiye'nin gerçekleştirdiği değişikliklerin başında 6224 sayılı özel yabancı sermaye teşvik yasasına bağlı olarak yeni bir çerçeve kararnamesi uygulamaya başlaması gelmektedir. Bu kararname ile yabancı sermaye girişi ile ilgili bürokratik işlemler nispeten hızlandırılmıştır²⁰. Alınan başlıca teşvik tedbirleri, kar ve ana sermaye transferi üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, idari personel istihdamına izin verilmesi, kamu yatırımlarında yap- işlet-devret modelinin kabulü ve ortak girişimin yasal hale getirilmesidir.²¹

Grafik 1.3
Türkiye'de Dolaysız Sermaye Yatırımları



Kaynak: www.unctad.org

²⁰ Hüseyin Şahin, ss.396-397.

²¹ Suna Oksay, “Çokuluslu Şirketler Teorisi Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi”, **Dış Ticaret Dergisi**, Ocak 1998, s.7.

Portföy yatırımları önündeki engellerin 1987–88 yıllarında çıkarılan yasalarla kaldırılması yabancı sermaye akımları açısından Türkiye’de bir dönüm noktası yaratmıştır. Tablo 1.6’ya bakıldığında portföy yatırımlarının bu yasadaki hızla, Türkiye’ye aktığı görülür. Fakat bu akım düzenli olmaktan çok uzaktır ve volatilitesi çok yüksektir. Bu açıdan istikrarsızlık yaratıcı bir unsur olduğu söylenebilir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları incelendiğinde ise portföy yatırımlarındaki kadar keskin olmasa da 1987 yılından sonra bir artış görülmektedir (Grafik 1.3). Fakat asıl büyük artış 2001 yılından sonraki dönemde gerçekleşmiştir. Bu artışın en önemli nedeninin nispi olarak ekonomik istikrarın sağlanması olduğu söylenebilir.

Bölüm 1.2.1.2’de incelenen dolaysız yabancı sermaye akımlarını etkileyen faktörler göz önünde bulundurulduğunda dolaysız sermaye girişlerinin artırılması için Türkiye’nin gözetmesi gereken unsurlar şu şekilde özetlenebilir.

- *Siyasi istikrarsızlıkların önlenmesi*
- *Ekonomik istikrarsızlıkların azaltılması*
- *Bütçe açıklarının kapatılması*
- *Dış borç yükünün hafifletilmesi,*
- *Enflasyonun ve faiz oranlarının indirilmesi*
- *Ekonomi politikalarındaki rekabet ve serbest piyasa uygulamalarının artırılması*
- *Ekonomik yapının dünya ile bütünleşmesi*
- *İhracatı artırıcı dinamiklerin yakalanması*
- *Özelleştirme çalışmalarının biran önce sonuçlandırılması*
- *Hukuki düzenlemeler yapılarak, mevzuatlar arasında uyum sağlanması*
- *Bürokratik işlemlerin azaltılması.*²²

²² Suna Oksay, s.10

BÖLÜM 2

İKTİSADİ İSTİKRARIN TEMELLERİ: TÜRKİYE VE DÜNYADA

İKTİSADİ İSTİKRAR

İstikrar kavramı, değişmezlikten ziyade düzenli ve öngörülebilir bir değişimi tanımlar. Yukarıdaki tanım incelendiğinde tanımın olumlu ya da olumsuz yöndeki değişimleri kapsadığı görülebilir. Bu fizik bilimi gibi pozitif bilimler için kabul edilebilir bir durumdur. Oysa iktisat bilimi için istikrar, düzenli ve öngörülebilir bir şekilde, iyiye evrilmek demektir. Dolayısıyla istikrarsız sistemlerin en önemli özelliği, kötüye doğru gerçekleşen beklenmedik bir değişimdir. Örneğin GSMH'daki, ani, öngörülemeyen bir daralma iktisadi anlamda istikrarsızlık kabul edilebilir. Döviz kurunda yukarıya doğru ani bir sıçrama da benzer bir şekilde iktisadi bir istikrarsızlık kabul edilebilir.

Dünyada yaygın olarak görülen bir diğer iktisadi istikrarsızlık türü fiyat istikrarsızlığıdır. Fiyatlar ekonomide kararların alınması yönünde önemli sinyaller olduğundan, fiyat istikrarsızlığı durumunda kaotik bir ortam oluşur. İstikrarsızlık, geleceğe yönelik yapılan tahminleri zorlaştırdığından uzun vadeli etkilere sahiptir. İstikrarsız ekonomilerde uzun vadeli yatırımlar nispi olarak daha azdır. Geleceğe dönük sözleşmelerde ihtilaf oluşma olasılığı daha yüksektir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları da daha düşüktür. Bölüm 1'de değinildiği üzere yabancı sermaye yatırımlarının da (özellikle portföy yatırımları) istikrarsızlık yaratma olasılığı bulunmaktadır.

İktisadi istikrarsızlığın tüm bu sakıncaları göz önünde bulundurulduğunda politika uygulayıcılarının etkin istikrar politikaları geliştirmelerinin kaçınılmaz olduğu görülmektedir. Genel anlamda istikrar politikaları iki üst başlıkta ele alınabilir. Bu başlıklar Ortodoks ve Heterodoks istikrar politikalarıdır. Heterodoks istikrar politikaları ücret ve fiyat sistemine doğrudan müdahale ederek onları kontrol etmeyi amaçlar. Ortodoks istikrar programlarında ise para ve maliye politikaları aracılığı ile istikrar sağlanmaya çalışılır. Her tür istikrar politikası birçok çelişkiyi de beraberinde getirir. İleri ki bölümlerde ele alınacağı üzere dünyada son 20 yılda uygulanan anti-enflasyonist istikrar politikalarının çoğu döviz kuru istikrarsızlıklarıyla (döviz krizleriyle) sonuçlanmıştır. Dolayısıyla çalışmanın bu bölümünde önce döviz kuru ve fiyat istikrarı ele alınacak, ardından Türkiye’de ve dünyada son 20 yılda yaşanan döviz krizleri, bu krizlerin fiyat istikrarı, anti-enflasyonist istikrar politikaları ve yabancı sermaye akımları ile olan ilişkileri incelenecektir.

2.1. İktisadi İstikrarın Temel Unsurları

2.1.1 Döviz Kuru İstikrarı

2.1.1.1. Döviz Piyasaları ve Genel Tanımlar

Döviz Kuru

Döviz kuru, yerli paranın yabancı paralar karşısındaki nispi değeri olarak tanımlanabilir. Döviz kuru bir fiyattır; aynı zamanda yerli ve yabancı mal, hizmet ve varlıklar arasında bir bağ oluşturur. Döviz kurunun değişimi, ülkeler arasındaki mal, hizmet ve sermaye akımlarını etkiler. Finans piyasalarında nakit döviz “efektif döviz” olarak adlandırılmaktadır. Döviz piyasalarında tüm işlemler nakit olarak yapılmamaktadır, hatta bu işlemlerin büyük bir çoğunluğu hesaplar arası transferler, ödeme emirleri, seyahat

çekleri gibi uygulamalarla gerçekleştirilmektedir. Para yerine geçen bu araçlara da “döviz” denilmektedir.²³

Döviz piyasalarında iki farklı döviz kurundan bahsedilebilir. Bunlar; alış kuru ve satış kurudur. Finansal kurumlar, dövizini düşük fiyattan satın alıp, yüksek fiyattan satarak, aradaki marjla kar elde etmeye çalışırlar. Kur marjı şu şekilde hesaplanır.²⁴

$$\text{Yüzde Kur Marjı} = \frac{P_s - P_A}{P_s} \cdot 100$$

Burada P_s satış kuru, P_A ise alış kurunu simgelemektedir. Karşılıklı ticaret ilişkisine giren iki ülkede, eğer fiyatlar ve döviz kuru sabitse, nominal ve reel döviz kuru birbirine eşit demektir. Fakat, fiyatların değiştiği durumda reel kur, nominal kurdan farklılaşabilir. Reel kur,

$$R = \frac{e \cdot P_f}{P}$$

şeklinde hesaplanabilir²⁵. Burada e döviz kurunu, P_f yabancı ülkelerdeki fiyat düzeylerini, p ise ulusal fiyat düzeyini simgelemektedir.

Kapalı bir ekonomide toplam talep, ulusal fiyat düzeyine bağlıyken, açık ekonomilerde fiyatlardaki artış toplam talebi iki kanaldan etkiler. Bunlardan ilki, faiz kanalıdır. Yüksek fiyatların yol açtığı yüksek nominal faizler ve istikrarsız bir ekonomik ortamdan kaynaklanan yüksek reel faizler, yatırım talebini düşürür. İkinci etki ise, yerli ve yabancı malların nispi fiyatlarının değişmesi yoluyla gerçekleşir. Dolayısıyla fiyatların döviz kuru üzerinde önemli etkileri vardır. Bu etkiler, ilerde ayrıntılı olarak analiz edilecektir.

²³ Halil Seyidoğlu “**Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**” 15. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003. s.106.

²⁴ a.g.e., s.122

²⁵ Rudiger Dornbush ve Stanley Fischer, “**Macroeconomics**”, McGraw-Hill, 1990, s.751.

Döviz Piyasaları

Dövizin alınıp satılabildiği dört tür temel piyasa vardır. Bunlar, spot, forward, options ve futures piyasalarıdır. Spot piyasalarda döviz ve ulusal paranın değişimi, nakit (efektif) veya hesap hareketleri (döviz) ile anında gerçekleşir. Bu değişimin büyük bir bölümü bankalar arasında olmaktadır. Bankalar, bu işlemi, “döviz kuru interbank” piyasalarında gerçekleştirmektedir. Bu, döviz pozisyonlarında açık veya fazla bulunan bankaların buluştuğu bir piyasadır.

Döviz kuru interbank piyasaları, dünyadaki en büyük finansal piyasadır ve günlük işlem hacmi 100 milyar Doları aşmaktadır. 24 saat işlem yapılan bu piyasalarda işlem hacminin bu boyutlara ulaşmasında, bilgisayar ve uydu teknolojisi çok etkili olmuştur.

Forward piyasalarında ise, döviz alım satım anlaşması yapıldığında, fiyat ve teslimat tarihi belirlenirken, teslimat, belirlenen koşullarda gelecek bir tarihte yapılır. Örneğin İngiltere, Kanada, Fransa, Japonya ve Almanya’da forward işlemleri, genellikle 30, 90 veya 180 günlük forward işlemleri biçiminde yapılmaktadır.²⁶ Bugün yapılan bir forward anlaşmasında satın aldığımız bir dövizde spot piyasadan daha fazla ödenecekse, “forward primi” söz konusudur. Eğer spot piyasadan daha az ödenecekse, bu durum “forward ıskontosu” olarak adlandırılmaktadır.

$$F_n (\$ / TL) ;$$

n zaman sonra, 1 \$ karşılığında verilecek TL’yi simgelemektedir.

Forward primi veya ıskontosu şu şekilde hesaplanır.²⁷

$$\text{Prim} / \text{İskonto} (\$/TL) = \frac{F_n (\$/TL) - S (\$/TL)}{n \cdot S (\$/TL)}$$

²⁶ Standart hesaplanmış koşulların dışında da, farklı vadelerle anlaşma yapılabilir.

²⁷ Peter Kenen, “**The International Economics**”, Prentice Hall, 1989, s.344.

Burada S (\$/TL) Spot piyasada 1 \$'ın, TL karşılığını simgelemektedir.

Futures piyasaları ise forward piyasalardan farklı olarak örgütlü piyasalardır. Ayrıca, forward işleminde ödeme teslimat anında yapılırken, futures işlemi yapabilmek için, işleme konu olan miktarın belli bir oranı güvence olarak piyasaya yatırılır. Futures piyasaları forward piyasalarından daha küçüktür.

Opsiyon kontratları da geleceğe yöneliktir. Fakat vade dolduğunda sözleşmeye konu olan döviz işlemini gerçekleştirmek tarafların isteklerine bağlıdır. Alıcı ve satıcının sözleşme şartlarını yerine getirmeme hakları vardır. Opsiyon piyasaları da örgütlü piyasalardır.

Futures, options gibi işlemler sadece döviz için yapılmamaktadır. Ayrıca, bu piyasalar son yıllarda hızla gelişmektedir. Gerek döviz işlemleri için, gerekse de diğer işlemler için futures ve options piyasalarının 1993–1999 yılları arasındaki gelişimi Tablo 2.1’de görülmektedir.

Tablo 2.1: Futures ve Options Piyasalarının Gelişimi (1993–1999)

	(Milyar \$)						
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Faiz Oranı Futures’leri	4960	5807	5876	5978	7580	8019	7913
Faiz Oranı Options’ları	2362	2623	2714	3277	3639	4623	3755
Döviz Futures’leri	34	40	33	37	42	31	36
Döviz Options’ları	75	55	120	133	118	49	22
Menkul Kıymetler Index Futures’leri	110	127	172	195	211	290	334
Menkul Kıymet Index Options’ları	232	242	338	394	810	916	1458
Toplam	7775	8897	9282	10118	12407	13931	13521

Kaynak: IMF, 2000.

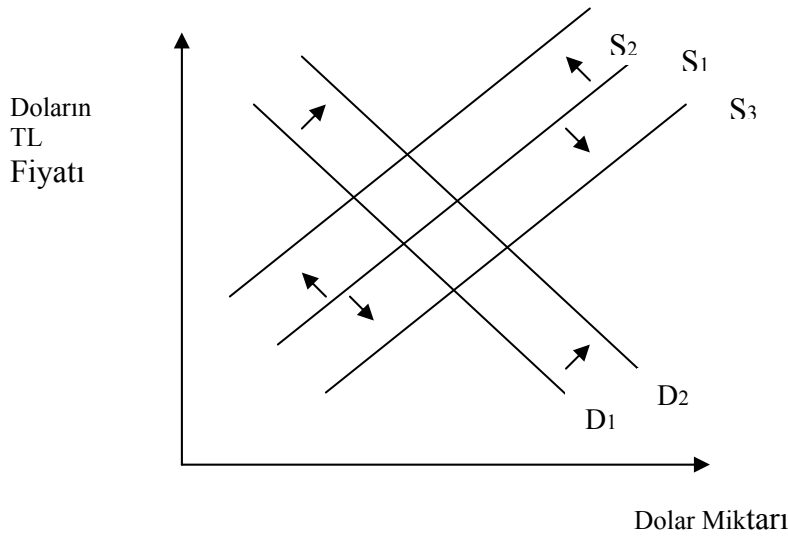
2.1.1.2. Döviz Kuru Belirlenme Mekanizmaları

Spot döviz kuru, temel olarak döviz arzı ve talebi tarafından belirlenir. Döviz kuru belirlenme mekanizması üzerine geliştirilen başlıca teoriler ödemeler dengesi yaklaşımı, satın alma gücü paritesi yaklaşımı ve parasal yaklaşımdır.

Ödemeler Dengesi Yaklaşımı:

Bu yaklaşımda, döviz arzını etkileyen unsurlar ödemeler bilançosundaki alacak kalemleri olarak ele alınmaktadır. Döviz talebinde ise borç kalemleri etkili olmaktadır. Ödemeler bilançosu yaklaşımı, döviz kurunun oluşumunu açıklarken mal, hizmet ve sermaye akımları üzerinde yoğunlaşır. Tüketici tercihleri, yerli ve yabancı malların nispi fiyatları, ticaret ilişkisine girilen ülkelerin milli gelirleri, teknolojik değişim, tarımsal üretim, grevler gibi birçok unsur da dolaylı yoldan döviz arz ve talebini etkiler.²⁸

Grafik 2.1: Döviz Arzı ve Talebi



²⁸ Robert J. Carbaugh, “**International Economics**”, Wadsworth Publishing Company, 1991, s.311.

Grafik 2.1’de S1, D1 Başlangıç denge durumundaki döviz arzı ve talebidir. ABD’nin milli gelirinde herhangi bir değişiklik yokken, Türkiye’nin milli geliri arttığında, Türkiye’de yerli ve yabancı mal ve hizmet talebi artar. Döviz talebi D1’den D2’ye kayar. Bu durumda, döviz kuru da yükselecektir. Yukarı da bahsedilen nedenlerle döviz arz ve talebinin değişmesinin kur üzerindeki etkileri şekilde görülmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden dolayı, kısa dönem faiz farkları da döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Dünya faiz oranlarından düşük bir ulusal faiz oranı, dışarıya sermaye çıkışına neden olurken, ulusal faiz oranları nispi olarak yüksekse, bu durum, yurt içine sermaye akımlarının hızlanmasına neden olur. Burada bahsi geçen faiz, reel faiz oranlarıdır.

Uluslararası yatırımcı, fonlarını bir ülkeye yönlendirirken temel olarak iki değişkeni göz önünde bulundurur. Bunlardan ilki, sermayesinin beklenen getirisidir (if). Bir diğeri ise yatırım süresince döviz kuru değişikliklerinden kaynaklanabilecek kar ve zararlardır.²⁹ Dolayısıyla yatırımın toplam getirisi şöyle hesaplanabilir:

$$r = i_f + \frac{ES - S}{S}$$

Burada S cari spot kur, ES ise yatırımın vadesinin dolduğu zaman için beklenen kurdur.

Bu yaklaşım için vurgulanması gereken bir diğer unsur da, spekülâtörlerin döviz kuru üzerindeki etkileridir. Döviz giriş ve çıkışı ile doğrudan bir bağlantısı olmadan da spekülâtörler kuru etkileyebilirler. Eğer spekülâtörler, uzun dönem döviz kurunu doğru tahmin ediyorlar ve spekülasyonu buna göre yapıyorlarsa, bu duruma, istikrar sağlayıcı spekülasyon; kuru doğru tahmin edemeyip uzun dönem dengesinden uzaklaştırıyorlarsa, istikrar bozucu spekülasyon denir.

²⁹ Stephen A. Baker, “An Introduction to International Economics”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1990, s.115.

Ödemeler bilânçosunun önemli eksiklerinden biri, bu yaklaşımla geleceğe yönelik döviz kuru tahmini yapmanın çok zor olmasıdır. Bir diğer önemli eksiklik, yaklaşımın, kısa dönem kur volatilitelerini açıklamadaki yetersizliğidir.³⁰

Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı:

Satın alma gücü paritesi teoremi, döviz kurunu etkileyen faktörlerden enflasyonu ön plana çıkaran bir yaklaşımdır. Uzun dönemde enflasyon ve döviz kurları arasındaki ilişki satın alma gücü (purchasing power parity-PPP) kuralı olarak bilinmektedir. Bu teori, Gustav Cassel'in 1923'deki çalışması ile literatüre girmiştir.³¹ Satın alma gücü paritesi yaklaşımına göre döviz kurundaki değişimler, ülkeler arasındaki enflasyon farklarının bir fonksiyonudur.

Teorinin önemli varsayımlarından biri, tek fiyat yasasıdır. Bu yasaya göre, ülkeler arasında serbest ticaret durumunda, aynı malların fiyatlarının da aynı olması gerekir. Bunun nedeni mal arbitrajıdır. Örneğin, çeşitli ülkelerde Dolar cinsinden bakır fiyatlarına bakıldığında, fiyatların birbirine çok yakın olduğu görülebilir. Bu durum, satın alma gücü paritesi ile bağlantılıdır.

$$P_{US}(BAKIR) = S(\$ / TL) \cdot P_{TR}(BAKIR)$$

koşulu gerçekleşmediği zaman arbitrajcılar bu fiyatlar eşitlenene kadar bir ülkeden bakır alıp diğerine satacaktır.³²

Teoriyi mutlak formda tüm fiyatlar için ele alırsak;

$$P_{US} = S(\$ / TL) \cdot P_{TR}$$

³⁰ Mordechai E. Kreinin, “**International Economics: a Policy Approach**”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1987, s.125.

³¹ Gustav Cassel, “**Money and Foreign Exchange After 1914**”, McMillan, London, 1923.

³² Maurice D. Levi, “**International Finance: The Markets and Financial Management of Multinational Business**”, McGraw Hill, 2000, s.124.

olacaktır.

Buradan da;

$$S(\$ / TL) = \frac{P_{US}}{P_{TR}}$$

sonucuna ulaşılır.

Nispi formda satın alma gücü paritesinde ise denklem şu hale gelecektir.

$$P_{US}(1 + P_{US}^*) = S(\$ / TL) \cdot [1 + S^* (\$ / TL)] \cdot P_{TR}(1 + P_{TR}^*)$$

Denklemden $S^*(\$ / TL)$ spot döviz kurunun bir yıldaki değişimini, P_{TR}^* ve P_{US} ise iki ülkenin fiyat seviyesinde gerçekleşen bir yıllık fiyat değişimini simgelemektedir.³³

Parasal Yaklaşım:

Ödemeler bilançosu yaklaşımında döviz arzı ve talebini etkileyen ve kuru belirleyen temel faktör olarak, döviz akımları ele alınırken; parasal yaklaşımda, döviz kurları, ulusal para stokundaki değişiklikler tarafından belirlenmektedir.

Bu yaklaşıma göre, döviz kuru parasal bir olgudur.³⁴ Çeşitli paraların değiştirildiği bir piyasa söz konusudur. Para talebi reel gelir, fiyatlar ve faizin bir fonksiyonu olarak ele alınır. Fiyatların artmasıyla para talebi de artar. Fiyatların artması durumunda da, mübadele daha yüksek fiyatlardan gerçekleşeceğinden, para talebi de artacaktır. Faizler düştüğünde para tutmanın alternatif maliyeti azalacağından, para talebi artar.

³³ Levi, a.g.e., s.128.

³⁴ Carbaugh, a.g.e., s.324.

Parasal yaklaşıma göre, para arzı arttığında gelir artacak, bu durum ithalatın da artmasına neden olacaktır. Bu durum, döviz talebinin artmasına neden olur. Para arzı azalmasının bir diğer sonucu da faiz oranlarının düşmesidir. Faiz oranlarının düşüşü ile birlikte, yurt dışına sermaye akımı hızlanacaktır. Bu da, döviz arzının azalmasına neden olur.

Para talebinin artması da döviz kuru dengesini değiştirir. Örneğin, ülkede yeni bir maden yatağının bulunduğunu varsayalım. Bu yeni gelir kaynağı ile ülkenin milli geliri artacak ve bu da para talebini artıracaktır. Para talebi artışı ile faiz oranları yükselecek ve ülkeye sermaye girişi olacaktır.

Döviz kurunun belirlenme mekanizmaları ile ilgili bu üç teorinin de çeşitli eksiklikleri mevcuttur. Ödemeler bilançosu yaklaşımı, kısa vadeli kur volatilitelerini açıklamakta yetersiz kalmakta ve geleceğe yönelik kur tahminini zorlaştırmaktadır. Satın alma gücü paritesi yaklaşımında ise malların transfer giderleri ve gümrük vergileri gibi uluslararası ticaret önündeki engeller nedeniyle zayıf sonuçlar üretmektedir. Parasal teori ise bu karmaşık yapıya sadece bir yönüyle bakmakta ve diğer iki teorinin vurguladığı etkenleri tamamen göz ardı etmektedir.

Portföy Dengesi Yaklaşımı:

Ödemeler bilançosu yaklaşımında döviz kuru, ithalat ve ihracat gibi akım değişkenlerle belirlenirken portföy dengesi yaklaşımında bu değerlerin kur üzerindeki etkisi dolaylı ve zayıftır. Bireyler finansal varlık stokundaki değişiklikleri, kar motivasyonu ile gerçekleştirirler. Döviz kuruna dair getiri beklentileri, kurun temel belirleyicisidir. Cari işlemler dengesi ve para stoku, kuru doğrudan etkilemekten ziyade beklentileri değiştirmektedir.

Bireyler hangi varlıktan portföyünde ne kadar tutacaklarına varlıkların getirilerini tahmin ederek karar vermektedirler. Para arzı ve cari işlemlerdeki diğer değişiklikler bu beklentileri etkileyerek, döviz kurunu değiştirir.

Portföy dengesi yaklaşımına göre, TL bazlı varlıkların değerinin temel belirleyicisi, varlıkların getirisinin yabancı varlıklara kıyasla ne olacağı konusunda oluşan beklentilerdir. Eğer TL bazlı varlıkların beklenen getirisi, yabancı varlıklardan fazlaysa, talebi artar. Beklenen getirilerin oluşumunda etkili olan unsurlar şöyle belirtilebilir:³⁵

a) TL bazlı varlıkların faiz getirisi

b) Alternatif yabancı varlıkların faiz getirisi

c) TL'nin yabancı paralar karşısında değer kaybı / kazancı

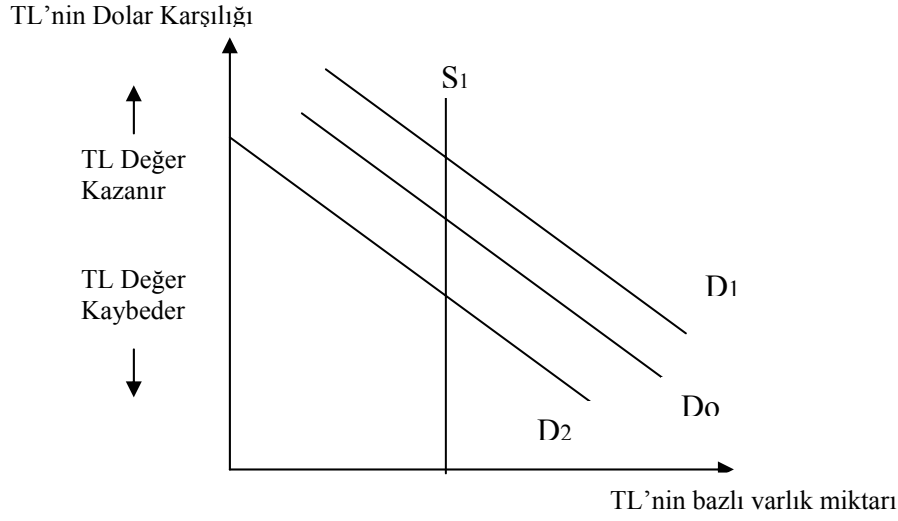
Örneğin TL bazlı bonoların faiz getirisinin yüzde 20, TL'nin ABD Doları karşısındaki getirisinin yüzde 10 olduğunu varsayalım. Bu durumda toplam getiri yüzde 30 olacaktır. Fakat Türkiye'deki faiz oranları yüzde 20 ise ve TL, ABD Doları karşısında toplam yüzde 10 değer yitirmişse, toplam getiri yüzde 10'a düşer. Bu durumda, ABD bazlı varlıkların faizi yüzde 10'dan fazla ise, TL bazlı varlıkların talebi düşer. Tam tersi durumda, yani yüzde 10'dan daha düşükse, TL bazlı varlıkların talebi artar.

Grafik 2.2, portföy dengesi yaklaşımına göre döviz piyasası dengesini göstermektedir.³⁶

³⁵ Carbaugh, a.g.e., s.328.

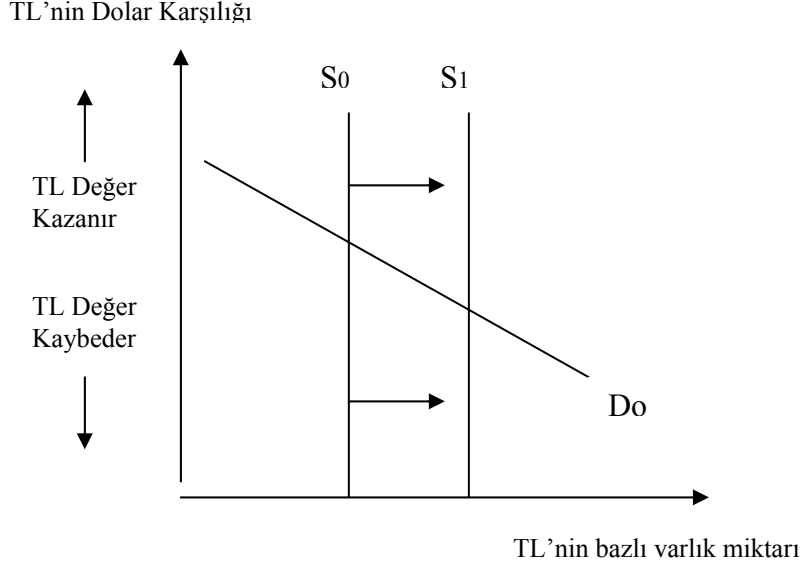
³⁶ a.g.e., s.329.

Grafik 2.2: Portföy Dengesi Yaklaşımında Talep Değişiminin Döviz Kuruna Etkileri



Böyle bir yapıda döviz kuru piyasaları, menkul kıymet piyasalarına benzer. TL bazlı varlıkların beklenen getirisi artınca, talebi artar.

Grafik 2.3: Portföy Dengesi Yaklaşımında Arz Değişiminin Döviz Kuruna Etkileri



Grafik 2.3'ten de görüldüğü gibi, arzdaki değişiklik de döviz kuru volatilitesi açıklayan bir diğer unsurdur.

2.1.1.3. Döviz Kuru Sistemleri

Ekonomik istikrarın alt yapısını yaratmakta hangi döviz kuru sisteminin etkin bir rol oynayacağı literatürde tartışılmalıdır. Bazı iktisatçılar sabit döviz kuru sistemlerinin en istikrarlı sistem olduğunu savunmaktadırlar. Döviz krizleri ile ilgili bazı çalışmalar ise sabit kur sistemlerini, krizlerin en önemli sebebi olarak göstermektedir. Fakat özellikle yoğun portföy akımlarına maruz kalan ülkelerde döviz kurunun volatilitésinin çok yüksek olacağı tahmin edilebilir. Döviz kurunun bu derecede oynak olması ekonomide öngörülebilirliği engelleyerek istikrarı zedeleyebilir. Ayrıca bu durum ithalat ve ihracat işlemleri açısından da birçok sorun yaratır. İktisat politikası uygulayıcıları bu iki uç sisteme bağımlı değildirler. Her iki sistemin ortasında duran ara rejimler de söz

konusudur. Tüm bu döviz kuru sistemlerinde politikacılar bir ikilemle karşı karşıyadırlar, ellerindeki hedef değişken sadece döviz kurunun istikrarı değildir. Döviz kurunun etkilediği ödemeler bilânçosu dengesini sağlamak bir başka hedef değişken olarak ön plana çıkmaktadır. Hangi döviz kuru sisteminin istikrar yaratıcı olduğunu anlamak üzere yapılan ampirik çalışmalar da sorunlar içermektedir. Her şeyden önce hangi ülkenin hangi sistemi uyguladığını belirlemek zordur. Bu durumun en önemli nedeni, ülkelerin IMF'ye uyguladığını bildirdiği döviz kuru sistemleri ile fiili olarak uyguladığı sistemler arasında çelişki bulunmasıdır.³⁷

Sabit Döviz Kuru Sistemi:

Bretton Woods sisteminin çöküşüne kadar bu sistem, dünya genelinde en yaygın kullanılan döviz kuru sistemi olmuştur. Sabit döviz kuru sisteminde ülke yerel parasının, yabancı para cinsinden (veya değerli madenler gibi varlıklardan) alış ve satış paritesini belirlenir. Bu paritenin değişmezliği hukuki yasalarla değil iktisadi yasalarla sağlanır. Para otoritesi talep edilen miktarda ve açıklanan paritede alım satım yapacağını taahhüt eder. Böylece piyasada, pariteden farklı bir işlem yapılması iktisadi olarak anlamsızlaşmış olur. Ödemeler bilânçosunun denkliği söz konusu olduğunda ve enflasyonun olmadığı bir ülkede sistemin sorunsuz işleyeceği açıktır. Fakat pratikte bu teorik koşulu sağlayan ülke bulunmamaktadır. Dış açık ve enflasyonun varlığı altında bu sistem, dış açık sorununu daha da kötü bir hale getirebilir. Dış fazla durumunda ise sabit döviz kuru sisteminde para arzı hızla genişleyeceğinden enflasyon problemi kötüleşecektir. Bu da bir süre sonra ödemeler bilânçosu dengesinin dış fazla durumundan, dış açık durumuna kayması demektir.

³⁷ Eduardo Levy- Yeyati, Federico Sturzenegger, “ To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth” **American Economic Review** vol. 93/4, 2003 s 1173–1193.

Esnek Döviz Kuru Sistemi:

Esnek döviz kuru sisteminde merkez bankası hiçbir şekilde piyasaya müdahalede bulunmaz. Sistemde döviz kurunu belirleyen, döviz piyasasındaki arz ve talep dengesidir. Sistemin en büyük özelliği para otoritelerinin, bağımsız bir para politikası uygulamasına olanak vermesidir. Friedman’a göre esnek kur sistemleri, özellikle kısa ve orta dönemde, diğer sistemlere göre, reel şokların olumsuz etkileri ile mücadelede daha başarılı olmaktadır. Döviz kuru, piyasadaki bütün fiyat mekanizmasını doğrudan etkilediğinden tüm piyasaların dengeye gelmesine katkı sağlamaktadır. Esnek kur sisteminin performansını inceleyen ampirik çalışmalar, bu sistemin enflasyonu daha kalıcı hale getirdiğini vurgulamaktadırlar.³⁸

Yönetimli Dalgalanma(Managed Float)

Bu sistemde, görünürde esnek döviz kuru sistemi uygulanmaktayken fiiliyatta döviz piyasasına müdahaleler yapılmaktadır. Normalde sistemin amacı oluşabilecek dalgalanmaları ve özellikle geçici nitelikteki dalgalanmaları engellemektir. Fakat sistemin kötüye kullanımı sıkça görülen bir durumdur. Bazı ülkeler yönetimli dalgalanma sistemini döviz kurunu baskılayıp portföy yatırımlarından daha fazla pay almak amacıyla kullanmaktadırlar. Böyle bir durumda para otoritelerinin resmi olarak açıkladığı bir üst band olmasa da kur belli bir eşiği yukarı doğru aştığında piyasaya müdahale edilir.

³⁸ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, “**Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**”, TÜGİAD 2002, s. 38.

Şüphesiz böyle bir uygulama fiyat sisteminin doğru çalışmasını engelleyeceği gibi olağanüstü bir belirsizlik yaratır.

Aralık İçinde Dalgalanma (Floating Within A Band)

Bu sistemde döviz kurunun çıkabileceği maksimum üst limit ve ineceği minimum alt limit açıklanmakta ve kur bu iki limit arasında serbestçe salınmaktadır. Limitler arasında döviz kurunu belirleyen mekanizma arz ve talep dengesidir. Kur üst sınıra tırmandığında merkez bankası müdahale eder ve bir satım ihalesi ile piyasaya döviz arz eder. Kurun alt sınıra yaklaştığı bir durumda ise tam tersi bir politika izlenir.³⁹

Kaygan Aralık (Sliding Band)

Kaygan aralık sistemi, aralık içinde dalgalanma sistemine benzemektedir. Aralık içinde dalgalanma gibi alt ve üst sınırı belirlenmiş bir band söz konusudur. Fakat bu band belirli aralıklarla değiştirilmektedir.⁴⁰

Yönlendirilmiş Sabit Parite (Crawling Peg)

³⁹ Laurance Copeland , “**Exchange Rates and International Finance**” 4th ed. Pearson Education Publishing 2005, s 416.

⁴⁰ Azim Özdemir ve Gülbin Şahinbeyoğlu “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **Tartışma Tebliği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Eylül 2000. s.3.

Bu sistemde sabitlenmiş bir kur söz konusudur. Fakat bu kur genellikle önceden açıklanmış zaman dilimlerinde daha yüksek bir paritede yeniden sabitlenir. Böylece basamaklı bir artış gerçekleşir. Bu sistem kaygan aralık sistemine benzemekle birlikte, herhangi bir band içinde serbestçe dalgalanma söz konusu olmadığı için daha katıdır.⁴¹

Para Kurulu (Currency Board)

Para kurulu sisteminde genellikle merkez bankasının tasfiyesi söz konusudur. Ancak merkez bankası ile paralel olarak çalışan para kurulu uygulamaları da mevcuttur. Para kurulu sisteminde uluslararası kabul gören, istikrarlı bir ülkeye ait yabancı para rezerv para seçilir ve yerel para belirli bir pariteden bu rezerv paraya sabitlenir. Tarihte ilk defa 1849 yılında İngiltere sömürgesi Mauritius’da uygulanmış olan bu sistemde, para kurulu otoriteleri ancak kendisine getirilen dış varlıklar karşılığında parasal tabanı genişletmektedir. İç varlıklar içinse bu durum söz konusu olmamaktadır. Böylece belirsizlik tamamen ortadan kalkar son 20 yıl içerisinde gerçekleşen önemli para kurulu uygulamaları Hong Kong (1983), Arjantin(1991), Estonya(1992), Litvanya(1994), Bulgaristan(1998) uygulamalarıdır.⁴²

⁴¹ A.g.e. s.6.

⁴² Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, A.g.e., s. 31.

2.1.1.4. Döviz Krizleri: Teorik Yaklaşımlar

Birinci Nesil Modeller

Döviz krizlerini, teorik bir çerçevede açıklamaya çalışan modeller Krugman'ın 1979 makalesine kadar geri götürülebilir.⁴³ Bu çalışma ve paralel çalışmalar literatürde daha sonraları Birinci Nesil Modeller olarak adlandırılmıştır. Bu modellere göre bir ülkede bütçe açığı, bütçe açıklarının monetizasyonu, ve sabit kur sistemi söz konusuysa, döviz krizi kaçınılmazdır.

Kanonik kriz modelleri adı da verilen Birinci Nesil Modeller'e göre bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi tutarsızdır. Bu tutarsızlık merkez bankasının, rezervleri belli bir düzeye inene kadar bir sorun yaratmazken, bu teorik düzeyin altında, bir spekülative atak sonucu, döviz krizi gerçekleşir. Dolayısıyla merkez bankasının sahip olduğu rezerv düzeyi bilindiğinde krizin de ne zaman gerçekleşeceği tahmin edilebilir. Krugman bu çalışmayı yaparken Salant ve Henderson'un 1978'de altın piyasası ile ilgili yaptığı çalışmayı baz almıştır⁴⁴. Bu çalışmaya göre hükümet elindeki altın rezervlerini kullanarak, altın fiyatındaki değişimleri düzenlemekte, altın rezervleri bittiğinde ise, spekülative atak gerçekleşerek altın fiyatı yükselmektedir.⁴⁵

Krugman , Salant ve Henderson'un herhangi bir mal (altın) için ele aldığı bu durumun döviz piyasaları için de geçerli olacağını belirtmektedir. Başlangıç koşullarında yerel para stoğunun tamamı spekülative atak amacı ile kullanılsa bile sistemin çökmediği (döviz rezervlerinin bu durumu karşılamaya yeterli olduğu) bir durumu ele alalım. Böyle

⁴³ Krugman, "A Model Of Balance Of Payments Crises", **Journal Of Money, Credit and Banking** ,August 1979.

⁴⁴ Stephen Salant ve Dale Henderson, "Market Anticipations of Government Gold Policies and The Price Of Gold", **Journal Of Political Economy**, August 1978.

⁴⁵ Aydan Kansu " Türkiye 1994 ve 2001Krizleri" Derin Yayınevi İstanbul 2004 s 57.

bir durumda eğer bütçe açıkları söz konusu ise ve bu bütçe açıkları para basılarak kapatılıyorsa sistem sürdürülemezdir. Bu tutarsızlık kendini şöyle gösterir.⁴⁶

- i) Hükümetin bütçe açığını monetize etmesi
- ii) Sabit kurun sürdürülmesi amacıyla rezervlerin tükenmeye başlaması
- iii) Rezervlerin azalışının sabit kur üzerinde baskı yaratması

Bu koşullar gerçekleştiğinde spekülasyon atağın yaklaştığı söylenebilir. Spekülasyon atağın gerçekleştiği an, spekülasyoncuların sistemi sonlandırabileceğini hissettikleri andır.

İkinci Nesil Modeller

1992’de Avrupa’da ERM (Exchange Rate Mechanism) krizi yaşandığında Birinci Nesil Modeller, bu krizi açıklamakta yetersiz kalmıştır. Çünkü Avrupa ülkeleri hükümetlerinin elinde sistemi koruyacak miktarda rezerv olmasına rağmen korumamışlardır.

İkinci nesil modellerin öncüsü olan Obstfeld’e göre bütçe açığı ve bütçe açığının para basılarak karşılanması söz konusu olmadığı durumlarda bile baskılanmış döviz kuru sistemlerini sürdürmenin önemli maliyetleri vardır. Bu maliyetlerin başında yüksek faiz oranları ve yüksek işsizlik gelmektedir. Böylece bir çoklu denge oluşmaktadır. Bu dengelerden ilki, sistemi sürdürme ikincisi sürdürmeme şeklindedir. Hükümet hangi dengeyi seçeceğine karar verirken makro ekonomik büyüklüklerden gelen sinyalleri ve piyasa beklentilerini baz alır.

⁴⁶ A.g.e. s.61.

Üçüncü Nesil Modeller

Portföy yatırımı akımlarının döviz krizi üzerindeki etkisine en fazla vurgu yapan modeller, Üçüncü Nesil Modeller'dir. Bu teorik çatıya göre bankacılık sisteminin kırılganlığı arttığında, büyük bir kurumun iflası gibi bir kıvılcım portföy yatırımlarının hızla yurtdışına kaçmasıyla sonuçlanır. Döviz kuru artar, bu artış açık pozisyonda olan bankaların bilânçolarında baskı yaratır ve iflaslar süreci başlar.

1997 Asya krizi ile birlikte, birinci ve ikinci nesil modellerin öngörülerinin, bu tarz bir krizi açıklamaktan uzak olduğu ortaya çıkmıştır. Üçüncü Nesil Modellerde, döviz krizi sürecindeki temel problem olarak, bankacılık sisteminin sorunları öne çıkmaktadır. Bu süreçte, ahlaki risk problemlerini arttıran temel neden ise, bankaların döviz cinsinden aşırı borçlanmasıdır (overlending). Kamunun açık ve zımni kurtarma garantileri de (bailout guarantees), aşırı borçlanma olgusunu ve banka bilânçolarındaki kötüleşmeyi arttırmaktadır.⁴⁷

Üçüncü Nesil Modellerin temel özelliklerinden biri, aşırı borçlanma kavramına yoğunlaşmalarıdır.⁴⁸ Aşırı borçlanmada, mevduat sigortaları gibi açık veya zımni kurtarma garantileri de önemli rol oynamaktadır. Bir diğer ifadeyle, bankalar, iç piyasada artan kredi talebini karşılamak için, bu garantilere de dayanarak dış borçlanma yapmaktalar ve iç piyasada artan borçluluğu desteklemektedirler. Bu durumun yanı sıra, artan borçlanmayla birlikte ahlaki risk de artmaktadır. Çünkü kredi talebindeki hızlı artış, faiz oranlarını yükseltmektedir. Bankalar, kur garantileme (hedging) aracını kullanmadan, döviz cinsinden hızla borçlanarak, yüklendikleri riskleri mevduat sigortası veya zımni kurtarma garantisi yoluyla devlet bütçesine aktarmaktadırlar.⁴⁹

⁴⁷ a.g.e. s.15.

⁴⁸ Ronald I. McKinnon ve Huw. Pill, "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing", **Oxford Economic Review of Economic Policy**, April 1999, s.3.

⁴⁹ Mehmet H Bilgin, Gökhan Karabulut ve Hakan Ongan, "**Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri**", İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No: 2002-41, İstanbul, 2002,s.21.

2.1.2. Fiyatlar Genel Düzeyi İstikrarı

2.1.2.1. Enflasyonun Tanımı

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin düzenli bir biçimde yükselmesidir.⁵⁰ Bir başka tanımla enflasyon, parasal gelirdeki fiili büyümenin, üretimdeki fiili büyümeden daha yüksek olmasıdır. Fiyatların bir defalık yükselmesine enflasyon değil fiyat artışı denir.

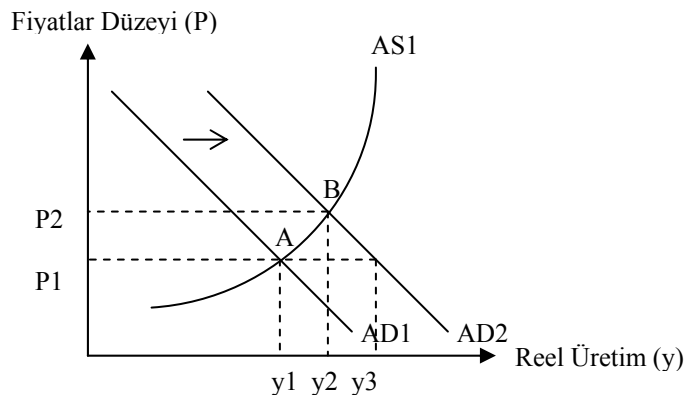
Enflasyon hesaplarında, tüm mal ve hizmetlerin fiyatları baz alınmaz. Belirli örneklemeler tespit edilip endeksler oluşturulur. Dolayısıyla istatistik biliminin araçları ile hesaplanan enflasyon endeksleri ile bireysel olarak hissedilen enflasyon arasında fark oluşabilir.

2.1.2.2. Enflasyonun Türleri

Talep Enflasyonu:

Talep enflasyonu aşağıda Grafik 2.4’de gösterildiği gibi toplam arz sabitken toplam talebin artması nedeniyle oluşmaktadır.

Grafik 2.4. Talep Enflasyonu



⁵⁰ Merih Paya “**Makro İktisat**” Filiz Kitabevi İstanbul 1997. s. 376.

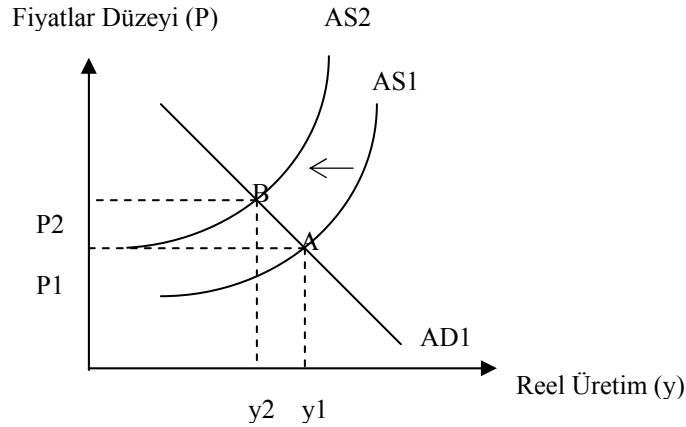
Şekilde ekonomi başlangıçta toplam arz (AS1) ve toplam talep (AD1) eğrilerinin kesiştiği A noktasında dengededir. Bu denge noktasında fiyat düzeyi P1’dir. Ekonomi bu durumda iken toplam harcamaların arttığını varsayalım. Talepte meydana gelen bu artış toplam talep eğrisinin AD1’den AD2’ye doğru kayması ile gösterilmiştir.

Toplam talebin bu şekilde sağa kayması ile P1 fiyat düzeyinde, y_1 - y_3 kadar talep fazlası oluşacak, ekonomide hem fiyatlar hem de üretim yükselerek A noktasından B noktasına gelecektir. Fiyatların bu nedenle, P1’den P2’ye yükselmesine “Talep Enflasyonu” denmektedir.

Maliyet Enflasyonu:

Bir ekonomide mal ve hizmetlere olan talep sabitken arzın azalması nedeni ile de enflasyon oluşabilir. Bu durumu Grafik 2.5’de inceleyebiliriz.

Grafik 2.5. Maliyet Enflasyonu



Şekilde başlangıçta ekonomi, toplam talep eğrisi (AD1) ile toplam arz eğrisinin (AS1), kesiştiği A noktasında dengededir. Reel üretim düzeyi y_1 ve fiyatlar genel düzeyi P_1 'dir. Ekonomide mal ve hizmetlere yönelik talepte bir değişme yokken toplam arzın azaldığını yani S_1 'den S_2 'ye sola doğru kaydığını varsayalım. Bu kayma maliyetleri artan firmaların aynı miktar mal ve hizmeti daha yüksek bir fiyattan üretmeye razı olacaklarını gösterir.

Maliyetlerin artmasıyla meydana gelen arz kayması sonucu P_1 fiyatı, P_2 'ye yükselerek ekonomi A noktasından B noktasına gelecektir. Fiyatların bu şekilde arz kaymasına bağlı olarak yükselmesine “maliyet enflasyonu” denir.

2.1.2.3. Diğer Enflasyon Tanımları

Sürünen Enflasyon: Yıllık %1–3 düzeyinde sürekli fiyat artışlarına sürünen enflasyon denir. Bu tip bir enflasyonun ekonomik faaliyeti desteklediğini öne süren iktisatçılar mevcuttur. Sürünen enflasyonda bireyler fiyatlar düzeyinde düzenli bir artış olduğunu bilseler bile bunu gündelik iktisadi hayatlarında hissetmeleri için uzun bir zaman geçmesi gerekir.

Yapısal Enflasyon: Ekonomide belli sektörlerde var olan üretim sorunu nedeniyle arz-talep dengesizlikleri oluşur ve bu durum fiyatlar genel düzeyine yansır.

Hiperenflasyon: Fiyatlar genel düzeyindeki düzenli ve çok yüksek oranlı artışlardır. Çeşitli tanımlara göre bu yüksek oranın sınırı %100 ile %500 arasında değişmektedir. Bu sınırı aşan enflasyon düzeyleri hiperenflasyon olarak adlandırılır. Almanya, Brezilya, İsrail gibi birçok ülke bu olgu ile karşılaşmıştır.

İlmlı Enflasyon: %3–4 civarı olan enflasyon düzeyi, bazı çalışmalarda ılımlı enflasyon olarak adlandırılmaktadır. Bu tanımı kullanan iktisatçılar %4–100 arası enflasyon düzeyini de yoksek enflasyon olarak adlandırmaktadırlar

2.1.2.4. Yabancı Sermaye Akımları ve Fiyat İstikrarı

Yabancı sermaye akımlarının fiyat istikrarı üzerindeki etkisi çok çeşitli kanallardan oluşmaktadır. Öncelikle dolaysız sermaye yatırımlarını ele alırsak bu tarz yatırımlar ilk etapta üretimi yani toplam arzı arttıracaktır. Bu etki fiyatlar genel düzeyini azaltma yönünde bir etkiyi de beraberinde getirir. Doğal olarak, burada önemli olan yabancı sermaye yatırımı ile oluşacak üretimin iç pazarı mı, yoksa dış pazarı mı hedef aldığı bu sonucu değiştirebilir. İç pazarı hedef alan bir üretimde, fiyatlar genel düzeyini aşağı çeken etki doğrudan oluşurken, dış pazarı hedef alan üretimde durum daha karışıktır. Böyle bir durumda oluşacak etki uygulanan kur sistemine bağlı olarak değişecektir. Bu etki portföy yatırımlarının fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi ile paralellik içerdiğinden konu portföy yatırımları çerçevesinde ele alınacaktır. Dolaysız sermaye yatırımlarının fiyatlar genel düzeyi üzerinde bir etkisi de, yatırımcının ev sahibi ülkeden ana ülkeye kar payı aktarımı gerçekleşmesi ile ortaya çıkar. Bu etki de portföy yatırımlarının çıkışıyla paralellik arz eder.

Portföy yatırımlarının fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi uygulanan kur sistemine bağlı olarak değişmektedir. Bu etkiler Mundell-Flemming modeli çerçevesinde ele alınabilir.

Sabit Kur Sisteminde

Sabit kur sisteminde para otoritelerinin bağımsız bir para politikası izleme olanağı ortadan kalkar. Portföy yatırımları ülkeye girdiğinde döviz kurunu sabit tutmak amacıyla oluşan ek döviz arzı merkez bankası tarafından satın alınır. Doğal olarak piyasaya yerel para arz edilir. Bu sürecin enflasyonist baskıyı arttıracaağı kesindir. Portföy yatırımları ana ülkeye geri dönerken ise tam tersi bir etki oluşur.

Esnek Kur Sisteminde

Esnek kur sisteminde bağımsız para politikası sürdürülebilirliğini korumaktadır. Portföy yatırımlarının enflasyon üzerindeki etkisi döviz kuru yoluyla olmaktadır. Portföy yatırımları ülkeye girdiğinde döviz arzı bollaşır ve döviz kuru düşer. Bu durum ithal malların fiyatlarını düşürürken, ithalata konu olan ham madde ve ara mallarında fiyatlarını düşürerek fiyatlar genel düzeyini etkiler.

2.2. Dünyada Ekonomik İstikrar ve Krizler

2.2.1 Bretton Woods Sistemi Ve Ekonomik İstikrar

Birinci Dünya Savaşı, savaşa giren ülkelerin üretim faktörlerinin büyük bir kısmının zarar görmesine yol açmıştır. Bu ülkelerde büyük insan kayıpları gerçekleşmiş, emek arzı onarılması uzun zaman alacak şekilde azalmıştır. Stoklar tükenmiş, sermaye son derece yetersiz hale gelmiştir. Ulaştırma ve iletişim sistemleri zarar görmüştür. Bu ülkelerde enflasyon oranları çok yüksek seviyelere yükselse de, yoğun dış ticaret kontrolleri ve sermaye akımları nedeniyle uluslararası ticaret dengeden uzaklaşmış ve enflasyon döviz kurlarına yansımamıştır.

1947’de Avrupa, toplam üretiminin yüzde 6 daha fazlasını tüketmekteydi. Toplam dış ticaret açığı 7 milyar Doları aşmıştı. Bu açığın 2/3’ü ABD ile yapılan dış ticaretten kaynaklanmaktaydı. Avrupa ülkeleri, paralarının aşırı değerli olması durumunun devamını istemeleri nedeniyle devalüasyondan kaçınmaktaydılar. Bunun nedeni, ülkelerin yeniden inşasına yönelik ithalatın ucuz olması arzusuuydu. Aynı dönemde ABD, Avrupa’nın yeniden inşası için Marshall planını yürürlüğe koymuş, bağış ve kredilerle Avrupa’ya yardım etmeye başlamıştı.

Bu gelişmelerin yanı sıra, 1944’de ABD ve Avrupa ülkeleri savaş sonrası uluslararası ödemeler ve döviz kuru sistemini belirlemek üzere Bretton Woods konferansını ABD’nin New Hampshire eyaletinde topladılar. Konferansta, Uluslararası Para Fonu

(International Monetary Fund-IMF), Dünya Bankası (Worldbank) gibi günümüz finansal sistemi üzerinde de önemli etkileri olan kurumların çalışma prensipleri oluşturulmuştur. Ayrıca, üye ülkelerin paralarının ABD Doları karşılıkları belirlenmiş ve 35\$=1 ons altın olacak şekilde Doların altın karşısındaki değeri sabitlenmiştir.

Bu sistemin yaratabileceği bazı sıkıntıları giderme görevi ise IMF'ye verilmişti. IMF, uluslararası ödemeler sisteminde bir tıkanma yaşanmasının önüne geçmek üzere faaliyet göstermekteydi. Uzun dönemli bir ödemeler bilançosu açığı yaşayan ülkeler, IMF'nin izni olmaksızın yüzde 10'a kadar devalüasyon yapabilirken, bunun üstündeki oranlarda IMF'nin onayı gerekiyordu. Bretton Woods sistemi çerçevesinde, bu tarz zorluklarla karşılaşan ülkeler, IMF'den kredi talep edebilirdi. Her ülkenin IMF'ye yaptığı katkıyla orantılı olarak havuzdan çekebileceği belli bir kota belirlenmişti. İlk yıllarda, bu kotalar ve ödemeler altın rezervi olarak belirlenmişken, günümüzde özel çekme hakkı (Special Drawing Rights-SDR) olarak adlandırılan farklı bir uluslararası rezerve dönüştürülmüştür.

Bretton Woods sisteminin bir sonucu da, üye ülkelerin merkez bankalarının rezerv para olarak ABD Doları kullanmaya başlamasıdır. Bretton Woods sistemi 1950'lerden itibaren eleştirilmeye başlanmıştır. Sistemin politik dinamiklere uyum sağlama açısından çok sert olduğu öne sürülmüştür. Ayrıca, ödemeler bilançosu açığı ile karşılaşan ülkeler için, hemen devalüasyon söylentileri çıkması ve sermaye çıkışı gerçekleşmesi ile sürecin hızlanması, sistemin bir diğer açığı olarak değerlendirilmiştir.

Sistemin altın rezervlerine bağlı olması, bir diğer sorun kaynağını oluşturmaktaydı. Altın, II. Dünya Savaşını takip eden yıllarda, ortalama yıllık yüzde 1 civarında bir artış göstermiştir. Sisteme üye olan ülkelerin büyüme hızları göz önünde bulundurulduğunda, bu artışın yetersiz kaldığı söylenebilir.⁵¹

Bu tartışmaların yanı sıra, ABD'nin ödemeler dengesi açıkları; özel sermaye çıkışları, askeri harcamalar, Marshall Planı çerçevesinde verilen yardımlar ve 1970'lere kadar yoğun bir şekilde devam eden ABD'nin Avrupa'ya verdiği borçlar nedeniyle, önemli artışlar göstermiştir. ABD, bu açığı, ihracatını artırarak kapatmayı denemiş, fakat başarılı olamamıştır. Bunun üzerine, hazine bonosu ihracı ve altın rezervi satışına başvurmuştur.

⁵¹ Richard T. Baillie ve Patrick C. McMahon, **The Foreign Exchange Market: Theory and Econometric Evidence**, Cambridge University Press, 1989. s.59.

Bu nedenle, ABD'nin altın rezervleri hızla düşmüş ve Doların altına konvertibilitesi tehlikeye girmiştir.

İlk olarak İngiltere, 1967'de Pound/Dolar paritesini 1 Pound = 4.03 Dolardan 2.8 Dolara çekmiştir. Ardından, 1969'da Fransa, yüzde 11 oranında bir devalüasyon gerçekleştirmiştir. 1970'de Kanada, 1971'de Almanya, Bretton Woods sistemini terk etmiş ve esnek kur sistemine geçmişlerdir.

Smithsonian anlaşması ile sistem yeniden yapılandırılıp, sorunları giderilmeye çalışılmışsa da, Bretton Woods sistemi 1973 yılında tamamen terk edilmiştir. Sistemin çöküşünün ardından dünyada döviz kuru volatilitesi hızla artmıştır. Bir diğer gelişme ise, teknolojik ilerlemenin de yardımıyla döviz piyasalarının işlem hacminin artmasıdır. Örneğin, 1983'de dünyada, günlük dolaşım ortalama 110 milyar Dolarken, bu rakam 1992'de 880 milyar Dolara çıkmıştır.⁵² Aynı süreçte, Tablo 2.2'den de görüldüğü gibi uluslararası sermaye hareketleri de hızla artmıştır. Bunun, uluslararası finansal sistemin kırılganlığının artmasında bir diğer etken olduğu varsayılabilir. Göze çarpan bir diğer gelişme de, bu süreçte dünyada yaşanan döviz krizlerinin artmasıdır. Ayrıca, bu krizlerin ekonomiye negatif etkileri de giderek ağırlaşmıştır. Aşağıda bu krizlerden bazıları incelenecektir.

2.2.2. Dünyada Ekonomik İstikrarsızlık

Bretton-Woods çatısı altında yaşanan görece olarak istikrarlı bir dönemden sonra, son 20 yıl dünya için iktisadi krizlerin yoğun olarak yaşandığı bir döneme girilmiştir. Burada krizlerin en şiddetli olanları ve bu dönemi en iyi simgeleyenleri ele alınacak ve yabancı sermaye akımları ile ilişkileri incelenecektir.

Ele alınacak ülkelerden ilki Arjantin'dir. Arjantin 1970'lerde yaşanan petrol krizi döneminin etkisi ile 1982'de bir borç krizi ile karşılaşmıştır. 1970'lerde %100'lerin üzerinde seyreden enflasyon oranı, 1989'da %3000'leri aşmıştır. Fiyat istikrarının bu derecede bozulması karşısında çeşitli hükümetler anti-enflasyonist istikrar programları

⁵² Jeffrey A. Frankel, Giampaolo Galli ve Aalberto Giovannini, **The Microstructure of Foreign Exchange Markets**, University Of Chicago Press, 1996. s.20.

uygulamış fakat başarılı olamamıştır. Uygulanan ilk program ‘‘Austral Planı’’ olarak adlandırılan kur, fiyat, ücret sabitletlenmesine dayanan bir programdır ve başarısız olmuştur. 1991’de uygulamaya koyulan para kurulu sistemi ise fiyat istikrarını sağlamakta başarılı olmuştur.⁵³ 1990’ların ilk yarısı istikrarlı bir büyüme ve fiyat istikrarı hedeflerini yakalayan Arjantin 1994’de Meksika’da yaşanan krizin yarattığı etkiden de (tekila etkisi) yara almadan kurtulmuştur. Nisan 1991’de başlayan ve 1992’de paradan sıfır atılarak oluşturulan 1 Dolar =1 peso paritesi Aralık 2001’e kadar korunmuştur. Bu tarihte bir kriz yaşanmış ve bir Dolar 3 pesonun üstüne çıkmıştır.

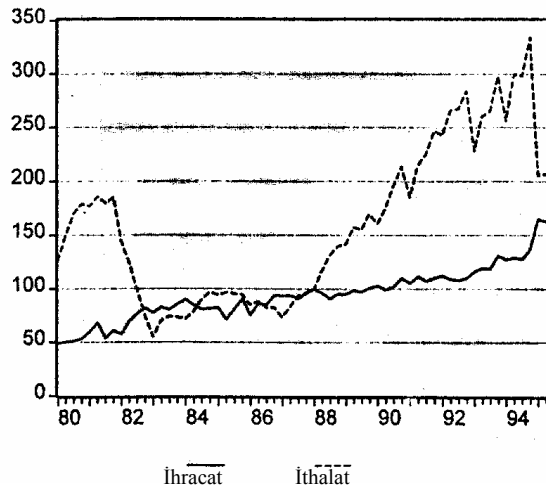
Son 20 yılda yaşanan krizler arasında bir diğer ilginç örnek, 1994 ERM krizidir. Bretton-Woods sisteminin çöküşünün ardından Avrupa ülkeleri esnek kur sistemine geçmek istememiş ve 1979’da Avrupa Parasal Sistemi (European Monetary System) adında bir sistem kurmuştur. Sisteme başlangıçta 12 batı Avrupa ülkesi üye olmuştur. EMS sistemi, bir aralık içinde dalgalanma sistemidir. Sisteme üye her ülke Dolara karşı belli bir sabit parite belirlemiş ve bu parite çerçevesinde $\pm\%2.25$ dalgalanmalara izin vermiştir.⁵⁴ Sistem 1992’ye kadar sorunsuz işliyor görünse de, 1980’li yılların sonuna doğru birçok sorun yaratmaya başlamıştır. Bu sorunların başında yüksek faiz oranları ve buna bağlı olarak düşük yatırımlar ile yüksek işsizlik gelmektedir. Uzun süre band sistemini korumak, faiz oranlarının yüksek tutulması ile gerçekleşmiştir. Bölüm 2.1.1.4.’de belirtildiği gibi tüm bu sorunlara rağmen Avrupa merkez bankalarında bulunan döviz rezervi göz önünde bulundurulduğunda, sistemin 1992’deki spekülative atağı da atlatabileceği açıktır. Fakat yola yüksek işsizlik sorunu ile devam etmek istemeyen Avrupa ülkeleri George Soros’un başlattığı spekülative atağa karşı koymamış ve ilk önce İngiltere sistemden çıkarak paritenin %20 yukarı sıçramasına sebep olmuştur. İngiltere’nin bu tercihinin ardından yüksek büyüme ve düşük işsizlik oranı hedefini yakaladığı görülmüştür. Sistemin üyesi olan diğer ülkelerde de ERM krizinden sonra da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Dolayısıyla bu sonuçlar göz önünde bulundurulduğunda ERM krizinin gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı krizlerden farklı bir doğaya sahip olduğu söylenebilir.

⁵³ Hakan Akyazı, **Para Kurulu ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:214, 1998, s.113-114.

⁵⁴ Laurance Copeland , A.g.e. s 459.

Meksika krizi, döviz kuru baskılanması politikasının ekonomiler üzerindeki yıkıcı etkilerine iyi bir örnek oluşturmaktadır. 1987 Aralık ayında Meksika’da Carlos Salinas başkanlığındaki hükümet öncülüğünde sivil toplum kuruluşlarının da desteğiyle, yüksek enflasyon ile mücadele etmek üzere bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Programlarda, döviz kuru politikasının (crawling peg-sürünen askı) yanı sıra, özelleştirme, finansal piyasaların liberalleştirilmesi gibi yapısal reformlara da yer verilmişti. Fakat finansal liberalizasyonla birlikte, banka bilânçolarında geri ödenmeyen krediler hızla artmıştır. Yönlendirilmiş sabit parite politikası ve bütçe açıkları ile artan dış ticaret açıkları, 1994 yılında yürürlüğe giren NAFTA anlaşması ile birlikte, daha da büyümüştür. Grafik 2.6’da kur politikasının ihracat ve ithalat üzerindeki etkileri görülmektedir. Aralık 1994’te büyük bir spekülasyon atakla birlikte, uygulanan döviz kuru politikası çökmüştür.⁵⁵

Grafik 2.6: Meksika İstikrar Programı ve Dış Ticaret Dengesi



Kaynak: Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınevi, 2001, s.112.

F. Mishkin’e göre, bu krizde göz ardı edilemeyecek bir diğer değişken de, geri ödenmeyen kredilerdir. Meksika’da 1990’larda gerçekleştirilen finansal deregülasyon sürecinin kredi hacminde kontrolsüz bir artışa yol açtığı görülmektedir. Bu durumun, döviz kuru politikasıyla birlikte 1994’de Meksika’yı ağır bir döviz krizine sürüklediği

⁵⁵ Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınevi, 2001, s.111-112.

söylenabilir. Tüm bu koşullar altında Meksika’da 1994 sonunda ilk spekülâtif atak gerçekleşmiştir. Hükümet kur politikasını kısa bir süre daha sürdürmeye çalışmış ve yüzde 15’lik bir devalüasyon yapmıştır. Fakat bu çabalar, kuru korumaya yetmemiş ve döviz kuru 22 Aralık 1994’de serbest dalgalanmaya bırakılmıştır.⁵⁶

Yabancı sermayenin istikrarsızlık yaratıcı özelliğine örnek olarak sıklıkla gösterilen kriz ise 1997’de gerçekleşen Asya krizidir. Asya ülkelerinde 1990’lı yılların başında sermaye hareketleri üzerindeki kısıtları kaldırma yönünde yoğun bir faaliyet başlamıştır. Bu bağlamda faiz oranları, dünya ortalamasının üzerine çekilerek portföy yatırımları girişleri teşvik edilmeye çalışılmıştır. Asya ülkelerine bu dönemde akan portföy yatırımları reel sektör üretimine yönlenmekten ziyade spekülâtif amaçla kullanılmıştır. Genellikle sabit kur politikaları uygulayan Asya ülkelerinin, yerel paraları sermaye akışı ile eksik değerlenmiş, bu durum da dış ticaret açıklarına neden olmuştur. Sabit kur politikası yüzünden para arzı üzerindeki kontrol yitirilmiş ve para arzındaki büyüme enflasyonist bir baskı yaratmıştır. Para arzındaki artışın bir diğer etkisi de Asya ülkelerinin ekonomilerini sürdürülebilir büyüme politikasından daha yukarıya çekmesidir.⁵⁷

⁵⁶ A.g.e. s.115.

⁵⁷ Gülten Demir ‘‘Asya Krizi ve IMF’’ Der yayınevi İstanbul 1999 s159.

Tablo 2.2. Asya Krizi - Göstergeler

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Güney Kore	Tayland
Büyüme-reel%					
1975-82	6,2	7,1	5,6	7,0	7,0
1990-95	8,0	8,8	2,3	7,8	9,0
1996	8,0	8,6	5,7	7,1	6,4
1997	4,7	7,7	7,2	5,0	-1,3
1998	-13,7	-6,7	-0,5	-5,8	-9,4
1999	-0,8	2,4	2,2	6,5	4,0
Enflasyon					
1975-82	15,0	5,3	11,0	17,6	9,0
1983-89	8,1	2,0	15,4	3,8	
1990-95	8,7	3,5	10,8	6,6	5,0
1996	7,9	3,5	8,4	4,9	5,9
1997	6,6	2,7	6,0	4,4	5,6
1998	59,7	5,3	9,7	7,5	8,1
1999	22,7	3,0	8,5	0,7	0,5
Kamu Kesimi Açığı (GSMH'da%)					
1996	1,4	4,2	-0,4		1,6
1997	2,0	1,6	-0,9		-0,4
Ödemeler Bil. Açığı GSMH'da%					
1990-95	-2,5	-6,2	-4,1	-1,4	-6,7
1996	-3,3	-4,9	-4,7	-4,9	-7,9
1997	-4,5	-9,9	-2,9	-2,7	-4,2
Tasarruf Oranı GSMH'da%					
1996	28,8	36,7	19,7	33,3	33,1
1997	27,3	37,0	21,0	32,9	33,8
Kaynak: Gülten demir " Asya Krizi ve IMF " Der Yayınları, 1999.s.163.					

Tablo 2.2. incelendiğinde, krizden doğrudan etkilenen Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland'ın kriz öncesi GSMH büyümesinde, yoğun sermaye akımlarının etkileri ile bir problem yaşamadığı fakat 1990'ların başından itibaren yükseliş trendinde olan bir ödemeler bilançosu açığı problemi ile karşı karşıya olduğu görülmektedir

2.3. Türkiye’de Ekonomik istikrar

2.3.1. Bretton Woods Sistemi ve 1980 Öncesi

Türkiye, Bretton Woods toplantılarına katılmış ve bu sistemi onaylamıştır. Bir başka ifadeyle Türkiye, 1946 yılında dünyadaki diğer ülkelerle birlikte Bretton Woods sistemini kabul etmiş ve 15 Temmuz 1971 tarihine kadar da altın döviz standardı esasına dayanan bu sistem kapsamında, ayarlanabilir sabit döviz kuru politikası uygulamıştır.⁵⁸ Bununla birlikte, 1930’lardan beri uygulanan yoğun kambiyo denetimi, bu sistemin birçok özelliğini Türkiye açısından geçersiz kılmıştır. Bu dönemde, Türkiye’de yasal bir döviz piyasası olmadığı gibi, ulusal para da konvertibl değildi ve parite Merkez Bankası’nın müdahaleleri ile değil, yasa ve yönetmeliklerle sürdürülmeye çalışılmaktaydı.⁵⁹

Bastırılmış mali piyasalar rejiminin döviz boyutunu dış ticaretin sıkı denetimi tamamlamaktaydı. Nelerin ithal edileceğinin listelerle belirlendiği bu dönemde, yatırım malları ithali iyice serbestken, tüketim malları ithali ancak zorunlu sayılanları kapsıyordu. Dış ticaretin denetiminde gümrük vergileri değil, ithal yasakları ve miktar kısıtlamaları belirleyiciydi.⁶⁰ Bu dönem, bütünüyle ucuz para politikasına dayalı bir büyüme politikasının uygulandığı ve döviz açığının görüldüğü bir dönemdir. Bir başka ifadeyle, bu dönemde uygulanan katlı kur uygulaması, nominal döviz kuru ile reel döviz kuru arasında büyük farklılıkların oluşmasına ve bunun da ihracatı olumsuz etkilemesine yol açmıştır.

Bu dönemde dış ticaret dengesindeki olumsuz gelişmeler ve dış ödemelerin zaman zaman sorun olması nedeniyle, çok sık olmamakla birlikte, dönem dönem TL’nin

⁵⁸ Oksay, a.g.e., s.106.

⁵⁹ Seyidoğlu, a.g.e., s.672.

⁶⁰ Gülten Kazgan, “Yeni Ekonomik Düzen’de Türkiye’nin Yeri”, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1995, s.167.

Dolar kurunda ayarlamalara gidilmiştir. Bu çerçevede, Eylül 1946'da yapılan devalüasyon, gerek nedenleri ve gerekse zamanlaması yönünden Türkiye Ekonomisinde yapılan birinci devalüasyondur. Bu tarihte, TL'nin 1 ABD Doları karşısındaki değeri 1.30 TL'den 2.80 TL'ye düşürülmüştür. Dış ödemelerin 1953'ten başlayarak sorun durumuna gelmesi sonucunda hükümet 4 Ağustos 1958'de TL'nin devalüasyonunu da içeren bir dizi istikrar önlemleri almak zorunda kalmıştır. Bir başka ifadeyle Türkiye, 1958'de devalüasyon, ithalatın liberalizasyonu ve sıkı para ve maliye politikasını içeren IMF uyum planını kabul etmiştir.⁶¹ Dış ticaret açığını kapamak ve genellikle sınai ürünlerin ihracatını artırmak amacıyla 1970'te TL, yüzde 66 oranında devalüe edildi ve bir ABD Dolarının TL fiyatı 9.08'den 15.15 TL'ye yükseltildi. Devalüasyonu izleyen yıllarda, sınai ürün ihracatında plan hedeflerinin aşılması sağlanmıştır. Buna rağmen, Türkiye'nin ihracatının, devalüasyon oranından çok uluslararası piyasalarda oluşan arz ve talep koşullarına göre belirlendiği anlaşılmaktadır.⁶²

1970'li yılların başında uluslararası para sisteminin işleyişinde ortaya çıkan sorunlar, Bretton Woods sisteminin çökmesine yol açmıştır. Dönemin ABD Başkanı Nixon, Doların altına konvertibilitesini 1971 yılında kaldırmış, sistemin özünü oluşturan sabit döviz kuru sistemi 12 Şubat 1973 tarihine kadar devam etmiş ve bu tarihte sistem yıkılmıştır. Bu süreçte, Türkiye'nin 1946 yılından itibaren uyguladığı altın döviz standardı sistemi, 1971 yılında Doların altına konvertibilitesinin kaldırılmasıyla son bulmuştur. Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra da, TL'nin Dolara bağlılığı sürdürülmüştür. Ancak bu, eskisinden daha esnek bir uygulamaydı. Bir başka ifadeyle, Türkiye parasını Dolara bağlayarak, tek paraya bağlı, esneklik kazandırılmış bir sabit döviz kuru sistemi uygulamıştır. Ancak, cari işlemler dengesindeki olumsuz gelişmeler, her üç veya dört ayda bir TL'nin Dolar kurunda ayarlama yapılmasını zorunlu kılmıştır.⁶³

Bu “mini devalüasyonlar” modeli, 1974 ile 1981 arasındaki dönemde uygulanmıştır. Bu süreç, TL'nin dış değerinin esnek olması anlamına gelmektedir. Böylece, 20 Eylül 1974'ten sonra Doların TL karşılığı yükseltilmeye başlanmıştır. Bu dönemde, yılda birkaç kez yapılan “ayarlamalar” sürekli devalüasyon beklentisi yaratarak

⁶¹ Howard Shatz ve David Tarr, “Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons From Experience”, **Working Paper**, No.2289, World Bank, 2000.

⁶² Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, “**Türkiye Ekonomisi**”, Remzi Kitabevi, 8. Baskı, İstanbul, 1996.

⁶³ Seyidoğlu, a.g.e., s.672.

TL'nin dış değerin belirsiz bir duruma gelmesine yol açmıştır. TL'nin dış değerin esnek kur sistemine göre belirlendiği bu sistemde, TL'nin dış değerini sürekli ayarlamadaki gerçek amaç, değeri dalgalanmaya bırakılan yabancı paralar arasındaki değer farklılıklarını izlemek ve bundan doğacak spekülasyonları önlemektir.⁶⁴ Türkiye, bu serbestleştirme denemesinde bir yandan döviz rejimini gevşeterek sermaye ithalini kolaylaştırırken, diğer yandan da ihracatı göz ardı edip ithalatı kolaylaştıracak önlemleri devreye soktu. Böylece, ekonomide denetimli rejim, adım adım yerini serbestleşmeye bıraktı. Ancak, Türkiye'nin bir ithalat furyasıyla yürüyen bu serbestleştirme denemesi, 1978-79'da yoğun bir krizle noktalandı. Krizin sonucunda Türkiye, dış borçlarını ödeyemez duruma düştü ve IMF denetimine girmek zorunda kaldı.

Giderek büyüyen dış ticaret açıkları ve ham petrol fiyatlarındaki hızlı artış, Türkiye'nin 1970 sonrası elde ettiği döviz stokunun hızla erimesine ve bir döviz darboğazıyla karşılaşılmasına yol açtı. Kısa vadeli sermaye girişlerinin teşvik edildiği bu süreç sonucunda, Türkiye'nin dış borç stokunun vade dağılımı hızla kısa vadeli borçlar lehine değişti ve başvurulmuş kısa vadeli borçlanma yollarının da tükenmesiyle, 1970'li yılların sonunda da, 1958'deki gibi, vadesi gelen borçları ödeyememe sonucunda IMF ile anlaşılacak bir istikrar programı uygulama arayışına girdi.⁶⁵ IMF'nin de baskısıyla önce Nisan 1979'da yüzde 30 ve aynı yılın Temmuz ayında yeniden yüzde 88.4 (primli) oranına ulaşan devalüasyonlar yapıldı. TL'nin Dolar karşısındaki değeri 1970'e göre yüzde 210.89 oranında düşürüldü (alımlarda 1\$=47.20 TL ve satışlarda 1\$=47.80 TL). Bu son devalüasyon uygulamasından sonra da esnek kur uygulaması sürdürülmüştür. Yüksek oranlı 1979 devalüasyonlarından hemen sonra TL'nin yabancı paralar karşısındaki değeri, yeniden yüzde 33 oranında düşürüldü. Ekonomik bunalımın giderek toplumsal ve siyasal boyutlar kazanarak daha da ağırlaşması üzerine 24 Ocak 1980'den başlayarak bir dizi ekonomik kararlar alındı. Başlangıçta, ekonomik istikrar önlemleri olarak nitelenen bu kararlar, aynı yılın siyasal gelişmeleriyle de tamamlanarak uzun süreli bir nitelik kazandı.⁶⁶

⁶⁴ Kepenek ve Yentürk, a.g.e., s.254.

⁶⁵ Kazgan, a.g.e., s.176.

⁶⁶ Kepenek ve Yentürk, a.g.e., s.254.

2.3.2. 24 Ocak 1980 Kararları ve Döviz Kuru Politikası

24 Ocak 1980 tarihinde yeni bir istikrar politikası yürürlüğe konulmuştur. IMF tipi ortodoks istikrar tedbirleri olan 24 Ocak kararlarının temel amacı, para ve kambiyo piyasalarında yıllardır sürmekte olan çift fiyat uygulamalarına son vermek ve fiyatların serbest piyasa koşullarına göre oluşmasını sağlamaktır.⁶⁷ 24 Ocak kararlarıyla 1980 sonrası uygulanan politikalar, temelde dış ticaretin geliştirilmesi ve serbestleştirilmesi, reel devalüasyonlar ve mali desteklerle ihracatın özendirilmesi, ithalatın giderek yasaklar ve miktar kısıtlamalarından arındırılarak serbestleştirilmesi ve döviz piyasasının ve sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi amaçlarına yöneliktir.⁶⁸ Bir başka ifadeyle, dış ekonomik ilişkilerin en stratejik aracı olarak kur politikasının görüldüğü bu dönemde, dış ticaret politikasında ana yöneliş dışa açılma doğrultusunda olmuştur.

24 Ocak 1980 kararlarıyla birlikte, getirilen liberal uygulamaların döviz kuruna ilk yansıması, şok bir devalüasyonun yapılması şeklinde olmuştur. Devalüasyonla, TL'nin ABD Doları karşısındaki değeri, yüzde 48.62 oranında düşürülerek 1 Dolar TL karşılığı 47.80 TL'den 71.40 TL'ye yükseltilmiştir. Devalüasyonun ardından, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi kapsamında döviz kurlarının aylık olarak Merkez Bankası tarafından belirlenmesi esasına geçilmiştir. Çoklu kur sisteminin uygulandığı bu dönemde 1980 yılında 16, 1981 Mayıs ayına kadar geçen beş aylık sürede ise 6 kez yapılan ayarlamalarla, TL'nin yabancı paralar karşısındaki değeri düşürülmüştür. Merkez Bankası, 1 Mayıs 1981 tarihinde yeni bir uygulama başlatmış ve alım satım konusu olan tüm dövizlerin fiyatlarını günlük olarak belirlemeye başlamıştır. Bu “günlük kur ayarlamaları”nın temel amacı, TL'nin gerçek değerini bulmasını sağlamaktır. Tekli kur sisteminin uygulandığı bu dönemde, sadece 1981 yılında 164 kez kur ayarlaması yapılmıştır.⁶⁹

Kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi yönündeki önemli adımlardan biri de, 1983 tarihli Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu Hakkında 30 Sayılı Kararla atılmıştır. Kambiyo denetimi rejimine önemli bir yumuşama getiren bu kararla kur rejimi

⁶⁷ İlker Parasız, “**Para Politikası**”, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1996, s.327.

⁶⁸ Kazgan, a.g.e., s.186.

⁶⁹ Oksay, a.g.e., s.148.

yeniden düzenlenmiştir. Bu yeni düzenleme kapsamında, Merkez Bankası “esas kuru”, yani TL’nin Dolar kurunu, ticari bankalar da öngörülen sınırlar içinde kendi özel alım-satım kurlarını belirlemekteydiler. Bankalara belirli bir dalgalanma marjı tanınmakla, sisteme esneklik kazandırılması amaçlanmıştır. Ancak, 1 Temmuz 1985’te bu sistemin uygulamasından vazgeçildi ve döviz kurlarının belirlenmesi yetkisi bankalara bırakıldı. Bu yeni uygulamayla birlikte, özellikle bazı küçük bankaların aşırı döviz taahhüdü altına girmeleri ve yüksek kurlardan piyasadan topladıkları dövizlerle bu taahhütlerini karşılamaya çalışmaları nedeniyle, bu sistemin uygulanmasında bazı sorunlar ortaya çıktı. Bunun sonucunda, bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek muhtemel bir krizi önlemek için, Ekim 1986’da döviz kurlarının bankalarca belirlenmesi uygulaması terk edilmiş ve yeniden eski sisteme benzer bir uygulamaya geçilmiştir. Mali yapıları yeterince sağlam olmayan bazı bankaların denetimsiz şekilde döviz kurlarını yükselterek işlem yapmalarını engellemeyi amaçlayan yeni uygulamaya göre, bankaların döviz satış kurları, Merkez Bankası tarafından günlük olarak belirlenen döviz satış kurlarını geçemiyordu.⁷⁰

Kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi yönünde atılan son ödemli adım, Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar” ile gerçekleştirilmiştir. Bir başka ifadeyle, 11 Ağustos 1989 tarihinde 30 Sayılı Karar’ın yerine yürürlüğe giren 32 Sayılı Karar ile 25.02.1990 tarihli 32 Sayılı Kararda değişiklik yapan ek karar, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi yönünde daha ileri bir aşamayı temsil etmektedir. Sermaye kaçışlarını önlemeye dönük kambiyo kontrollerinin kaldırılmasını içeren 32 Sayılı Kararla, Türkiye ile dış dünya arasındaki sermaye hareketleri serbest bırakılmış ve 1990 yılının başlarında, IMF ölçütlerine göre TL’nin tam olarak konvertibiliteye geçtiği kabul edilmiştir.

24 Ocak 1980 sonrası ekonomi politikalarında döviz kuru politikası çok önemli bir politika aracı sayılmıştır. TL’nin yabancı paralar karşısındaki fiyatının günlük olarak belirlenmesi ve bu süreçte sürekli olarak düşürülmesiyle, bir yandan TL’nin resmi ve karaborsa fiyatları arasındaki farkın azaltılması, dışardan borç alabilmenin kolaylaştırılması ve yurtdışında çalışan Türk işçilerinin daha fazla döviz göndermesinin

⁷⁰ Seyidoğlu, a.g.e., s.672-673.

sağlanması amaçlanmıştır.⁷¹ Diğer yandan da, sürekli devalüasyonlarla ihracat ürünlerinin fiyatlarının düşürülmesi ve ihracatın artırılması amaçlanmıştır.

Devalüasyonların ya da TL'nin yabancı paralar karşısındaki değerinin düşürülmesinin ihracatı artırması, ancak ihracatın yalnızca fiyatlara bağlı bir olgu olması durumunda geçerli olur. Ancak, başka faktörlere de bağlı olan ihracat, yalnız bir fiyat olayı değildir. Bir başka ifadeyle, Türkiye'nin 1980 sonrasındaki ihracat başarısının arkasında başka faktörlerin olduğu görülmektedir. Bir ülkenin özellikle sınai ürünü ihracatında rekabet gücünün reel döviz kuru, reel ücretler ve emek verimi olmak üzere başlıca üç etken tarafından belirlendiği anlaşılmaktadır.⁷² Bütün bu değişkenlerin, 1980–1988 döneminde Türkiye'nin rekabet gücünü olumlu doğrultuda etkilediği görülmektedir. Bu dönemde, yapılan devalüasyonlarla TL büyük çaplı değer yitirmiş, reel ücretlerde 1980'den 1988'e kadar hızlı bir aşınma meydana gelmiş ve 1980'de çok düşük bir düzeyden başlayan sanayide ortalama emek verimi, yıllık ortalama yüzde 8'lik bir tempoyla artmıştır.⁷³ Kuşkusuz, bu dönemde izlenen sıkı para politikasıyla iç talebin kısılmasının, özel imalat sanayisinde mevcut atıl kapasitelerin devreye sokulmasının ve ihracata sağlanan teşviklerin de, bu dönemdeki ihracat başarısında rolü oldukça büyüktür.⁷⁴

Öte yandan, devalüasyon ya da ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin düşürülmesi, ithalatı pahalılaştırdığından ithalatın azalmasına yol açmaktadır. Ülkenin ithalatının büyük ölçüde ara ve yatırım mallarından oluşması durumunda, ithalatın pahalılaşması maliyet artışlarını da kaçınılmaz kılar. Maliyet artışları fiyatlara yansıtıldığı ölçüde, ihracatın bundan olumsuz etkileneceği açıktır. Bu nedenle, devalüasyonların ihracatı artırıcı etkide bulunması, daha çok ithal girdi kullanmayan yerli sanayi için söz konusu olabilir. İthal girdi kullanan yerli sanayi ise, devalüasyonlardan olumsuz yönde etkilenecektir.⁷⁵

Yukarıda belirtilen etkenler sayesinde Türkiye, 1980 sonrasında ihracatta büyük bir başarı yakaladı. Bu dönemde Türkiye'nin ihracat artış hızının dünya ticaretinin

⁷¹ Kepenek ve Yentürk, a.g.e., s.188.

⁷² Korkut Boratav, “İktisat Tarihi (1981-1994)”, (içinde) “**Bugünkü Türkiye 1980-1995**” (Türkiye Tarihi, 5. Cilt), Cem Yayınevi, İstanbul, 1997, s.203-205.

⁷³ a.g.e., s.205.

⁷⁴ Kazgan, a.g.e., s.190.

⁷⁵ Kepenek ve Yentürk, a.g.e., s.189.

büyüme hızını aştığı, ancak bu gelişmenin büyük ölçüde 1988 yılına kadar gerçekleştiği görülmektedir. Bir başka ifadeyle, 1988'den sonraki dönem, Türkiye'nin rekabet gücünün azaldığı bir dönemdir. Böylece, ihracatın ithalatı karşılama oranı, 1988 yılında yüzde 80 dolayına ulaştıktan sonra giderek azalarak yüzde 60'lara kadar düşmüş ve 1993 yılında yüzde 52 civarına kadar inmiştir. Kuşkusuz, bu oranın düşmesi, ihracat artış hızının düşmesinden kaynaklanabileceği gibi, ithalat artış hızının artmasından da kaynaklanabilir. Buradaki temel sorunun, imalat sanayi ihracatına yeni ürün ve sektörleri katamamaktan kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Öte yandan, bu dönemde Türkiye'nin ihracatında meydana gelen durgunluğun temel nedenleri olarak, bu dönemde sermaye hareketleri serbestisinin bir sonucu olarak Doların reel değerinde iki yılda meydana gelen yüzde 21'lik artış, yani TL'nin yapay olarak değerli tutulması ve yine bu dönemde reel ücretlerde meydana gelen yüzde 51'lik artış gösterilebilir.⁷⁶

Bu yıllarda düşük tutulan döviz kurları (aşırı değerlenmiş TL), 1990 yılından sonra görülen ciddi dış ticaret açıklarının önemli bir nedeni olarak öne çıkmaktadır. Özellikle finansal hareketlerin serbestleşmesi sonucu ortaya çıkan spekülasyon sermaye girişi, TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açarak ihracatın pahalılaşmasına ve ithalatın ucuzlamasına neden olmuştur. Bu olgu, spekülasyon sermaye atağı ile karşı karşıya kalan bütün gelişmekte olan ülkelerde görülmüştür. Dış ve iç pazarlarda uluslararası rekabet gücünün azalmasıyla sonuçlanan bu dönemde, Türkiye'de imalat sanayi ihracatı ve üretimi azalma göstermiştir. İmalat sanayi yatırımlarındaki durağanlık devam ederken ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırım trendi hızlanmıştır.⁷⁷ Böylece, Türkiye'de 1980-88 arasında uygulanan ihracata dayalı sanayileşme politikaları, ihracat artışı sağlamakla beraber, sanayileşmeyi ve yeni yatırımları beraberinde sürükleyemediğinden reel sektörün yapısal bir rekabet gücü kazanmasını sağlayamadı.

1980 sonrası dönemde kambiyo rejiminin serbestleştirilmesine yönelik düzenlemeler arasında en önemli olarak 1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı "konvertibiliteye geçiş kararı" gösterilebilir. Bu kararlar, sermaye hareketlerinin dış liberalizasyonu sağlanmış ve

⁷⁶ Boratav, a.g.m., s.205.

⁷⁷ Nurhan Yentürk, "Türkiye Ekonomisinin Son 20 Yılı: Yangın Söndü, Arsayı Kurtardık", çevrimiçi, www.bagimsizsosyalbilimciler.org, 2001.

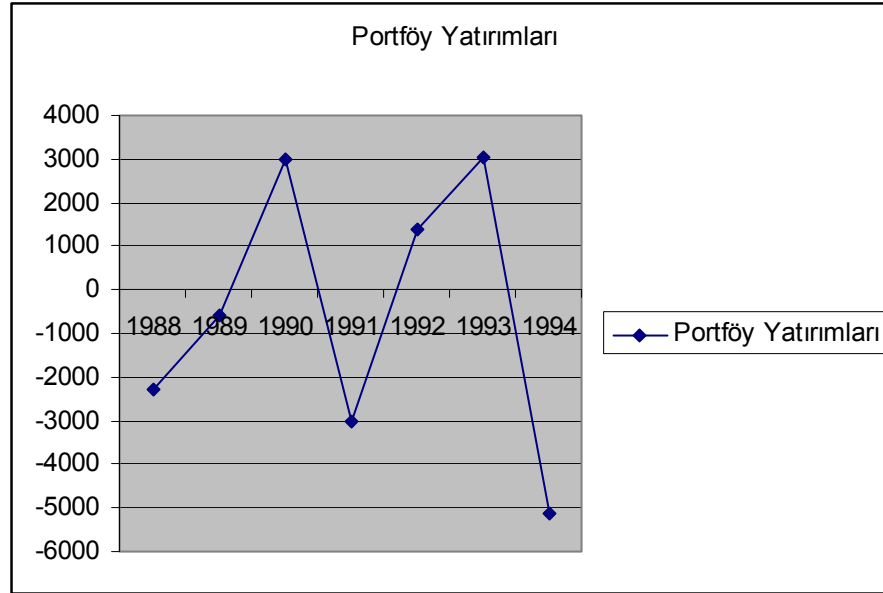
uluslararası finansal sermayenin Türkiye’ye giriş ve çıkışına konan her türlü kısıtlama kaldırılmıştır. Yurtiçi mal ve finans piyasalarında gerekli istikrar koşulları yerine getirilmeden 1989 sonrasında uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla tamamlanan finansal serbestleştirmenin, Türkiye ekonomisi üzerindeki maliyeti de çok ağır olmuştur. Bu süreçte, dış şoklara karşı geliştirebileceği para ve döviz politikalarından yoksun bırakılan ulusal ekonomi, giderek şiddetlenen finansal-reel krizlere sürüklenmiştir.

2.3.3. 1994 Krizi

1994 krizi uzun bir dönemi kapsayan, genel iktisadi politikanın kaçınılmaz bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Krizde, döviz kuru politikaları, para ve faiz politikaları, uluslararası sermaye hareketleri, EMS (European Monetary System) krizi, ve Birinci Körfez Savaşının etkileri bulunmaktadır. Fakat temel neden, uygulanan iktisadi politikalarlardır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı 1980’lerin sonunda ve özellikle 1990’ların başında ulusal paranın değeri, genellikle bu kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından belirlenir bir hale gelmiştir. Dolayısıyla, kriz öncesi döviz kuru ile ödemeler bilânçosu arasındaki ilişki kopmuştur.⁷⁸ Türkiye bu fonları, ülke içine çekmeyi sağlayacak bir kur-faiz politikası uygulamıştır. Yurtiçi faiz oranlarının yarattığı yüksek arbitraj olanağı bu durumda çok etkin rol oynamıştır. Bir taraftan, sürekli artan kamu açıklarının, faizleri artırması, diğer taraftan da faiz oranlarındaki düşüşlerin kısa vadeli sermayeyi yurtdışına kaçıracağı endişesi, bu dönemde Türkiye’de faiz oranlarının, hep yüksek seyretmesine neden olmuştur.

⁷⁸ Gülten Kazgan, “**Tanzimattan 21.Yüzyıla:Türkiye Ekonomisi**”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2002, s.168-170.

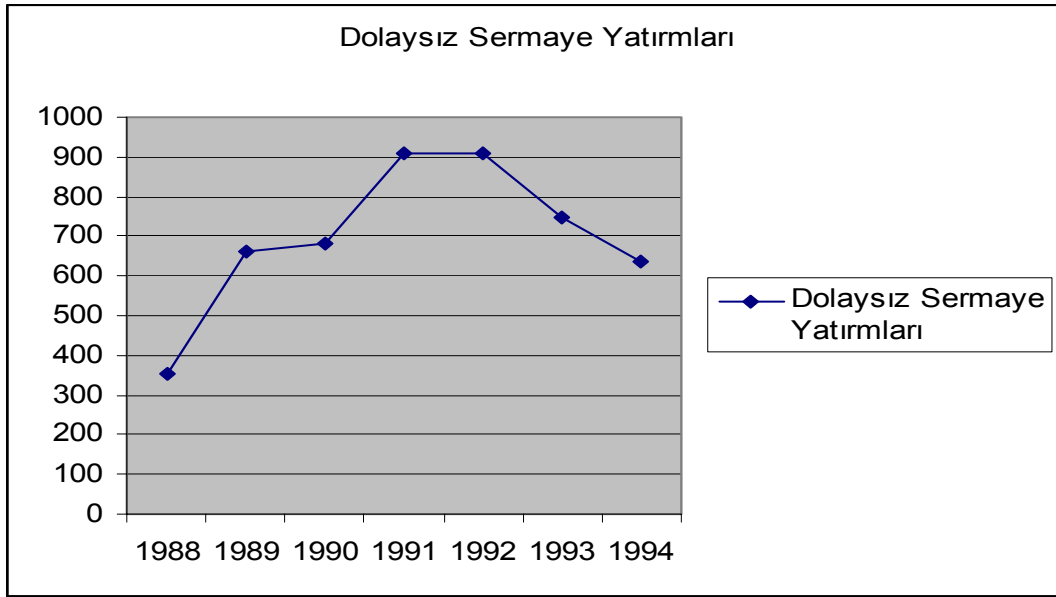
Grafik2.7 Portföy Yatırımları



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, çevrimiçi: <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Grafik 2.7’de görüldüğü gibi sermaye hareketleri üzerindeki kısıtların kaldırılmasından sonra portföy yatırımları, volatilitesi yüksek ve istikrarsız bir seyir izlemiştir. 1990’lı yılların başlarından itibaren izlenen yönetimli dalgalanma kur sistemi, sıcak para girişlerini teşvik etmek için bir araç olarak kullanılmıştır. Bu yöntemle döviz kuru baskılanmış ve faiz oranları yüksek tutularak sıcak para girişleri teşvik edilmeye çalışılmıştır. 1990’lı yılların başlarından, 1994 krizine kadar olan dönemde dolaysız sermaye yatırımları incelendiğinde portföy yatırımları ile paralellik arz eden bir seyir görülmemektedir (Grafik 2.8). Portföy yatırımlarının bu şekilde spekülatif yapıda olmasının kırılabilirliği artırdığı bir gerçektir.

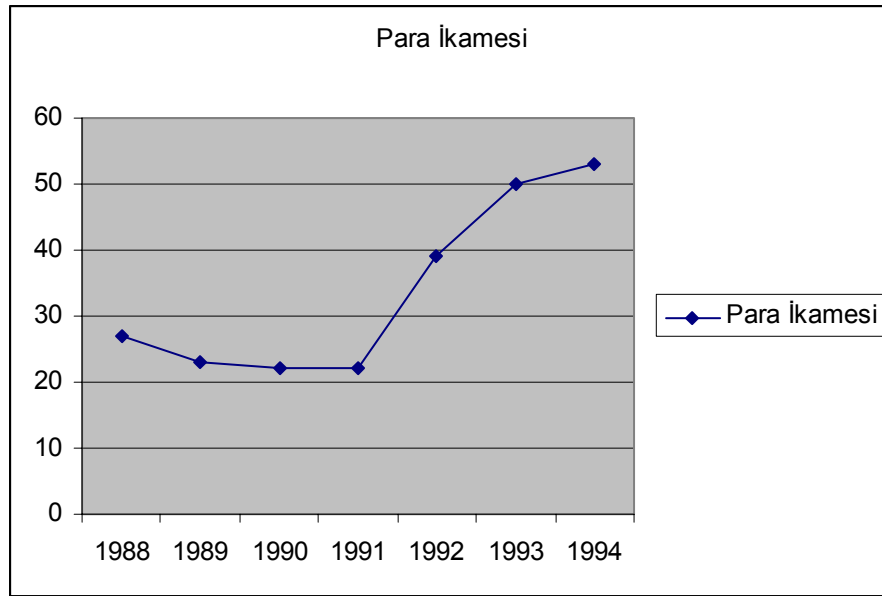
Grafik2.8 Dolaysız Sermaye Yatırımları



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, çevrimiçi:<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

1994 öncesi dönemin bir diğer özelliği hızla artan para ikamesi olgusudur. Para ikamesinin artması, yönetimli dalgalanma yöntemi ile baskılanmaya çalışılan sistemi zora sokmuştur. Para ikamesinin varlığı yerli yatırımcının kendini korumaya alma çabalarının göstergesidir. İlgili dönemde baskılanan dövizin tasarruf aracı olamayacağı açıktır. Bu tarz bir döviz ikamesinin en önemli nedeni, artan kırılganlığa karşı önlem alma isteğidir (Grafik 2.9).

Grafik2.9 Para ikamesi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, çevrimiçi:<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Tüm bu gelişmeler yaşanırken Tansu Çiller hükümetinin izlediği hatalı politikalar krizin tetikleyicisi olmuştur. İlgili hükümet düşük kur- yüksek faiz politikasından vazgeçmek amacıyla bir eylem planı oluşturmuştur. Bu plana istinaden 1993 sonu ve 1994 başı hazine ihaleleri iptal edilmiş ve bütçe açıklarının full monetizasyonuna karar verilmiştir. Bu politikanın temel öngörüsü, para arzı fazlasının, borsaya yöneleceği ve faiz oranlarını düşüreceği yönündedir. Böylece faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle yurtdışına kaçan sıcak paranın yarattığı borsa üzerindeki düşüş baskısının kırılacağı düşünülmüştür. Bu politikanın diğer hedefi enflasyon artışını göz ardı ederek iç borç

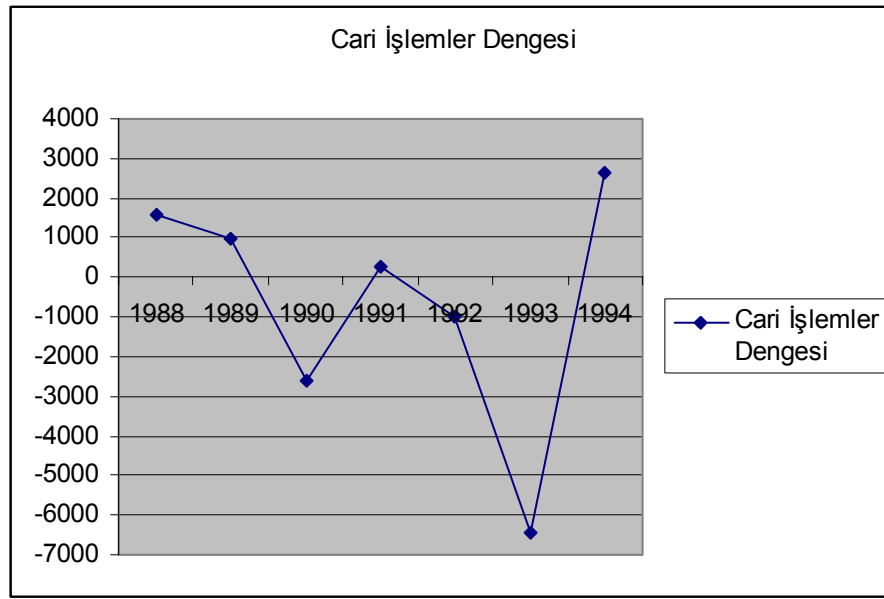
stoğunu azaltmaktır. Burada hesaba katılmayan para arzı fazlasının borsaya değil, döviz piyasasına yönelmesi olmuştur. Sadece para ikamesi oranlarına bakılarak bile tahmin edilebilecek bu yöneliş ilgili hükümet tarafından öngörülemediği görülmüştür.

Aralık 1993'te Türkiye'nin rezervlerinde, 1 milyar Dolara yaklaşan bir azalmanın meydana gelmesi, finansal krizin bir belirtisi olarak ele alınabilir. Bu süreçte, yabancı yatırımcı fonlarını geri çekmeye başlamıştır. Kurlarda hızlı bir tırmanmaya yol açan bu olgular, iki uluslararası reyting kuruluşunun Ocak 1994'te Türkiye'nin kredi itibarı notunu düşürmeleriyle noktalınmış, ilk spekülatif atak 1994 yılının Ocak ayında başlamıştır. İlk spekülatif atağın ardından, bir ay içinde Türk lirasında %13.5 kadar değer kaybı gerçekleşmiştir. Açık pozisyonu yüksek olan finansal kurumlar bu durumdan kurtulmak, riski artan yabancı sermaye ise bir an önce kaçmak için döviz piyasasına hücum ederek, döviz piyasasına karşı yoğun bir spekülatif atak başlatmışlardır. Ocak, Şubat ve Mart aylarında gerçekleşen spekülatif ataklar, döviz kurlarının tırmanmasına, diğer yandan da borsa endeksinin baş aşağı gitmesine neden olmuştur. 3-4 ayda ABD Dolarının 14.5 bin TL'den 40 bin sınırına dayandığını gören hükümet, bu spekülatif atağı durdurabilmek için faizleri yükseltme yoluna gitmiştir. Bunun sonucunda, Bankalararası (interbank) piyasada gecelik faizler (overnight) yüzde 1000'lere kadar çıkmış ve bu süreçte açık pozisyonları nedeniyle 3 küçük banka batmıştır. Ancak, mevduat sigortası kapsamının yüzde 100'e çıkarılması ve yüksek faizle iç piyasadan borçlanmasıyla, spekülatif atak durdurulabilmiştir.⁷⁹

Kriz sonrasında, 5 Nisan Ekonomik Kararları olarak adlandırılan bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu programda vergi gelirlerini arttıracak bazı önlemler ve giderleri azaltacak bazı tasarruf önlemleri alınmıştır. Fakat program, kapsamlı bir anti-enflasyonist istikrar programı olmaktan uzaktır. Bunun yanı sıra programı uygulamaktan kısa sürede vazgeçilmiştir. 1994 krizi öncesi ödemeler bilançosu dengesinde oluşan görece büyük açık krizle birlikte geçici olarak kapanmıştır. 1994 yılında yaşanan yerel paranın değerinin aşırı düşüşü, böyle bir durum yaratmışsa da ödemeler bilançosundaki bu fazlalık sadece o yıla özgü olmuştur. (grafik 2.10)

⁷⁹ Esfender Korkmaz “**Ekonomide Riskler: Kur Riski**” Rota Matbaacılık, 2006. ss.33-35.

Grafik2.10 Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, çevrimiçi:<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

2.3.4. Para Kurulu Benzeri Sistem ve 2001 Krizi

Türkiye, çok uzun bir dönemde yaşadığı fiyat istikrarsızlığı sorununu çözmek amacıyla 2000 yılında, bölüm 2.1.1.3’de söz edilen para kurulu sistemi ile ortak noktalar içeren bir istikrar programı uygulamaya koymuştur. Ortodoks para kurulu (currency board) sistemlerinde merkez bankası tamamen ortadan kalkar. Para kurulu,

piyasaya rezerv para karşılığında, para arz eder. Para kurulunun, bilançosunun varlıklar bölümünde sadece likit rezerv para varlıkları bulunmaktadır. Yükümlülüklerinde, dolaşımdaki para ve ticari banka mevduatları vardır. Ortodoks olmayan para kurullarında (Para kurulu benzeri sistemler veya yarı para kurulları) bazen merkez bankası, para kuruluna benzer bir sistem çerçevesinde çalışır ve iç varlıkları sabit tutar. Bu durumda parasal tabandaki değişiklikler rezerv para yoluyla olacaktır. Bu yöntemde ortodoks para kurullarından farklı olarak piyasaya müdahale edilebilir ve sınırlı olsa para politikası uygulanabilir. 5 Nisan istikrar programının başarısız olmasının ve temel ekonomik göstergelerdeki kötü tablonun ardından yaşanan gelişmeler, Türkiye'yi kapsamlı bir istikrar programı yapmaya zorlamıştır. Bu çerçevede, 1998'de IMF ile bir yakından izleme anlaşması, Aralık 1999'da da bir stand-by anlaşması imzalanmış ve 2000 yılı başında kapsamlı bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur.

Programın temel makroekonomik hedefleri, Tablo 2.3'de gösterilmektedir.

Tablo 2.3. Temel Makroekonomik Hedefler

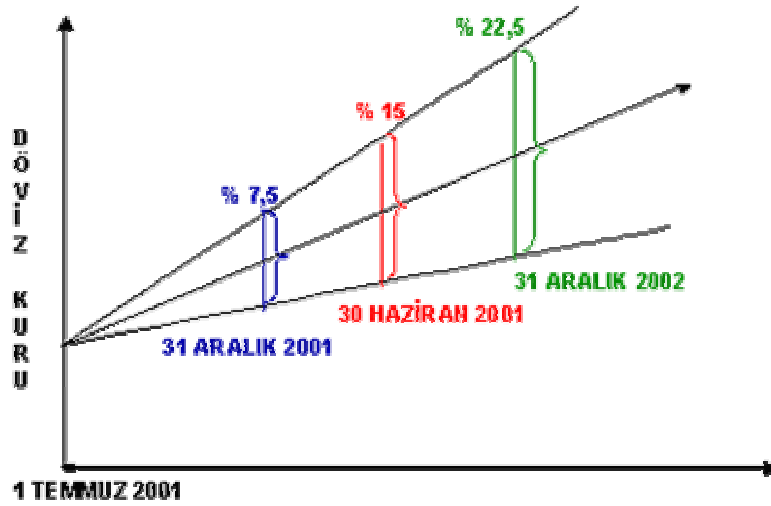
	2000	2001	2002
GSMH Büyüme Oranı	5,6	5,2	5,8
Enflasyon (TÜFE-yıl sonu % değişim)	25,0	12,0	7,0
Enflasyon (TEFE-yıl sonu % değişim)	20,0	10,0	5,0
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	-1,8	-1,6	-1,5
Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi/GSMH	2,2	3,7	3,7
Toplam Kamu Faiz Dışı Dengesi (Özelleştirme hariç)/GSMH	3,7	-	-
Kamu Borç Stoku/GSMH	57,9	56,6	54,6

Kaynak: IMF Niyet Mektubu, 9 Aralık 1999.

Programın para kurulu ile paralellik arz eden özelliği, merkez bankasının net iç varlıklarla yapılan işlemleri dondurmuş olmasıdır. Böylece parasal tabandaki değişiklikler net dış varlıklara bağlı hale gelmiştir. Yani merkez bankası kendisine sadece yabancı varlık getirildiğinde piyasaya TL arz etmiştir. Programın ikinci özelliği döviz kurunun nominal

ıpa olarak kullanılmasıdır. Burada kullanılan sistem bölüm 2.1.1.3’de bahsedilen kaygan band yöntemine benzemektedir. Fakat bandın aralığı zamanla genişletilmektedir. (Grafik 2.11). Tablo 2.3’de görüldüğü üzere programda yüksek büyüme hızından feragat edilmeden enflasyonun 3 yılda % 5 düzeyine çekilmesi amaçlanmaktadır.

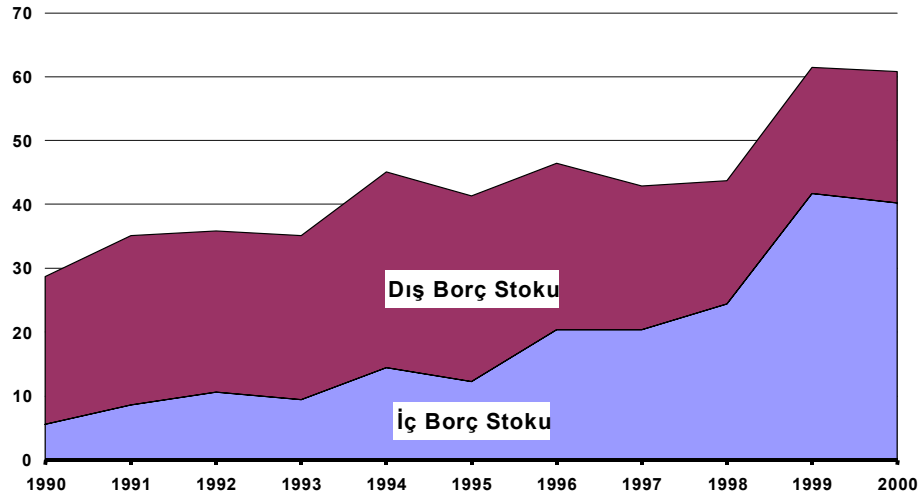
Grafik2.11 Kur Politikası



Kaynak: Gazi Erçel “ 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, Kur ve Para politikası Uygulaması” Aralık 1999 . Çevrimiçi <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>. 5 Mayıs 2003.

Döviz kuru politikasında, ilk etapta 1 US \$+0.77 EURO’dan oluşan bir sepet oluşturulmuş ve Türk Lirası bu kur sepeti ile ilişkilendirilmiştir. Merkez Bankası, 2000 yılında bu sepetteki artışı yüzde 20 ile sınırlandırmıştır. Bu kademeli artışın, 2001 yılı Haziran ayına kadar sürdürülmesi ve 30 Haziran 2001’de kurun bir band içinde dalgalanmaya bırakması planlanmıştı. Bu tarz bir kur politikasını desteklemek üzere önemli miktarda döviz rezervine ihtiyaç olduğu açıktır. Bugün artık bilinmektedir ki Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın program başladığı zamanki döviz rezervi, böyle bir kur politikasını sürdürmek için uzun süre yeterli değildir.

Grafik 2.12: Kamu Net Borç Stokunun GSMH'ya Oranı (%)



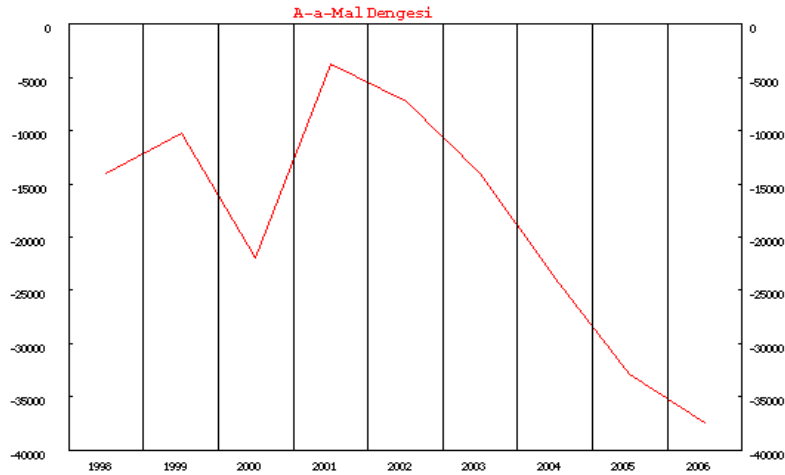
Kaynak: Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar,
T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Mayıs 2001, Ankara.

Programın bir diğer amacı kamu borç stokunu düşürmektir. Gerçekten de, o dönemde ekonominin temel sorunlarından biri, kamu kesimi toplam borç stokunun GSMH'ya oranının çok yüksek düzeylere ulaşmış olmasıdır. Kamu kesimi toplam borç stokunun GSMH'ya oranının çok yüksek düzeylere ulaştığı, Kamu net borç stokunun GSMH'ya oranını gösteren Grafik 2.12'den de anlaşılmaktadır. Borç stokundaki bu artış, büyük ölçüde 1990–94 dönemindeki yüksek faiz dışı kamu açıklarından kaynaklanmış, 1994'ten sonraki dönemde ise kamu açıklarının etkisi azalmış ve asıl neden olarak yüksek reel faizler ön plana çıkmıştır. İç borçların yeni borçlarla ödenmesi de, bu dönemde oluşan

yüksek reel faizlerin asıl nedenini oluşturmuştur.⁸⁰ Bu olgu göz önünde bulundurularak programın temel amaçlarından biri de faiz dışı fazla hedefini tutturmak olmuştur.

Bölüm 2.1.1.4’de bahsedildiği üzere, döviz kuruna dayalı istikrar programını uygulayan ülkelerde, dış ticaret dengesinin olumsuz etkilenmesi kaçınılmazdır. Nitekim istikrar programının uygulanma sürecinde TL’nin beklenilenin üzerinde değer kazanması ve iç talepte görülen hızlı canlanma sonucunda dış ticaret açığı da beklenilenin üzerinde artmıştır (Grafik 2.13). Cari işlemler açığı da daha 2000 yılının ilk yarısında 5 milyar Doları, aşmıştır. Bu gelişme, iç ve dış piyasalarda programın ve cari işlemler açığının finansmanı konusundaki endişeleri artırmıştır. Dolayısıyla sermaye girişleri yavaşlamıştır. Kurulan sistem uyarınca para arzı artışları, döviz girişine bağlı kılındığından; mevcut durum beraberinde likidite sıkışıklığını da getirmiştir. İlk spekülatif atak Kasım 2000’de yaşanmıştır.⁸¹

Grafik 2.13. Dış Ticaret Açığı



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, çevrimiçi: <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

⁸⁰ Mehmet.H. Bilgin “Türkiye’ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdama Etkisi”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, Sayı:22, Yıl:11, Cilt:6, Haziran 2004, ss.251.

⁸¹ **Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Mayıs 2001, Ankara.

Sonuçta, kısa vadeli faizler artmış ve menkul kıymet fiyatları keskin bir biçimde düşmüştür. Bu gelişmeyle birlikte portföy yatırımları ülkeyi terk etmeye başlamıştır. Kasım 2000’de yaşanan ilk spekülatif atakta Merkez Bankası 6 milyar Dolar civarında döviz satışında bulunmuş ve rezervleri azalmıştır. Krizin bu ilk ayağı, IMF’nin Türkiye’ye 7.5 milyar Dolar tutarında Ek Rezerv Kolaylığı sağlaması ile atlatılmışsa da çok kısa bir sürede ikinci spekülatif atak gelmiştir. 19 Şubat 2001’de yaşanan bir siyasal krizin yarattığı kıvılcım ile sistem bir kere daha tehlikeye girmiştir. Piyasaya yapılan 5.5 milyar ABD Doları satışı da spekülatif atağı durdurmaya yetmemiş ve 21 Şubat 2001’de kur serbestçe dalgalanmaya bırakılmıştır. “Enflasyonla mücadele programı” bu şekilde sona ermiştir.⁸²

⁸² Mehmet H Bilgin, Gökhan Karabulut ve Hakan Ongan, A.g.e., s.49.

BÖLÜM 3

TÜRKİYE’DE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİK İSTİKRARA ETKİLERİ: AMPİRİK ANALİZ

Bu bölümde son 15 yılda, Türkiye’ye yönelen uluslararası sermaye akımlarının, ekonomik istikrara etkileri farklı metotlarla analiz edilecektir. Bölüm 1 ve 2’ye dayanarak portföy yatırımlarının yöneldiği ülkelerde er veya geç ekonomik istikrarın bozulacağı teorik olarak iddia edilebilir. Ancak Türkiye’de böyle bir etki oluşmuş mudur ve oluşmuşsa bu etkinin yönü ve şiddeti nedir, sorularının cevabı, varolan verileri incelemekten geçmektedir. Bu sorulara cevap ararken uygun metodolojilerin seçilmesi önem kazanmaktadır. Dolayısıyla, bölüm 3.1’de, Ampirik analizde kullanılacak datanın ve metodolojinin seçiminde hangi unsurların rol oynadığı ayrıntılandırılmaktadır.

3.1 Data ve Metodoloji

Ampirik analizde ele alınacak örneklem belirlenirken, göz önünde bulundurulacak ilk faktör, örneklem iktisadi krizleri kapsamı ve fiyatların, reel faizin, menkul kıymet değerlerinin, istikrarsız olduğu dönemleri içeren bir genişliğe sahip olmasıdır. Diğer bir etkili faktör ise, analizde kullanılacak değişkenlere ait serilerin elde edilebilirliğidir. Bu faktörler göz önünde bulundurularak, ampirik analizde, 1991:Q4–2006:Q2 arası dönem ele alınmıştır. Verilerin 3 aylık seriler halinde kullanılmasının nedeni, Türkiye’de, GSYİH değişkeni için, aylık serilerin mevcut olmamasıdır. Analizde kullanılan değişkenler,

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın(TCMB) istatistiki veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada ele alınan değişkenler şunlardır.

GDP: GSYİH-Sabit Fiyatlarla

TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi

R: Mevduat Faiz Oranları (3 aylık)

E: Döviz kuru – ABD Doları

İMKB: İMKB 100 Endeksi

PORTFOY: Portföy Yatırımları

FDI: Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları

Değişkenlerden ilki olan GSYİH'nın volatilitesi istikrarın önemli bir göstergesidir. Bu değişkendeki hızlı düşüşler ise iktisadi kriz olarak kabul edilebilir. Bu değişken ile ilgili tanımlar, modellerin oluşumu anlatılırken ayrıntıları ile ele alınacaktır. TEFE değişkeni ise fiyat istikrarının bir göstergesi olarak ele alınmıştır. TÜFE'den farklı olarak, bu endeks geçici dalgalanmalara daha az açık olduğundan fiyat istikrarının daha sağlıklı bir göstergesidir. Ele alınacak modellerde faiz oranı istikrarının bir göstergesi olarak R değişkeni yerine, kredi faizleri alınması daha doğru olacakken, Türkiye'de bu değişkenin sağlıklı bir zaman serisi olarak sunulmayışı nedeniyle, analizde mevduat faizleri kullanılmıştır. Şüphesiz her iki değişkendeki dalgalanmaların paralellik arz edeceği varsayımı bu kararda etkili olmuştur. Faiz oranlarının 3 aylık değerlerinin alınmasının nedeni ise, portföy yatırımlarının etkisini görmektir.

İstikrarın bir diğer önemli göstergesinin döviz kuru istikrarı olduğundan Bölüm 2'de bahsedilmişti. Bu amaçla ele alınan değişken, Türkiye'de yaygın olarak tasarruf aracı olarak da kullanılan ABD Doları olmuştur. İMKB 100 endeksi ise Türkiye'de menkul kıymet istikrarının bir göstergesi olarak analize

alınmıştır. PORTFOY ve FDI değişkenleri, Portföy yatırımları ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları simgelemektedir.

Kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarının istikrara etkisini analiz etmek üzere iki tür ekonometrik metot kullanılmıştır. Bunlardan ilki VAR (Vektör-otoregresyon), yöntemi diğeri ise bir Logit modelidir. Bu seçimin nedenleri modeller incelenirken belirtilecektir.

Ampirik çalışmaya hazırlık amacıyla, veriler, ilkönce mevsimsellikten arındırılmıştır. Mevsimsellikten arındırılmamış seriler iki temel bileşenden oluşmaktadır. İlki uzun dönem büyüme trendini göstermektedir ki, bu trend Hodrick Prescott (HP) Filtresi kullanılarak elde edilmektedir. İkinci temel bileşen ise mevsimsellik içeren etkilerdir.

Mevsimsellikten arındırma işlemi için NBER'in (National Bureau of Economic Research) bu konuda kullandığı Census X-12 programı kullanılmıştır. Bu program serilerin otokovaryans ve otokorelasyon değerlerini kullanarak mevsimsellikleri hesaplamaktadır. Burada, uygulanan metodun ayırıcı noktası, mevsimsellik değerlerinin zaman içinde değişebileceğini dikkate almasıdır.

Mevsimsellikten arındırma işleminin ardından, değişkenler durağanlık sınamasına tabi tutulmuştur. Verilerin birim kök sınaması, ADF (Augmented Dickey-Fuller) yöntemi ile yapılmış ve ele alınacak gecikme sayısı Schwarz Enformasyon Kriterine göre belirlenip parantez içinde sunulmuştur. Tablo 3.1'de görüleceği üzere değişkenler düzey değerlerinde durağan değildir ve iki fark alındığında durağan duruma gelmektedir.

Tablo 3.1 ADF(Augmented Dickey-Fuller) Testi Sonuçları

DEĞİŞKEN	DÜZEY	1 FARK	2 FARK
GDP	0.305(8)	-1.848(7)	-7.279(6)*
TEFE	0.980(1)	-2.892(0)***	-10.248(0)*
R	-1.401(0)	-8.032(0)*	-5.941(4)*
E	0.006(0)	-5.244(0)*	-8.432(3)*
İMKB	-2.958(0)**	-7.286(0)*	-9.292(1)*
PORTFOY	-5.558(0)*	-7.820(1)*	-8.783(2)*
FDI	-2.157(2)	-11.597(1)*	-8.338(3)*

Test Kritik Değerleri: %1;-3.562-%5;-2.918-%10;-2.597

*: %1 düzeyinde anlamlı; **: %5 düzeyinde anlamlı ; ***:%10 düzeyinde anlamlı

3.2.VAR Modeli

Analizde kullanılan VAR modelini açıklamak için aşağıdaki denklemler kullanılmıştır. Her denklemde, X ve Y'nin dörder gecikmeli değerlerinin açıklayıcı değişken olarak ele alındığı varsayıldığında tahmin edilen model şu olacaktır:

$$X_t = \alpha + \sum_{j=1}^4 B_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j Y_{t-j} + U_{1t} \quad (1)$$

$$Y_t = \alpha' + \sum_{j=1}^4 \theta_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^4 \lambda_j Y_{t-j} + U_{2t} \quad (2)$$

Bu durumda her bir model OLS ile tahmin edilebilir. Burada u'lar olasılıklı hata terimleri olup, VAR terimleri ile *impulse* ya da *response* diye adlandırılır.

Modelin kaç gecikmeli olarak ele alınacağı ile ilgili gecikme seçim kriterleri tablo 3.2'de sunulmuştur. Bu gecikme seçim kriterleri şunlardır: LR: Likelihood Ratio, LogL: Log Likelihood, FPE: Final Prediction Error, AİC: Akaike Enformation Criteria, SC:Schwarz Criteria, HQ: Hannan-Quinn. Bu tabloya göre VAR tahmini 4 gecikmeli, olarak ele alınmıştır.

Tablo 3.2. VAR Modeli Gecikme Seçim Kriterleri

VAR Gecikme Seçim Kriterleri						
Örnekleme: 1991Q4 2005Q2						
Gec.	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2451.557	NA	2.96e+38	102.7732	103.3580	102.9942
1	-2424.254	45.50486	2.73e+38	102.6773	104.2366	103.2665
2	-2364.473	87.18052	6.77e+37	101.2280	103.7620	102.1856
3	-2242.912	151.9510	1.37e+36	97.20468	100.7132	98.53055
4	-2189.748	55.37967*	5.36e+35*	96.03116*	100.5142*	97.72532*

Tablo 3.3’de kısa Portföy yatırımları ve dolaysız yabancı yatırımların istikrara etkileri, gecikmeler de göz önünde bulundurularak incelenebilir. Portföy yatırımlarının 1 gecikmeli etkilerine bakıldığında, GDP [1.97550] ve TEFE [1.12201] ile anlamlı bir ilişkisi olduğu görülmektedir. Portföy yatırımları, her iki değişkeni de artırırken TEFE’yi (18.37611) artırıcı etkisi GDP’den (0.096100) çok daha büyük olmaktadır. 1 gecikmeli değerler göz önünde bulundurulduğunda Portföy yatırımlarının modeldeki diğer değişkenleri etkilemediği görülmektedir. 2 gecikmeli değerlerin, 1 gecikmeli değerlerden tek kayda değer farkı ise Portföy yatırımlarının TEFE [0.62954] üzerindeki etkisinin kaybolmasıdır. GDP [2.18137] üzerindeki etki aynı şekilde durmaktadır. 3 gecikmeli değerler incelendiğinde ise GDP [0.82131] üzerindeki bu etki de yok olurken yeni bir değişkenle anlamlı ilişki oluşmaktadır. Bu değişken İMKB [-1.20872] endeksidir. Etkinin yönü negatiftir. Yani Portföy yatırımı gerçekleştikten 9 ay sonra borsa endeksini aşağı çeken bir etki yapmaktadır. 4 gecikmeli değerler içinde aynı durum söz konusudur. Bu sonuçlara göre portföy yatırımı girişi gerçekleştiğinde ilk etapta GSYİH ve TEFE artmakta ardından bu etkiler ortadan kalkıp borsa endeksi aşağı gitmektedir.

Tablo 3.3. VAR Tahmini Sonuçları

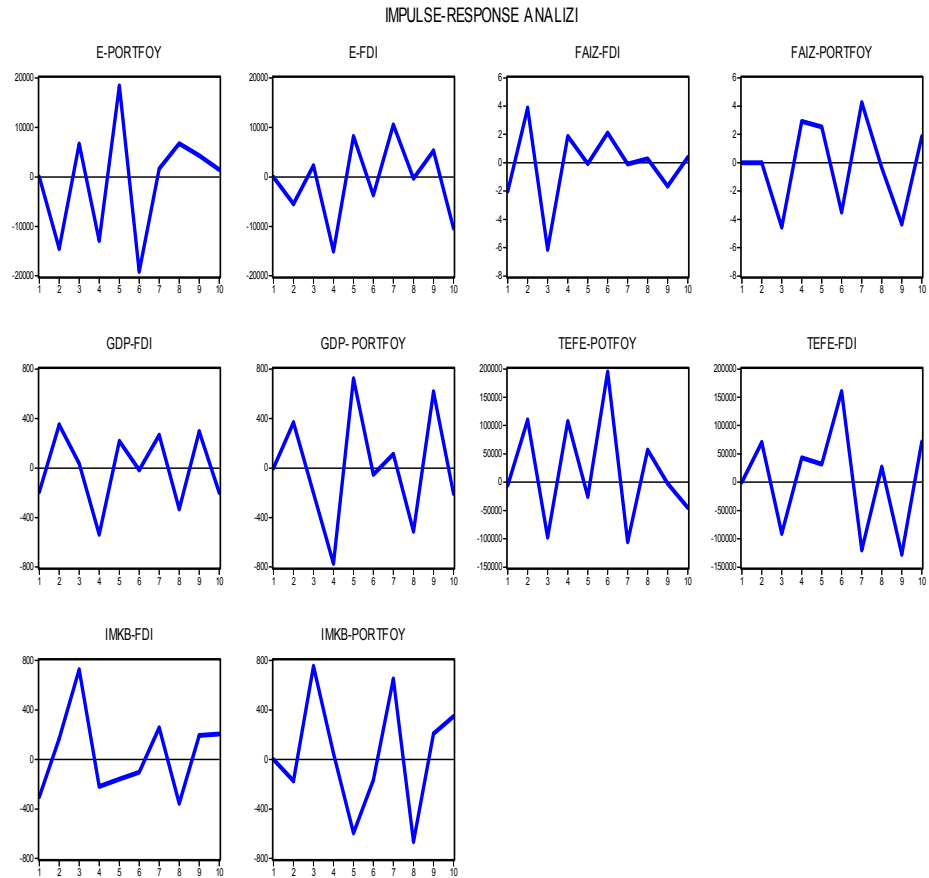
Vektör Otoregresyon Tahmini					
Örneklem: 1993Q2 2005Q2					
Standart Hatalar () & t-istatistikleri []					
	FDOVIZ	FFAIZ	FGDPSABIT	FIMKB	FTEFE
FDOVIZ(-1)	-0.149377 (0.19807) [-0.75418]	-5.39E-05 (4.9E-05) [-1.09348]	-0.009471 (0.00327) [-2.89826]	0.013999 (0.00681) [2.05543]	0.975051 (1.10024) [0.88622]
FDOVIZ(-2)	-0.240200 (0.22997) [-1.04448]	4.34E-05 (5.7E-05) [0.75821]	0.002981 (0.00379) [0.78554]	-0.006062 (0.00791) [-0.76655]	3.584991 (1.27747) [2.80633]
FFAIZ(-1)	800.0695 (1123.11) [0.71237]	-0.797786 (0.27937) [-2.85568]	-35.99136 (18.5306) [-1.94226]	-6.957966 (38.6206) [-0.18016]	7233.270 (6238.78) [1.15940]
FFAIZ(-2)	1636.315 (1605.89) [1.01895]	-0.299045 (0.39946) [-0.74863]	-22.29915 (26.4962) [-0.84160]	-32.96617 (55.2219) [-0.59698]	10712.47 (8920.57) [1.20087]
FGDPSABIT(-1)	4.074689 (12.6682) [0.32165]	0.005870 (0.00315) [1.86296]	-0.927924 (0.20902) [-4.43943]	-0.165489 (0.43562) [-0.37989]	4.268671 (70.3710) [0.06066]
FGDPSABIT(-2)	1.408424 (13.2449) [0.10634]	0.006569 (0.00329) [1.99376]	-0.922138 (0.21853) [-4.21967]	-0.205472 (0.45545) [-0.45114]	8.467684 (73.5743) [0.11509]
FIMKB(-1)	-3.587463 (10.3707) [-0.34592]	-0.002269 (0.00258) [-0.87974]	-0.165597 (0.17111) [-0.96778]	-0.093630 (0.35662) [-0.26255]	12.78930 (57.6084) [0.22200]
FIMKB(-2)	-1.789412 (9.94318) [-0.17996]	-0.000152 (0.00247) [-0.06129]	0.261291 (0.16406) [1.59269]	-0.463138 (0.34192) [-1.35453]	-78.06492 (55.2335) [-1.41336]
FTEFE(-1)	-0.007999 (0.06107) [-0.13099]	4.20E-07 (1.5E-05) [0.02763]	0.001652 (0.00101) [1.63912]	-0.001928 (0.00210) [-0.91817]	-0.498398 (0.33924) [-1.46917]
FTEFE(-2)	0.023080 (0.06429) [0.35900]	-4.37E-06 (1.6E-05) [-0.27316]	-0.001302 (0.00106) [-1.22767]	-5.15E-05 (0.00221) [-0.02329]	0.218598 (0.35712) [0.61211]

Tablo 3.3. VAR Tahmini Sonuçları (Devam)

Vektör Otoregresyon Tahmini					
	FDOVIZ	FFAIZ	FGDPSABIT	FIMKB	FTEFE
FPORTFOY(-1)	1.428163	-3.84E-07	0.096100	0.045292	18.37611
	(2.94836)	(0.00073)	(0.04865)	(0.10139)	(16.3779)
	[0.48439]	[-0.00052]	[1.97550]	[0.44673]	[1.12201]
FPORTFOY(-2)	3.149471	0.000751	0.200184	-0.110961	19.45056
	(5.56199)	(0.00138)	(0.09177)	(0.19126)	(30.8964)
	[0.56625]	[0.54301]	[2.18137]	[-0.58016]	[0.62954]
FPORTFOY(-3)	4.326821	0.000890	- 0.086497	-0.265307	-5.237397
	(6.38301)	(0.00159)	(0.10532)	(0.21949)	(35.4571)
	[0.67787]	[0.56025]	[- 0.82131]	[-1.20872]	[-0.14771]
FPORTFOY(-4)	2.853018	0.000405	- 0.059421	-0.222558	-6.192182
	(3.93944)	(0.00098)	(0.06500)	(0.13547)	(21.8833)
	[0.72422]	[0.41287]	[- 0.91419]	[-1.64291]	[-0.19691]
FDOGRUDAN(-1)	- 135.1890	-0.004395	2.290197	.993269	749.5879
	(80.7045)	(0.02007)	(1.33158)	(2.77520)	(448.307)
	[- 1.67511]	[-0.21891]	[1.71992]	[0.71824]	[1.67204]
FDOGRUDAN(-2)	- 133.2657	0.020847	2.763159	6.174948	971.8151
	(86.2192)	(0.02145)	(1.42257)	(2.96483)	(478.940)
	[- 1.54566]	[0.97206]	[1.94238]	[2.08273]	[2.02909]
FDOGRUDAN(-3)	- 194.8977	0.021448	3.168191	6.017641	655.1789
	(100.368)	(0.02497)	(1.65601)	(3.45136)	(557.534)
	[-1.94184]	[0.85910]	[1.91315]	[1.74356]	[1.17514]
FDOGRUDAN(-4)	-15.58824	0.028813	2.375035	5.655406	342.9791
	(70.4941)	(0.01754)	(1.16311)	(2.42409)	(391.589)
	[-0.22113]	[1.64317]	[2.04197]	[2.33300]	[0.87587]
C	-1636.426	-0.778585	-67.03365	280.0561	7625.888
	(8356.07)	(2.07853)	(137.870)	(287.342)	(46417.3)
	[-0.19584]	[-0.37458]	[-0.48621]	[0.97465]	[0.16429]
R^2	0.891669	0.787924	0.997189	0.694108	0.916582
Ayr. R^2	0.732023	0.475392	0.993046	0.243320	0.793651
S.S.R.	5.86E+10	3627.516	15960184	69325679	1.81E+12
S.E.E.	55548.70	13.81745	916.5204	1910.162	308568.3
F-istatistiği	5.585294	2.521094	240.6947	1.539767	7.456042
Log likelihood	-570.2675	-171.9115	-373.2548	-408.5040	-652.5723
AIC	24.96948	8.371313	16.76062	18.22934	28.39885
SC	26.10000	9.501830	17.89113	19.35985	29.52936
Ort.Bağ.	-976.3750	-0.062500	8.145833	75.68750	7660.813

Dolaysız yabancı yatırımların 1 gecikmeli değerleri ile döviz kuru [-1.67511] GSYİH [1.71992] ve TEFE [1.67204] ile istatistiki olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. İlişkinin yönü, döviz kuru ile negatif, diğer iki değişkenle pozitiftir. Dolaysız yabancı sermaye ile GSYİH arasındaki ilişki, tüm gecikmeler için benzer bir yöndedir. FDI'nın IMKB üzerine etkisi ise 2 gecikmeden itibaren ortaya çıkmaktadır ve kısa vadeli sermayenin etkisi gibi negatif değil pozitiftir. FDI'nın döviz kurunu düşürücü etkisi ise dokuz ay devam ettikten sonra ortadan kalkmaktadır. Bu etkiler grafik 3.1'deki İmpulse-response analizinde de görülebilir.

Grafik 3.1. İmpulse-Response Analizi



3.3.Logit Modeli

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve Portföy yatırımlarının iktisadi kriz yaratma olasılığını, VAR metodolojisi ile ortaya koymak mümkün değildir. Bu etkiyi analiz etmek için farklı bir yöntem kullanılması gerekmektedir. Bu yöntem Logit tahminidir.

Döviz krizine ilişkin aşağıdaki gibi bir dönüşümle yeni döviz kuru verilerinden döviz krizi değişkeni yaratılabilir.

$$\phi \geq \alpha ; \text{Kriz var , } P_i = 1$$

$$\phi < \alpha ; \text{Kriz yok, } P_i = 0$$

Bu tanımlama ϕ döviz kurundaki % değişimi simgelemektedir. Frankel ve Rose'un⁸³ tanımı baz alınarak $\alpha = 0.25$ kabul edilmiştir ve bu tanımın 1994 ile 2001 de yaşanan krizlerin açıkça tespit edildiği görülmüştür. Logit tahminin sonuçları tablo 3.4'de görülmektedir.

⁸³ Frankel, Jeffrey. and Rose, A. K.. 'Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment', **International Finance Discussion Papers**, Vol. 534, 1996. ss. 1–28.

Tablo 3.4. Logit Tahmini sonuçları

Bağımlı değişken : KRİZ				
Yöntem: ML - LOGİT (Quadratic hill climbing)				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	z-istatistik	P-değeri
C	-1.406444	0.414792	-3.390721	0.0007
FDI	-0.000923	0.000726	-1.272165	0.2033
PORTFOY	-7.20E-05	7.02E-05	-1.025677	0.3050
FDI(-1)	-0.001014	0.001321	-0.768107	0.4424
PORTFOY(-1)	0.000290	0.000161	1.803109	0.0714
FDI(-2)	-0.001591	0.001725	-0.922383	0.3563
PORTFOY(-2)	0.000499	0.000247	2.020289	0.0434
FDI(-3)	0.000406	0.001751	0.231675	0.8168
PORTFOY(-3)	0.000448	0.000218	2.054081	0.0400
FDI(-4)	0.000210	0.000888	0.237021	0.8126
PORTFOY(-4)	0.000203	9.51E-05	2.129928	0.0332
Ort.Bağ.Değ.	0.187500	S.Sapma. Bağ.Değ.		0.394443
S.E.R.	0.405871	Akaike info Kriteri		1.202681
S.S.R.	6.095052	Schwarz Kriteri		1.631498
Log likelihood	-17.86436	Hannan-Quinn Kriteri.		1.364732
Restr. log likelihood	-23.16372	Ort. log likelihood		-0.372174
LR istatistik (10 df)	10.59874			
Probability(LR stat)	0.089622			

Sonuçlara göre ne dolaysız sermaye yatırımlarının ne de portföy yatırımı girişlerinin, gerçekleştiği dönemlerde, kriz olasılığına bir etkisi yoktur. Dolaysız sermaye yatırımlarının kriz olasılığına etkisi diğer gecikmeli dönemler için de aynıdır ve yoktur. Oysa aynı durum portföy yatırımları için geçerli değildir. Portföy yatırımları, 1 gecikmeli dönemden itibaren iktisadi kriz olasılığını artırmaktadır.

SONUÇ

1980’li yılların başlarından itibaren ABD’nin öncülüğünde başlayan finansal liberalizasyon süreci ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişme uluslararası sermaye hareketlerini, eskiye oranla daha büyük hacimli ve mobilitesi yüksek hale getirmiştir. I. Dünya Savaşı öncesinde Uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlayacak herhangi bir engelin olmadığı yarım asırlık bir dönemin ardından, 1929 krizi ile birlikte Altın Para Standardı terk edilmiş ve yerini sermaye hareketlerinin sıkı bir biçimde kontrol edildiği, döviz kontrolü dönemine bırakmıştır. Bu süreç 2. Dünya Savaşının sonuna kadar devam etmiştir.

2. Dünya Savaşının sona ermesine yakın bir zamanda, galip devletler, yeni bir uluslararası para sistemi oluşturulmak üzere çalışmaya başlamıştır. 1944’de ABD’nin Bretton-Woods kasabasında gerçekleşen bir toplantıda IMF ve Dünya bankası gibi uluslararası kuruluşların kurulmasının yanı sıra Bretton-Woods sistemi adı verilen yeni bir para sistemine geçilmiştir. Yeni sistemde portföy yatırımlarından ziyade, doğrudan yatırımlar ön plana çıkmıştır. 1973’de petrol krizinin de etkisiyle Bretton-Woods sisteminin çökmüş ve kısa bir süre sonra, 1980’lerin başında uluslararası sermaye hareketleri hızlanmış ve bu durumun teknik altyapısını sağlamak üzere ABD, finansal deregülasyon sürecini başlatmıştır. Finansal deregülasyon, sadece bankacılık sistemindeki faiz kontrollerinin kaldırılması gibi uygulamaları değil, uluslararası sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırılmasını da amaçlayan bir süreç olmuştur. Bu süreç, ABD’nin hemen ardından İngiltere ve Japonya tarafından da devam ettirilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler finansal deregülasyon sürecine bir süre direndiyse de, IMF gibi uluslararası finansal kurumlar aracılığı ile yapılan baskı sonucu, bu ülkelerde sistemlerini yeni düzene uydurmuşlardır.

İktisat literatüründe sermaye yatırımlarının, girdiği ülkeye zarar mı fayda mı getirdiği tartışmalıdır. Sermaye yatırımlarının kaynak aktarımı için karmaşık bir araç olarak kullanılması ve dolayısıyla yatırımı kabul eden ülkeye faydadan çok zarar getirdiği iddiası, tartışmanın bir ayağıdır. Diğer ayağı ise tasarruf miktarı

düşük olan ve tasarruf açığı bulunan, gelişmekte olan ülkelerin bu açığı portföy yatırımları vasıtasıyla kapatabileceği iddiasıdır. Bu tartışma özellikle portföy yatırımları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Portföy yatırımlarının genel özelliği, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarına göre çok daha kısa vadeli olmasıdır. Ayrıca portföy yatırımları emek faktörünün fiyatı gibi parametrelerden bağımsız olarak yapılmaktadır. Portföy yatırımlarında gözetilen unsurlar temel ekonomik göstergelerin sağlamlığı, yüksek karlılık, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar ve vergilerdir. Sermaye hareketlerinin iktisadi gelişmeyi destekleyici ve refah yaratıcı mı olduğu yoksa istikrarsızlığa, iktisadi krizlere ve kaynak aktarımına mı yol açtığı tartışmaları literatürde devam etmektedir. Fakat bütün tartışmalar bir yana küreselleşme sürecinde önemli rol oynayan bu olgunun, engellenemez bir şekilde gelişmeye devam edeceği rahatlıkla öngörülebilir.

Ülkelerin uluslararası finans kesimi ile olan ilişkilerinin, finansal krizlerden etkilenme derecelerini de belirlediği rahatlıkla söylenebilir. Örneğin yakın geçmişte yaşanan Asya krizi sırasında gerek Hindistan, gerekse Çin, oldukça fazla miktarda dolaysız yabancı sermaye yatırımı alan ülkeler olmalarına karşın, yabancı portföy yatırımlarına kontrollü yaklaştıkları için, Asya krizinden, bu ülkeler çok daha az etkilenmiştir. Benzer durum Latin Amerika ülkesi Şili için de söz konusudur. Bu ülkenin de, 1999 yılındaki Brezilya krizinden, fazla etkilenmemesinin nedeni, gelen sermayenin belli bir süre ülkede kalmasını şart koşturmak gibi önlemler almasıdır. Özellikle, Üçüncü Nesil Döviz Krizi Modelleri, iktisadi krizlerde, uluslararası sermayenin önemli bir rolü olduğunu vurgulamaktadır.

Türkiye de 1994 ve 2001’de iki ekonomik kriz yaşamıştır. Çalışmanın ampirik analiz bölümünde 1991:Q4–2006:Q2 arası dönem ele alınmış ve uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik istikrar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ampirik analizde iki farklı metodoloji uygulanmıştır. VAR metodu ile değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkiye bakılmış, Logit modelinde ise Sermaye hareketlerinin iktisadi kriz yaratma olasılığı incelenmiştir. VAR modelinin sonuçlarına göre dolaysız yabancı sermaye girişi, başlangıçta enflasyonu, döviz

kurunu düşürmekte ve GSYİH'yi arttırmaktadır. 6 aydan sonra ise bu girişin TEFE ve döviz kuru üzerindeki etkileri ortadan kalkmakta fakat GSYİH üzerindeki pozitif etki devam etmektedir. Portföy yatırımı gerçekleştiğinde ise ilk etapta GSYİH ve TEFE artmakta, ardından bu etkiler ortadan kalkıp borsa endeksi aşağı gitmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının iktisadi kriz yaratma olasılığını, VAR metodolojisi ile ortaya koymak mümkün değildir. Bu etkiyi analiz etmek için farklı bir yöntem kullanılması gerekmektedir. Bu yöntem Logit tahminidir. Logit tahmininin sonuçlarına göre ne dolaysız sermaye yatırımlarının ne de portföy yatırımlarının, gerçekleştiği dönemlerde (t dönemi için), kriz olasılığına bir etkisi yoktur. Dolaysız sermaye yatırımlarının kriz olasılığına etkisi, diğer gecikmeli dönemler için de aynıdır ve yoktur. Oysa aynı durum kısa portföy yatırımları için geçerli değildir. Portföy yatırımları, 1 gecikmeli dönemden itibaren iktisadi kriz olasılığını artırmaktadır. Dolayısıyla dolaysız sermaye yatırımları, iktisadi istikrarı etkilemezken, portföy yatırımları gecikmeli olarak istikrarsızlık yaratmaktadır.

KAYNAKLAR

- AKDİŞ, Muhammet: **“Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”**, İstanbul, YASED Yayınları No:33, 1988, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Ysermaye.htm>.
- AKYAZI, Hakan: “Para Kurulu ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma”, **Türkiye Bankalar Birliği Yayınları**, No:214, 1998, ss.111–119.
- A.T. Kearney FDI Confidence Index-2006, Çevrimiçi, <http://www.atkearney.com>.
- BAILLIE, Richard T. ve MCMAHON, Patrick C: **The Foreign Exchange Market: Theory and Econometric Evidence**, Cambridge University Press, 1989.
- BAKER, Stephen A: **“An Introduction to International Economics”**, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1990.
- BAUER, Paul W.: **“The Financial Institutions and Markets Reader”** (ed.) Robert Kolb, Blackwell Publisher, 1996.s.5.

BAUMOL, William I. ve Alan S. BLINDER: “**Economics**” The Dryden Press
1998.

BİLGİN, Mehmet.H: “Türkiye’ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdama Etkisi”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, Sayı:22, Yıl:11, Cilt:6, Haziran 2004, ss.249-258.

BİLGİN, Mehmet H. KARABULUT, Gökhan ve ONGAN, Hakan: “**Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri**”, İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No: 2002–41, İstanbul, 2002.

BORATAV, Korkut: “İktisat Tarihi (1981–1994)”, (içinde) “**Bugünkü Türkiye 1980–1995**” (Türkiye Tarihi, 5. Cilt), Cem Yayınevi, İstanbul, 1997.

CARHBAUGH, Robert J: “**International Economics**”, Wadsworth Publishing Company, 1991.

CASSEL, Gustav: “**Money and Foreign Exchange After 1914**”, Mcmillan, London, 1923.

COPELAND, Laurance: “**Exchange Rates and International Finance**” 4th ed..
Pearson Education Publishing 2005.

DEMİR, Gülten: ‘**Asya Krizi ve IMF**’ Der yayınevi, İstanbul 1999.

DORNBUSH, Rudiger ve Stanley FISCHER,: “**Macroeconomics**”, McGraw-Hill, 1990.

DUNNING, John H: **Studies in International Investment**, Humanities Press Inc., New York, 1970.

EDWARDS, Sebastian: “The Great Exchange Rate Debate After Argentina”, **NBER Working Papers**, No. 9257, ss.2-14.

ERÇEL, Gazi: “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, Kur ve Para Politikası Uygulaması” Aralık 1999. Çevrimiçi <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>. 5 Mayıs 2003.

FRANKEL, Jeffrey A.: GALLI Giampaolo ve GIOVANNINI, Aalberto: **The Microstructure of Foreign Exchange Markets**, University Of Chicago Press, 1996.

FRANKEL, Jeffrey, and Rose, A. K.: ‘Currency Crashes In Emerging Markets: an Empirical Treatment’, **International Finance Discussion Papers**, 1996. Vol. 534, ss.. 1–28.

GÖRGÜN, Tuğrul: “**Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesin Etkin Kurumsal Yapılanmaları**”, (Uzmanlık Tezi, T.C.Başbakanlık Dış Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, 2004.

International Labour Organization, Çevrimiçi, :<http://www.ilo.org>.

IMF, “**Balance of Payments Manuel 5th Edition**”, International Monetary Fund. 1993.

IMF, **International Financial Statistics**, International Monetary Fund. 2006.

IMF, “**Global Portfolyo Investment Survey**” International Monetary Fund, 2001.

KANSU, Aydan: **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**” Derin Yayınevi, İstanbul 2004.

KARABULUT, Gökhan: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınevi, 2001.

KAZGAN, Gülten: “**Tanzimattan 21.Yüzyıla: Türkiye Ekonomisi**”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2002.

KAZGAN, Gülten: “**Yeni Ekonomik Düzen’de Türkiye’nin Yeri**”, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1995.

KENEN, Peter: “**The International Economics**”, Prentice Hall, 1989.

KEPENEK, Yakup ve YENTÜRK, Nurhan: **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 8. Baskı, İstanbul, 1996.

KORKMAZ, Esfender: “**Ekonomide Riskler: Kur Riski**” Rota Matbaacılık, 2006.

KREININ, Mordechai E: “**International Economics: a Policy Approach**”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1987.

KRUGMAN, Paul, MAURICE Obstfeld: **International Economics**, Harper Collins Publishers, 1991.

KULA, Ferit: “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003, ss.143-144.

LEVİ, Maurice D: **“International Finance: The Markets and Financial Managenement of Multinational Business”**, McGraw Hill, 2000.

LUKAUSKAS, A. ve S. MINUSHKIN: ‘‘Explaning styles of financial market openning in Chile, Mexico, South Korea and Turkey’’ **International Studies Quarterly** vol 44. 2000. ss.695-723.

MCKINNON, Ronald I. ve PILL, Huw: ‘‘Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing’’, **Oxford Economic Review of Economic Policy**, April 1999.

MISHKIN, F.S: ‘‘The Mexican Financial Crisis Of 1994-95: On Asymmetric Information Analysis’’, (iç.) **Financial Crisis Management in Regional Block**, ed. S.S. Rehman Klumer, Academic Publishers, 1998.

MÜSLÜMOV, Alövsat, Mübariz HASANOV, Cenktan ÖZYILDIRIM: **“Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri”**, TÜGİAD 2002.

OKSAY, Suna: “**Döviz Kuru ve Ödemeler Bilânçosu Politikaları: Türkiye (1923–2000)**”, Beta Yayınları, İstanbul, 2001.

ÖZDEMİR, Azim ve ŞAHİNBEYOĞLU, Gülbin: “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **Tartışma Tebliği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Eylül 2000.

PARASIZ, İlker: “**Para Politikası**”, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1996.

PAYA, Merih: “**Makro İktisat**” Filiz Kitabevi, İstanbul 1997.

SALENT, Stephen ve HENDERSON, Dale: “Market Anticipations of Government Gold Policies and The Price of Gold”, **Journal Of Political Economy**, August 1978, ss.621-632.

SEYİDOĞLU, Halil: “**Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**”
15. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003.

SHATZ, Howard ve TARR, David: “Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons From Experience”, **Working Paper**, No.2289, World Bank, 2000.

ŞAHİN, Hüseyin: **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişimi – Bugünkü Durumu**, Genişletilmiş 7.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2002.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar**, Mayıs 2001.

TCMB, **2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi**, *Basın Duyurusu*, Sayı:2003–2, Ocak 2003.

Transparency International, Corruption Perception Index – 2006. Çevrimiçi, http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/global/cpi.

ULUDAĞ, Ramazan: **“Türkiye’ de Yabancı Sermaye Uygulaması”**, Ankara http://www.turkhukusitesi.com/makale_142.htm s.23

UNCTAD, **“World Investment Report”** UN: New York and Cenova, 2005.

UNCTAD, **World Investment Report 1998-Trends and Determinants** UN: New York and Cenova, 1998.

WALTER , Ted: **“Dünya Ekonomisi”** Alfa Yayınevi, 2002.

YENTÜRK, Nurhan: “Türkiye Ekonomisinin Son 20 Yılı: Yangın Söndü, Arsayı Kurtardık”, çevrimiçi, www.bagimsizsosyalbilimciler.org, 2001.

YEYATİ, Eduardo Levy-, Federico Sturzenegger: “ To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth” **American Economic Review** vol. 93/4, 2003. s. 1173–1193.

YIP, Paul: “The Speculative Attack in Hong Kong Amid the Asian Financial Crisis”, **Asia Pacific Journal Of Finance**, 2,1999, ss.77-92.

ULUDAĞ, Ramazan: “Türkiye’ de Yabancı Sermaye Uygulaması”, Ankara http://www.turkhukuksitesi.com/makale_142.htm s.23

[http:// www. Attac.org/ ? lang=en](http://www.Attac.org/?lang=en).2006.

www.cato.org/testimony/ct-hanke 030502.html-çevrimiçi-2005.

<http://www.foreigntrade.gov.tr/Ekonomi/Trkekon.htm>

<http://www.worldbank.org.tr/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/TURKEYEXTN/0,,contentMDK:20167066~menuPK:413769~pagePK:1497618~piPK:217854~theSitePK:361712,00.html>

http://www.hazine.gov.tr/imf_sss.htm-çevrimiçi-2004.

www.unctad.org-çevrimiçi-2004.

<http://www.dtm.gov.tr/ead/ekolar1/eko1.xls>- çevrimiçi-2005