

ULUSLARARASI FİNANSAL LİBERALİZASYON
ve
TÜRKİYE'DE 1990 SONRASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN
EKONOMİYE ETKİSİ

Sevgi OKUTAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR

Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Eylül, 2003

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

ULUSLARARASI FİNANSAL LİBERALİZASYON ve TÜRKİYE’DE 1990 SONRASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİYE ETKİSİ

Sevgi OKUTAN

İktisat (İktisat Politikası) Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2003

Danışman: Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR

Dünya ekonomisinde “küreselleşme” sonucunda mali piyasalarda başlayan serbestleşme oluşumları pek çok sonucu da beraberinde getirmiştir. Mali piyasalarda; sermaye hareketlerine sağlanan serbest hareket etme özgürlüğü, iletişim teknolojisinin sunduğu olanaklar ile birleşince, az zamanda çok sermayenin dünya mali piyasalarında hareket etmesini mümkün kılmıştır. Ancak özellikle ülkemizde dahil olmak üzere gelişmekte olan ülkeler açısından kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileri göz önüne alındığında, kontrolsüz olarak gerçekleşen bu sermaye hareketlerinin önemli istikrarsızlıklar yaratabilme potansiyeli ortaya çıkmaktadır.

Bu döngü çerçevesinde “uluslararası finansal liberalizasyon ve Türkiye’de 1990 sonrası kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomiye etkisi” konulu araştırmamızda öncelikle serbestleşme sonucunda finansal liberalizasyon ve sermaye hareketleri arasındaki etkileşim üzerinde durularak; Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkileri farklı boyutlarda incelenmiştir.

İnceleme sonucunda finansal krizlerden çıkarılan dersler de dahilinde, sermaye hareketlerinin ve özellikle de spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerinin denetlenmesi ve bu hareketlerin kontrol altına alınabilecek bazı önlemler alınması gerektiği ortaya konulmuştur.

ABSTRACT

THE INTERNATIONAL FINANCIAL LIBERALIZATION
and
THE EFFECTS TO ECONOMY OF SHORT TERM FUND CIRCULATION
AFTER 1990 in TURKEY

Sevgi OKUTAN

Department of Economics

Anadolu University, The Institute of Social Sciences, September 2003

Adviser: Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR

With the effect of “globalization” in the world economy, liberalization started on the money markets and brought up many consequences. Through the advanced communication technologies, the freedom of the fund circulation made more capital to move into money market in less time.

But when we take into consideration the effects of short term fund circulation for developing countries, like Turkey, we discover the risk of instability caused by this uncontrolled fund circulations.

From this perspective, by focusing on the relationship between liberalization and fund circulation, we analyse the macro economic effects of short term fund circulation in Turkey on different grounds through our research.

By this research, the necessity of regulating and inspecting the uncontrolled fund circulations, especially the speculative ones via concluded results has been highlighted.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Sevgi OKUTAN'ın "Uluslararası Finansal Liberalizasyon ve Türkiye'de 1990 Sonrası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomiye Etkisi" başlıklı tezi 14 Kasım 2003 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, **iktisat (İktisat Politikası)** Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR
Üye : Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Üye : Doç.Dr.Sevgi GEREK

Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖZ	ii
ABSTRACT	iii
JÜRİ ve ENSTİTÜ ONAYI	iv
ÖZGEÇMİŞ	v
TABLolar LİSTESİ	xi
GRAFİK LİSTESİ	xii
KISALTMALAR	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL LİBERALİZASYON

ve

SERMAYE HAREKETLERİ

1. ULUSLARARASI FİNANSAL LİBERALİZASYON.....	4
1.1. Finansal Küreselleşme Kavramı.....	4
1.2. Finansal Liberalizasyonun Tanımı.....	6
1.3. Finansal Küreselleşmenin Dinamikleri Arasında Finansal Liberalizasyon.....	7
1.3.1. Reel Sektördeki ve Dünya Ticaretindeki Gelişmeler.....	7
1.3.2. Dışsal Konjonktürel Gelişmeler.....	8
1.3.3. Menkul Kıymetleştirme.....	8
1.3.4. Mevzuatın Hafifletilmesi.....	9
1.3.5. Finansal Liberalizasyon.....	9
1.4. Finansal Liberalizasyon Öncesi Mali Piyasalar.....	10
1.5. Finansal Liberalizasyon Gelişme Süreci ve Etkili Olan Araçlar.....	12
1.6. Finansal Liberalizasyona Yönelik Yaklaşımlar.....	17

1.6.1. Mc Kinnon Show Modeli.....	17
1.6.2. Yapısalcı Model.....	20
2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ.....	23
2.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı.....	23
2.1.1. Doğrudan Sermaye Hareketleri.....	24
2.1.2. Özel Sermaye Hareketleri.....	26
2.1.2.1. Portföy Yatırımları.....	26
2.1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	29
2.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Gelişimi.....	31
2.2.1. Dünya Ölçeğinde Finansal Küreselleşme.....	31
2.2.2. Yurtiçi Finansal Küreselleşme.....	35
2.2.2.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme ile Birlikte Enflasyon-Faiz İlişkisi.....	36
2.2.3. Yurtdışı Finansal Küreselleşme.....	38
2.2.3.1. Yurtdışı Finansal Serbestleşme ile Birlikte Enflasyon-Döviz Kuru Arasındaki İlişki.....	40

İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK ETKİLERİ

1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ.....	42
1.1. Ekonominin Genel Dengesi: Yurtiçi Üretim-Tüketim, Tasarruf- Yatırım, Dış Denge.....	45
1.2. Ödemeler Dengesine Etkisi.....	49
1.3. Kamu Kesimine Etkisi.....	51
1.4. Parasal Büyüklükler ve Uluslararası Rezervler.....	52
1.4.1. Parasal Genişlemenin Kontrolü ve Sterilizasyon Uygulaması	53
1.4.2. Uluslararası Rezervler.....	54

1.5. Faiz Oranları ve Finansal Aktiflerin Fiyatlarına Etkisi.....	56
1.6. Enflasyon Üzerindeki Etkisi.....	58
1.7. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi.....	60
2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK	
SERMAYE HAREKETLERİ VE SONUÇLARI.....	62
2.1. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesinin Ekonomik Etkisi.....	68
2.1.1. Sermaye Girişinin Etkileri.....	68
2.1.2. Sermaye Çıkışının Etkileri.....	69
2.1.3. Küresel Mali Krizler.....	71
2.1.4. Uluslararası Finansal Krizler ve Bulaşma Etkisi.....	73
2.2. Sermaye Hareketlerinin Kontrolü.....	74
2.2.1. Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi.....	76
2.2.2. Spekülatif Saldırıların Mekanığı ve Karşı Tedbirler.....	77
2.3. Ülke Deneyimlerinden Örnekler.....	78
2.3.1. 1990'larda Yaşanan Krizler ve Sermaye Hareketlerinin	
Rolü.....	78
2.3.1.1. ERM (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) Krizi	
(1992-1993).....	78
2.3.1.2. Meksika Krizi (1994-1995).....	80
2.3.1.2.1. Meksika Krizinden Çıkarılan Dersler.....	82
2.3.1.3. Asya Krizi (1997-1998).....	83
2.3.1.3.1. Krize Yol Açan Makro Ekonomik	
Koşullar.....	84
2.3.1.3.2. Asya Krizinden Çıkarılan Dersler.....	87
2.3.1.4. Rusya Krizi (1998).....	88
2.3.1.6. <u>Brezilya Krizi</u> (1999).....	90
2.3.1.7. <u>Arjantin Krizi</u> (2001-2002).....	92

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1980 SONRASI FİNANSAL SERBESTLEŞME.....	96
1.1. Faiz Oranları Üzerindeki Baskının Kaldırılması.....	97
1.2. Kur Politikasındaki Değişim ve Açık Kambiyo Rejimine Geçiş.....	99
2. TÜRKİYE'YE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYENLERİ.....	102
2.1. Hazine Bonosu Faiz Oranları.....	103
2.2. İMKB Getiri Değişkeni.....	104
2.3. Cari Açık.....	104
3. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ BOYUTLARI.....	105
3.1. Sermaye Hareketlerinin Boyutları.....	105
3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Boyutları.....	107
3.2.1. 1990-1991 Dönemi KVSH'nin Boyutları.....	108
3.2.2. 1992-1993 Dönemi KVSH'nin Boyutları.....	110
3.2.3. 1994-1995 Dönemi KVSH'nin Boyutları.....	112
3.2.4. 1996-1997 Dönemi KVSH'nin Boyutları.....	115
3.2.5. 1998-1999 Dönemi KVSH'nin Boyutları.....	116
4. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN REEL EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	118
4.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Büyüme.....	119
4.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Tasarruflar.....	120
4.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Tüketim.....	121
4.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Yatırımlar.....	122

5. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN GENEL EKONOMİ ÜZERİNDE YARATTIĞI ETKİLER.....	124
5.1. Olumlu Etkiler.....	124
5.1.1. Döviz Dengesizliğinin Giderilmesi.....	124
5.1.2. Piyasalara Derinlik Kazandırma.....	126
5.2. Olumsuz Etkiler.....	128
5.2.1. Merkez Bankası Bağımsızlığının Kısıtlanması.....	128
5.2.2. Pahalıya Borçlanma.....	129
5.2.3. Mali Piyasalarda Dengesizlik.....	130
5.2.4. Reel Kesimde Küçülme.....	134
5.2.5. Finansal Sektör ve Reel Sektör Arasındaki Bağlantının Zayıflamasına Neden Olma.....	135
6. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN 1990 SONRASI TÜRKİYE'DE YAŞANAN KRİZLER ÜZERİNDE ETKİSİ.....	137
6.1. 1994 Krizinin Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Açısından Değerlendirilmesi.....	139
6.2. 2000-2001 Krizlerinin Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Açısından Değerlendirilmesi.....	147
SONUÇ	147
KAYNAKÇA	154

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri.....	25
Tablo 2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Cari Açıkları Finanse Etme Oranları.....	26
Tablo 3. İşlem Hacmi.....	28
Tablo 4. Piyasa Değeri / Defter Değeri	28
Tablo 5. Gelişmekte Olan Ülkelerde Temmuz 2001 İtibariyle Enflasyon Oranları ve Kısa Vadeli Faiz Oranları	37
Tablo 6. Türkiye’de Yıllar İtibariyle Enflasyon ve Faiz Oranları	38
Tablo 7. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Ödemeler Bilançosu Dengesi ve Yabancı Rezerv Miktarları.....	55
Tablo 8. Gelişmekte Olan Ülkeler ve 16 Yeni Gelişen Piyasa Ekonomisinde Net Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi..	65
Tablo 9. Kriz Öncesi ve Kriz Sonrası Asya Ülkeleri İçin Bazı Seçilmiş Veriler.....	86
Tablo 10. Arjantin’e gelen Yabancı Sermaye.....	93
Tablo 11. Sermaye Hareketleri.....	106
Tablo 12. Büyüme ve Yurtiçi Tasarruflar.....	121
Tablo 13. Bazı Ekonomik Göstergeler (1999-2002).....	125
Tablo 14. Finansal Varlıklar / GSMH	127
Tablo 15. İMKB Bileşik Endeksleri (1995-2002).....	131
Tablo 16. Döviz Kurlarında Meydana Gelen Aylık Artış (1994-2001).....	133
Tablo 17. İMKB Göstergeleri ve Kısa Vadeli Sermaye Girişleri.....	136
Tablo 18. Sıcak Para ve Seçilmiş Finansal Göstergeler.....	142
Tablo 19. 2000-2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri.....	145

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Grafik 1. Yarı Açık Kambiyo Rejimi Dönemi Sermaye Hareketleri.....	100
Grafik 2. 1990-1991 Sermaye Hareketleri Dağılımı.....	109
Grafik 3. 1992-1993 Sermaye Hareketleri Dağılımı.....	111
Grafik 4. 1994-1995 Sermaye Hareketleri Dağılımı.....	114
Grafik 5. 1996-1997 Sermaye Hareketleri Dağılımı.....	116
Grafik 6. 1998-1999 Sermaye Hareketleri Dağılımı.....	117
Grafik 7. 2000-2001 Sermaye Hareketleri Dağılımı.....	144

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı Geçen Eser
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AGÜ	: Az Gelişmiş Ülkeler
Bkz.	: Bakınız
CFA	: Fransız Afrika Müstemlekeleri
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DY	: Doğrudan Yatırımlar
ERM	: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
FRA	: Finansal Baskı Analizi
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GYÜ	: Gelişme Yolundaki Ülkeler
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KVSH	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
MB	: Merkez Bankası
MGK	: Milli Güvenlik Kurulu
MPM	: Milli Prodüktivite Merkezi
PY	: Portföy Yatırımları
Rb	: Ruble
SH	: Sermaye Hareketleri
TC	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TPKK	: Türk Parasının Kıymetini Koruma
UNCTAD	: Bileşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
UVSH	: Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri
WTO	: Dünya Ticaret Örgütü

GİRİŞ

Günümüz Dünya Ekonomisi'nde, piyasalara üretimle ilgili gelişmelerden ziyade, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler, özellikle de ülke paralarının birbirlerine karşı olan değerleri yani döviz kurlarındaki dalgalanmalar tartışılmaktadır. Tartışmalara neden olan bu döviz kuru dalgalanmalarının en önemli nedeni; ülkelerin paraları arasındaki değişim oranının tamamıyla piyasa koşulları içinde belirlendiği ve arz ve talebin etkili olduğu bir çerçeveyi de beraberinde getirmektedir. Nitekim bu ortam içinde spekülasyon hareketleri giderek artmakta ve bu spekülasyon hareketleri birer istikrarsızlık kaynağı unsuru haline gelmektedir.

Dolayısıyla çalışmamızdaki temel amaç; küreselleşme süreciyle tüm piyasalarda başlayan serbestleşme olgusunun mali piyasalara bir yansımalarının sonucu olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin; iletişim teknolojisinin verdiği olanakların da yardımıyla, tüm mali piyasalara, çok kısa sürelerde çok büyük meblağlarla girip çıkması sonucu, ülkelerin temel makro ekonomik göstergelerinde ve dengelerinde önemli ölçüde istikrarsızlıklarını ortaya koymaktır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, bilindiği gibi küreselleşmenin bir alt başlığı olan finansal serbestleşmenin bir sonucudur. Bu yüzden çalışmamızda öncelikle uluslararası finansal serbestleşme ve özellikle de Gelişmekte Olan Ülke Hükümetleri'nin bir çeşit deregülasyon uygulaması olan finansal liberalizasyon ile uluslararası sermaye hareketleri arasındaki etkileşim ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Dünyada finansal liberalizasyon uygulamaları öncesi mali piyasaların yapısına değinildikten sonra farklı yaklaşımlar ışığında finansal liberalizasyon politikaları incelenmeye çalışılmış, bunun sonucunda ise; finansal reformların zamanlaması ve öncelik sıralamasının saptanması ile sermaye hareketleri serbestinin makro ekonomik yapı ve politikalar üzerindeki önemi vurgulanmıştır.

Özellikle de GOÜ'lerde liberalizasyon uygulamaları sonucu gelişme gösteren uluslararası sermaye akımı tanımsal ve nedensel olarak yine aynı bölümde ikinci kısım olarak incelenmiş ve araştırmamızın niteliksel tabanını oluşturmuştur.

Finansal küreselleşme sonucunda yapılan finansal reformlar ve sermaye hareketlerine getirilen serbestlikler mevcut ekonomik çerçeveyi değiştirmekte ve makro ekonomik yapıda yapısal değişimler görülmektedir. Sermaye hareketlerine karşı izlenen politikaların farklı olmasından dolayı her ülkede farklı sonuçlar vermesi araştırmamızın daha ayrıntılı yapılmasının nedenini oluşturmaktadır.

Sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin konu edildiği araştırmamızın ikinci bölümünde; kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri makro açıdan farklı alt başlıklar yardımıyla incelenmiştir. Spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin makro ekonomik olumsuz etkilerine hazırlıksız yakalanan gelişmekte olan ülkeler bunun yanı sıra bir çok nedenlere de bağlı olarak krizsel süreçlere girmektedirler. Özellikle de 1990'lardan sonra Meksika, Asya, Rusya, Brezilya ve son olarak da Arjantin krizleri bu konuda bizlere büyük dersler çıkarmamıza yardımcı olmaktadır.

Dolayısıyla araştırmamızın bu bölümünde sıcak para hareketlerinin olumsuz makro ekonomik etkilerine karşı alınması gereken tedbirler ve öneriler incelenmiş; sermaye hareketlerinin kontrolü sağlanabilir mi sorusuna cevap aranmıştır.

Araştırmamızın üçüncü ve son bölümünde ise Türkiye'de 1990 sonrası sermaye hareketlerinin boyutları ayrıntılı bir şekilde ele alınmış ve reel ekonomi üzerinde yarattığı olumlu ve olumsuz etkiler farklı alt başlıklar yardımıyla incelenmeye çalışılmıştır. Ayrıca spekülatif amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1990 sonrası Türkiye Ekonomisi'nde yaşanan krizler üzerindeki etkisi 1994 ve 2000-2001 krizleri deneyimleriyle değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak yapılan bu çalışmada, küreselleşme sonucunda GOÜ ekonomilerinde uygulanan finansal liberalizasyonun makro ekonomik etkileri ve Türkiye Ekonomisi'nde ortaya çıkan politik ve ekonomik istikrarsızlıklarda finansal liberalizasyonun bir sonucu

olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin ne derece etkisi olup olmadığının sorgulanması hedeflenmiştir. Ve çalışma sonucunda ise; spekülâtif amaçlı sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması ve denetlenmesi gerekliliği üzerinde durulmuştur.

Sevgili Sevgiye Sevgilerle
=)
ferdi

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL LİBERALİZASYON VE SERMAYE HAREKETLERİ

1. ULUSLARARASI FİNANSAL LİBERALİZASYON

1.1. Finansal Küreselleşme Kavramı

1970’li ve 80’li yıllar, gerek gelişmiş ülkelerde, gerekse az gelişmiş ülkelerde finans sektörünün hızla büyüdüğü ve ülkeler arasında bütünleştiği bir dönem olmuştur. Finans sektörlerinin büyümesi ve bütünleşmesi bu sektörlerin faaliyetlerini serbestleştirme süreci ile birlikte gerçekleşmiştir. Finans sektörü özellikle 1980’li yıllardan sonra globalleşme veya küreselleşme olgusunun sonuçlarını ve etkilerini reel sektörden daha hızlı ve etkin bir şekilde hissetmektedir.

“1980’li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip olan küreselleşmenin ekonomik boyutunun önemli bir ayağını oluşturan finansal küreselleşme, ulusal finans piyasalarının çeşitli kontrat ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, karların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması şeklinde tanımlanmaktadır.

Finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda faiz ve kur dalgalanmalarına imkan tanınması üretimin küreselleşmesinde de önemli bir rol oynamaktadır. Finansal küreselleşmeye daha çok Uluslararası Para Fonu'nun çalışmaları sonucunda uluslararası para sisteminin 2. Dünya Savaşı sonrası aldığı şekil, Dünya Bankası ve konsorsiyum bankaları gibi kuruluşların büyük çaplı sermaye yatırımı gerçekleştiren projeleri desteklemeleri, doların 1973'teki devalüasyonu sonucunda kurların dalgalanmaya bırakılması ve teknolojide yaşanan gelişmeler etkili olmuştur. Bunların dışında reel sektörde ve dünya ticaretindeki gelişmeler; çok uluslu şirketlerin yatırımlarındaki artış, menkul kıymetleştirme (securization), finansal araçların çeşitliliğindeki hızlı artış (future, option ve swap gibi), mevzuatın hafifletilmesi, finansal liberalizasyon gibi politik, kurumsal ve teknik etkiler de rol oynamıştır.”¹

Görüldüğü gibi finansal küreselleşme hem küreselleşmenin bir parçası hem de küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsurdur.

1980'lerden bu yana yaşanan iletişim ve bilgi işleme teknolojilerindeki atılımlar, bilgi akımlarını hızlandırmak suretiyle arbitraj gibi kazançlı faaliyetleri kolaylaştırmış, bu ise eski işlevsel iş bölümünün kaldırılması yönünde baskı yaratmıştır. Finansal serbestleşmeyi sürükleyen etkilerden biri olan iletişim ve teknolojik atılımların yanı sıra, ülkenin finansal hizmetleri arasındaki rekabet de bir diğer etkidir. “Finansal faaliyetlerin daha serbestçe icra edilebildiği ülkelerin ve serbest bölgelerin finansal kurumları cezbetmesi, devletleri serbestleştirmekte ve rekabete yönlendirmektedir. Ayrıca bir ülkede finansal serbestleştirme giderek bir tür "momentum" kazanmaktadır. Çünkü bazı finans kurumlarının kaynak sağlama alanlarında faaliyetleri serbestleştirildiğinde (örneğin fiyat rekabeti serbest bırakıldığında) kaynak maliyeti yükseldiğinden bu finansal kurumlar karlılıklarını koruyabilmek amacıyla plasman faaliyetlerinin serbestleştirilmesi için mücadele etmek zorunda kalmaktadırlar. Bu ise plasman alanındaki rekabeti arttırarak bir yandan karlılığı olumsuz etkilemekte, diğer yandan aynı plasmanlardan kaynak sağlamayan

¹ Serap Durusoy, “Finansal Liberalizasyonun Sorgulanmasının Nedenleri”, *Dış Ticaret Dergisi*, Cilt.5, Sayı.18, (Temmuz, 2000), s.15-16.

başka finansal kurumların kaynak maliyetini yükseltmektedir. Sonuçta daha fazla serbestleştirme için finans kurumlarının baskıları sürmektedir.”²

1.2. Finansal Liberalizasyonun Tanımı

Finansal liberalizasyon finansal küreselleşmenin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Finansal baskıya son verilmesi ve sermayenin serbest dolaşımı liberalleşmenin zorunlu bir gereğidir. Özellikle son yıllarda finans merkezlerinin aralıksız 24 saat işlem yapması ve fonların uluslararası bazda kısıtlamaların önemli ölçüde kaldırılması, finansal liberalizasyonun hem bir nedeni hem de bir sonucudur.

“Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin, gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetleri kendi ülkelerine çekmek için bankacılık, finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin sermaye akımlarına açılması süreci olarak ifade edilmektedir.”³

1980’li yılların arkasından, liberalleşmenin etkisiyle finans kurumlarının faaliyet alanlarını ayıran sınırlar gevşemiş, uzmanlık alanları genişletilmiştir. Bankaların menkul kıymetler piyasalarına aktif olarak katılabilmeleri ve işlem hacimlerinin büyük boyutlara ulaşması; bu sahada tanınan ayrıcalıklar ve ayrıca bankaların evrensel bankacılığa geçişlerinin sağlanması, yatırım fonlarındaki gelişmeler, kamunun mali piyasalara doğrudan müdahalesi yerine dolaylı müdahaleleri tercih etmesi gibi unsurlar genel olarak liberalleşmeyi teşvik eden faktörler olmuştur.

Liberalleşmenin diğer bir boyutu, “finansal kurumlar üzerindeki mali baskının ortadan kalkmasıdır. Liberalleşme hareketleriyle, yabancı finans kurumlarının mali piyasalarda, özellikle menkul kıymetler piyasalarında serbestçe faaliyetleri sağlanmış,

² İzzettin Önder, *Türkiye’de Kamu Maliyesi , Finansal Yapı Politikaları*, (İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993), s.72-73.

³ Durusoy, a.g.e., s.16-17.

portföy yatırımları teşvik edilmiş ve yerli kurumların da aynı faaliyetleri yurt dışı mali piyasalarda yapmaları serbest bırakılmıştır. Böylece uluslararası sermayenin serbest dolaşımı bir ölçüde sağlanmıştır.”⁴

Kısaca, mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin ve sınırlılıkların kaldırılması olarak tanımlanan finansal liberalleşme, geniş anlamı ile farklı niteliklerdeki kavramların maliyetlerini ayıran sınırlamaların ve kambiyo rejimi uygulamaları üzerindeki kontrollerin azaltılması veya kaldırılmasını; yani yabancıların yerli finansal sisteme girişlerindeki engellemelerinin minimize edilmesi, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girme yolunun açılmasının yanında finansal gelirler üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılmasını da kapsamaktadır.

1.3. Finansal Küreselleşmenin Dinamikleri Arasında Finansal Liberalizasyon

Finansal küreselleşme 1980’lerde dünya ekonomisine damgasını vuran gelişmelerin en önemlisi olarak değerlendirilebilir. Finansal liberalizasyon kavramı ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması ve uluslararası sermaye akımlarının ileri boyutlar kazanması sürecini ifade eden finansal küreselleşme kavramının hem bir ayağı hem de dinamikleri arasında bulunan önemli bir unsurdur.

Finansal küreselleşmenin dinamiklerini beş ayrı unsur olarak inceleyebiliriz:

1.3.1. Reel Sektördeki ve Dünya Ticaretindeki Gelişmeler

“Reel sektördeki gelişmeler, özellikle üretimin uluslararasılaşması, ÇUŞ’ların doğrudan yatırımlarının önem kazanması ve dünya ticaretindeki gelişmeler finansal küreselleşmenin etkilerindedir. Çok uluslu şirketler gerek işletme sermayesi, gerek dış

⁴ Mehmet Civan, **Türkiye Ekonomisinin Değerlendirilmesi Paneli**, (Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 1998), s.29-30.

ticaret, gerekse sabit sermaye yatırımlarının finansmanında Europiyalara artan ölçüde başvurmuşlardır. Bunun ana nedeni; rekabetçi özelliği ağır basan Europiyalarda, faiz oranlarının, baştan beri ulusal ekonomi politikalarının denetim alanı dışında kalmasıdır.”⁵

Ayrıca uluslararası finansal piyasaların önemini artıran diğer bir genel ekonomik etken, dünya ticaretindeki gelişmedir.

1.3.2. Dışsal Konjonktürel Gelişmeler

“Finansal yenilikler ve dış piyasalardan kredi bulma olanağı, bir çok ülkede parasal otoriteleri; miktar kısıtlamalarından uzaklaşmaya yöneltirken, kredi itibarına sahip ülkelerin bütçe ve cari işlemler açıklarını daha uzun süreler dış kaynaklardan finanse etme durumunu da mümkün kılmıştır.”⁶ Bu unsur ise finansal küreselleşmeyi etkileyen dışsal etkenlerden birini oluşturmaktadır.

Özellikle 1980 sonrası ABD, Almanya, Japonya gibi ülkelerde Reagan döneminde uygulanan para ve maliye politikaları uluslararası finans piyasalarının gelişmesinde etkili olmuştur. Bununla birlikte finansal piyasalardaki araçların çoğalması ve çeşitlenmesi bir diğer adıyla ‘finansal derinleşme’ piyasaya forward, leasing gibi yeni araçlar dahil etmiş ve bu gelişmelerde dışsal konjonktürel gelişmeleri artırmıştır.

1.3.3. Menkul Kıymetleştirme (Securitization)

Ulusal finans sektörlerinin sınırlarının kalkması, piyasadaki finansal araçların çeşitliliğinin artması, uluslararası finans piyasalarının uzun vadeli kaynak talebinin artması ve döviz piyasalarının gelişmesi olarak tanımlanabilen menkul kıymetleştirme hızlı bir şekilde zamanla kredi işlemlerinin yerini almıştır.

⁵ Erol Kutlu, **Dünya Ekonomisi**, (Birinci Basım, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, 1998), s.208. Bu bölümde ilgili alt başlıklar ve alıntılar adı geçen kaynaktan özetlenmiştir.

⁶ Kutlu, a.g.e., s.209.

Özellikle son yirmi yılda tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının getirilerinin yüksekliği menkul kıymetleştirmeyi özendirmiştir. Kaynak talep eden özel ve resmi kurumların uluslararası piyasalara menkul kıymet ihracı artmıştır.

1.3.4. Mevzuatın Hafifletilmesi

Finansal küreselleşmenin bir diğer temel dinamiği mevzuatların hafifletilmesidir. “1960’lı yıllarda Amerika bankalarının cezai mevzuattan sıyrılmak amacıyla faaliyetlerini, küresel bir şekilde Londra’ya aktarmaları üzerine Eurodolar piyasaları gelişmiştir. Mevzuatın hafifletilmesi Amerikan ve İngilizlerin etkisiyle genelleşmiştir. Çeşitli bankalar ve diğer mali kurumlar, yarıştan kopmamak için kuralları yumuşatmışlar ve engelleri kaldırmışlardır.”⁷

1.3.5. Finansal Liberalizasyon

1960’ların finansal yapılarında piyasaların genelinde finansal kontroller ve mali baskılar yani finansal yapı olarak resmi denetimin olduğu yapılar vardı. Bir on yıl sonra yani 1970’lere gelindiğinde ise finans piyasası, günden güne gelişen sayıları ve türleri artan finansman ihtiyacını karşılayamaz duruma gelmiştir. Dolayısıyla sistemin temeli, finans işlemlerinin sınırlarını kaldırmış ve hatta yeni finansal araçlar ve yeni yöntemler geliştirmiştir.

Genel olarak para ve maliye politikası araçlarıyla devlet tarafından baskı altında tutulan finansal sistemin serbestleşmesi olarak bilinen finansal liberalizasyon kavramı finansal küreselleşme dinamiklerinin en önemli olgularından biridir.

⁷ Kutlu, a.g.e., s.210.

Finansal piyasalar üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ve piyasalar üzerinde oluşacak tüm dengelerin arz ve talep koşullarınca belirlenmesi durumunda finansal liberalizasyon varlığından söz edilebilir.

Finansal küreselleşme ve finansal liberalizasyon unsurlarının nedensel ve sonuçsal ilişkilerini belirlemek çok güçtür. Çünkü bu kavramlar birbirini etkileyen iki farklı olgudur.

1.4. Finansal Liberalizasyon Öncesi Mali Piyasalar

Liberalizasyon öncesi finansal piyasaları mali baskı ve finansal kontrol altında tutulan piyasalar olarak görebiliriz. 1970'li yılların ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak gerçekleştirilen analizlerde ele alınan ekonomiler finansal kontroller ve mali baskılar altında çalışan ekonomiler olarak kabul edilmişlerdir. Piyasalarda finansal kontrol; mevduat faiz oranları üzerine tavan uygulanması iken, finansal baskı ise; hem mevduat hem de kredi faiz oranlarına tavan uygulanması olarak özetlenebilir.

“1973 yılında Ronald McKinnon ve Edward Shaw finansal baskılar altındaki bir ekonomiyi analiz etmişler ve bu çalışmalarda finansal kontrollerin ve baskıların ekonomik reel büyüme hızını düşürdüğü ve finansal sektörün büyüklüğünü reel sektöre oranla daralttığını öngörmüşlerdir.

Shaw ve McKinnon'a göre finansal baskının sonuçları şu şekilde özetlenebilir:

- a) Bankacılık sistemi kanalıyla ödünç verilebilir fonlar azalır ve dolayısıyla da potansiyel yatırımların sadece kendi mali kaynaklarına dayanmalarına yol açar.
- b) Baskı altındaki banka kredileri üzerindeki faizler tercih edilen yatırımcıdan tercih edilmeyen arasında önemli ölçüde değişir.

- c) Faiz oranlarının negatif olması, gerek girişimcilerin gerekse hane halkının otofinansman kaynaklarını arttırmalarını ve biriktirmelerini engelleyecek, böylece yatırımlar için likit varlık birikimini sağlayamayacaklardır.
- d) Firmanın likit olmadığı ve enflasyonun belirsiz olduğu bir ortamda bankacılık dışında mali derinleşmenin olması da imkansızdır.”⁸

“Fry’a göre gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemi baskı altında tutmaya yöneltmeleri istenmeden gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle başlangıçtaki politika, finans sistemi üzerinde gelişi güzel bir baskı yaratmak değil, getirilen çeşitli kısıtlamalar ile kontrol altında tutmaktır. Finansal kısıtlamalar kamuya önemli miktarda senyoraj sağlayacak kurum ve araçların gelişimini teşvik edecek, arzu edilmeyen kurum ve araçların gelişimine ise engel olacaktır.”⁹

“Finansal sistemin kontrol altında tutulması ile yüksek vergiler, yüksek enflasyon ve faiz oranları olmaksızın yurt içi kaynakların kamu kesimine aktarımı sağlanacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal hizmetin kontrol altına alınmasında gerekçe olarak gösterilen faktörlerden belki de en önemlisi; bu ülkelerin çoğunun idari mekanizmadan kaynaklanan gerekçelerle, vergileri direkt olarak yükseltmekte çeşitli güçlüklerle karşılaşmaları sonucunda dolaylı vergileme araçlarına yönelmeleridir. Örneğin ticari bankaların, merkez bankasında getirisi olmayan veya çok düşük faiz geliri getiren bir hesapta tuttıkları zorunlu karşılıklar, yüksek enflasyon oranının olduğu bir ortamda, geniş miktarda bir gelir yaratacaktır. İşte, “enflasyon vergisi” olarak adlandırılan bu tür dolaylı vergilerle, bankacılık sistemine getirilmiş olan yükümlülükler, kamu kesimi için yüksek düzeyde negatif olan bir faiz oranında para kullanma olanağı yaratmaktadır.

Görüldüğü gibi finansal kontrol ve baskının temel gerekçesi kamu kesimine fon aktarımını sağlamaktır. İşte bu gerekçeyi ortaya çıkaran faktör finansal kontrollerin yaygınlaşmasını da beraberinde getirmiştir.”¹⁰

⁸ Selim Soydemir, *Türkiye’de Finansal Fon Akımları*, (Birinci Basım, Ankara: SPK Yayınları, 1998), s.9.

⁹ İlyas Şıklar, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar*, (Yayınlanmış Doktora Tezi, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991), s.34.

¹⁰ Şıklar, a.g.e., s.35-37.

Finansal kontroller ve baskılar, ülkedeki bir grup çıkar çevrelerinin resmi yetkilerinin gücünü arttırmaları veya koruyabilmeleri için kredileri kendi istedikleri müşterilere veya yatırımcılara vermektedir. Bu da kontrol gücüne sahip şahısların haksız güç kazanmasını sağlarken, kaynağın verimli bir şekilde kullanımını engellemiş olur. Ayrıca finansal kontroller ülke ekonomisinde enflasyonist çıkışların olduğu dönemlerde genel dengede istikrarsızlık yaratabilir. Bu da mali kontrol ve baskıların uzun dönemli bir sonucudur.

1.5. Finansal Liberalizasyonun Gelişme Süreci ve Etkili Olan Araçlar

Günümüzde bilgisayar teknolojisindeki gelişmeye paralel olarak finans piyasalarında da bilgi akımı ve bilgi işlem imkanları artmış, anında piyasaya girişi sağlayan dealing ve işlemin tamamlanmasını sağlayan settlement ağları yaygınlaşmıştır. Dünyanın önemli finans merkezleri arasında anında işlem yapma olanağı sağlanmıştır. Bu olgu, sermaye hareketlerinde liberalleşme ve deregülasyon uygulamaları ile, bir anlamda uluslararası birleşmelerin alt yapısını meydana getirmiştir.

“Son yıllarda Japonların fon arz eden bir ülke olarak Euro piyasalarına girişi, ABD'nin ödemeler dengesi açığını kapatabilmek için sermaye piyasası işlemlerine müracaatı, menkul kıymet işlemlerinde bulunan uluslararası firmaların bu piyasalarda etkinliğinin artması; uluslararası portföy oluşumuna imkan sağlaması, bu sahadaki işlemlerin kolaylaştırılması, denetim ve risk değerlendirme işlemlerinde uluslararası standartların teşkili, milli menkul değerlerin yabancı borsalara kote edilmesi gibi konular uluslararası finansal serbestleşmenin somut örnekleridir. Bunlara ilaveten veri bankaları, araştırma firmaları, danışmanlık ve temsilcilikler, finansal yazılım firmaları uluslararası serbestleşmenin sonucu olarak yaygınlaşmıştır. Zamanımızda fon bulma ve yatırım kararları sadece ülkenin iç piyasa imkanlarına göre değil, uluslararası piyasaların da imkanları araştırılarak verilmektedir.”¹¹

¹¹ Civan, a.g.e., s.34.

“Finansal serbestleşme süreci Euro piyasalarının ortaya çıktığı 1950’li yıllara dayanmaktadır. 1980’li yıllar uluslararası özel finansal sermaye akımlarında gözlenen gelişme nedeniyle küreselleşmenin en önemli nedenini oluşturmaktadır. Bu dönemde özellikle uluslararası işlemler yaygınlaşmaya başlamış, finansal ürün çeşitliliği ve hacminde büyük artışlar görülmüştür. 1982 yılında hisse senedi piyasasında büyük hareketlilik yaşanmış ancak 1980’li yıllarda Wall Street’te yaşanan çöküntüye 1990 yılında Tokyo Borsası’ndaki çöküntünün eklenmesi ile gelişmelerde bir yavaşlama ve durgunluk dönemine geçilmiştir. 1990’lı yıllarda ‘Demir Perde’ ülkelerindeki siyasal ve ekonomik çöküntü, iki Almanya’nın birleşmesi ve Avrupa ülkelerinin dışa açılması sermaye ihtiyacını arttırmış ve uluslararası sermaye hareketi, ülkenin finansal piyasalara yönelik yasaları düzenlemesi ile yine hızlanmıştır. Ocak 1991 tarihinde 12 ülke Ortak Pazar Ekonomisi’nde daha kazançlı olmak ümidiyle ortak bir çaba başlatmışlardır. 1990’lı yıllarda hız kazanan küreselleşme hareketleri 20. yüzyılın ilk yarısında politik alanda, ikinci yarısında ise ekonomik ve sosyal alanda yoğunlaşmıştır.”¹²

Finansal liberalleşme hareketlerine dünyada İngiltere, ABD, Japonya, Fransa, Kanada ve İtalya gibi ülkeler öncülük etmiştir. “1986 yılının Ekim ayında İngiltere’de Londra Borsası’nda "bing bang" olarak adlandırılan borsa liberalleşmesi, bu konuda önemli örnek oluşturmaktadır. GOÜ’ler ise finansal liberalizasyon uygulamalarında, 1970’ler bunalımında karşı karşıya kaldıkları kaynak daralmasını telafi etmek üzere iç kaynakları harekete geçirme zorunluluğundan etkilenmişlerdir. Dolayısıyla bu uygulamalar sonucunda bir çok GOÜ (Türkiye dahil) dış siyaset ve finans çevrelerinin baskı, telkin ve kredi destekleriyle finans sektörlerini yapısal bir değişime ve dünyaya açılmaya yöneltmiştir. Bu uygulama ile birlikte GOÜ’ler, finansal baskının kalkışı ile finansal derinleşmenin tasarrufları artıracığını ve kaynak tahsisini iyileştireceğini öngören teorik düşüncelere de destek vermek istemiştir. Ancak 1980’lerde pek çok GOÜ’nin makro ekonomik istikrarsızlık ortamında giriştikleri iç ve dış finansal serbestleşme deneyimleri, hemen hemen her aşamada bunalımlar yaratmış ve kısa vadeli çözümler ön görülmüştür.

¹² Vedat Akman, **Gelecek Yüzyılın Gündemi**, (Birinci Basım, İstanbul: Rota Yayınları, 1999), s.146-145.

Globalizasyon çerçevesinde ülkeler, ekonomilerinde denge ve istikrarı sağlamak adına finansal liberalizasyon uygulamalarını bir istikrar politikası aracı olarak kullanmışlardır. Özellikle 1970’li yılların sonlarında finansal sistemi liberalize etmeye yönelik önlemler alınmaya başlanmıştır. Gelişmiş ülkelerin liberalizasyon kararlarının genel amacı mevcut az sayıdaki finansal kontrolleri, kısıtlamaları ve rekabeti güçlendirmek iken; gelişme yolundaki ülkelerin liberalizasyon amaçları ise ağır kontrol altındaki finansal sistemin tamamen serbestleşmesini sağlamaktır.”¹³

Bu bağlamda Latin Amerika ülkelerinden Arjantin, Şili ve Uruguay finansal sistemlerini tamamen serbestleştirmiş fakat reform uygulamalarında başarılı olamamışlardır. Türkiye ve Filipinler gibi ülkelerde ise politik baskıların ve ekonomik güçlüklerin arttığı dönemlerde hükümetlerin müdahalesi her alandaki reform uygulamalarını yavaşlatmıştır.

Finansal liberalizasyon uygulamalarının en ekstrem üç örneği Arjantin, Şili ve Uruguay tarafından 70’li yılların ortalarında gerçekleştirilmiştir. Alınan liberalizasyon kararları faiz oranları ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin tamamen kaldırılmasını, bankaların döviz üzerine mevduat hesabına açmasına izin verilmesini, selektif kredi politikalarına son verilmesini, kamu mülkiyetlerindeki bankaların özelleştirilmesini, finansal sisteme girişte yurtiçi ve yabancı bankalara getirilen sınırlamaların (minimum zorunlu sermaye ve hisselerin dağılımı gibi) kaldırılmasını içermektedir. Bu reformlar uygulamaya konduğunda her üç ülkede ağır bir enflasyon yaşanmaktaydı. Liberalizasyon kararlarını izleyen dönemde Şili’de enflasyon 1974’de %600 iken 1981’de %20’ye düştü. Düşen enflasyon karşısında reel faiz oranları aşırı yüksek düzeylere ulaştı.¹⁴ Bu üç ülke de halkın enflasyon beklentilerini değiştirebilmek için “döviz kurlarındaki değişiklikleri önceden açıklamak şeklinde bir program (crawling-peg) izlediler. Bu programlarla devalüasyon küçük oranlarda gerçekleştirilirken, halkın, yurtiçi fiyatların uluslararası fiyatlarla uyumlandırılacağına inandırılması hedeflenmekteydi. Benzer şekilde ülkelere sermaye giriş ve çıkışları da faiz oranlarının uluslararası piyasalara uyumlandırılabilmesi amacı ile

¹³ Akman, a.g.e., s.146-146.

¹⁴ Özellikle 1975 ve 1982 yılları arasında kredilere uygulanan reel faiz oranının yıllık %30 olması buna bir örnektir.

liberalize edilmiştir. Bu önlemler sonucunda enflasyon oranının düşürülmesi ve böylece reel faiz oranının aşağıya çekilmesinin sağlanması beklenmekteydi. Ancak enflasyon, hazırlanan döviz kuru programında göz önüne alınan orandan daha yüksek gerçekleşince, kur önemli bir şekilde değer kazandı ve bu yüzden ihracat ve üretim daralmaları baş gösterdi. Yurtiçi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki büyük fark ile önceden ilan edilmiş kur ülkeye geniş miktarda sermaye girişine neden oldu. Bu da parasal genişlemeyi hızlandırırken talebin kontrolünü güçleştirdi.”¹⁵ Bunun sonucunda ise ülke parası önemli ölçüde devalüe edilirken; finansal sistem spekülasyonlara uğradı.

Bu üç ülkedeki genişleyen para arzı, finansal liberalizasyonu tehdit etmeye başladı. Ve sonunda Arjantin ve Şili finansal sistemdeki kontrol politikalarını tekrar uygulamaya başladılar. Bu üç ülkede finansal liberalizasyondan yaşanan bu bunalımlar, yurtiçinde makro ve mikro problemler yaratarak reel sektörün işleyişinde önemli sorunlar yaratmaya başlatmıştır.

Yine 1980’li yıllarda liberalizasyon uygulamalarına başlayan Kore; liberalizasyon önlemleri olarak finansal sisteme yeni kurumların girişini kolaylaştırdı. Bankaları özelleştirdi, hükümetin ticari banka kredileri üzerindeki yakın denetimi sürerken para ve kredi piyasalarındaki faiz oranları kısmen liberalize edildi.

“Bu arada, ülkeye giren sermaye üzerindeki mevcut kontroller de sürdürüldü. Enflasyon oranı düşmeye başladığında yükselen reel faiz oranları, borcu yüksek düzeyde olan işletmelerin durumunu güçleştiren hükümet hızla nominal faiz oranlarını düşürdü. 1986 yılında Kore, makro ekonomik istikrarı sağlamıştı: Yıllık enflasyon oranı %2-3’e kadar düştü, bütçe ve ödemeler dengesi açıkları sorunu çözümlendi. Bu gelişmeler üzerine Kore, 1989 yılı başında bankacılık sisteminde, kredi faiz oranını tamamıyla liberalize ederken; mevduat faiz oranları üzerindeki kontrolü sürdürdü. Ayrıca finansal sisteme yabancı birimlerin katılımını teşvik edici uygulamalara hız verdi.”¹⁶

¹⁵ Şıklar, a.g.e., s.119-120.

¹⁶ Şıklar, a.g.e., s.122-123.

Japonya, ABD, Yeni Zelanda, Malezya ve Avustralya gibi ülkeler, finansal piyasalarında az olan kısıtlamalarını, (rekabet ve etkinliği artırma amaçlı) daha da azaltma çalışmalarına, diğer ülkelerle hemen hemen aynı tarihlerde girdiler. Her ne kadar bu amaca ulaşılsa da, bazı finansal kurumlar az da olsa, dolaylı yönlerden etkilenmişlerdir.

Ağır finansal kontrol politikalarını serbest bırakmaya yönelik reform hareketlerinde bulunan bir diğer ülke ise Filipinler'dir. "Liberalizasyonu izleyen ilk yılda reel faiz oranları %10 arttı ve finansal sistem hızla genişledi. Bir yandan hızla genişleyen bütçe ve ödemeler dengesi açıkları, öte yandan ülkede yaşanan politik belirsizlik ortamı ekonomide güvenin kaybolmasına neden olurken; ülkeden sermaye kaçıışı başladı ve alış kredileri azaldı. Bunun üzerine 1983-84'de gerçekleştirilen devalüasyon ve yukarıda belirtilen faktörlerin etkisiyle enflasyon 1984'de %10'dan %50'ye sıçradı. Piyasadan para çekebilmek için faiz oranlarını yükselten Merkez Bankası bir anda piyasa faiz oranlarının reel olarak %20'ye çıkmasına neden olunca, bu oran finansal sistemde sağlam mali yapıya sahip olmayan kurumları güç duruma soktu. Neticede hükümet müdahale ederek birkaç küçük bankanın kamu kesimine devrini gerçekleştirdi."¹⁷

Genel olarak Latin Amerika ülkelerinde uygulanan finansal liberalizasyon uygulamaları ekonomik istikrarı oluşturmada başarısız sayıldı. Fakat Brezilya ve Meksika gibi ülkeler ise acele etmeden dengeli ve özenli bir finansal yapı oluşturma sürecine girdiler ve Latin Amerika ülkelerinde görülen ekonomik sonuçlar bu ülkelerde pek görülmedi.

Sonuç olarak özellikle gelişmekte olan ülkelerde makro ekonomik istikrarsızlıkların yaşandığı ortamda bir istikrar politikası aracı olarak düşünülen finansal liberalizasyonun kullanılması uygulanan istikrar politikası hedeflerinin tersiyle sonuçlanarak aynı zamanda bir risk teşkil edebilir. Bu riski minimize edebilmek için GOÜ'ler liberalizasyon uygulamasını hızlı bir şekilde değil yavaş yavaş, dengeli ve kontrollü bir şekilde gerçekleştirmelidirler.

¹⁷ Şıklar, a.g.e., s.125.

1.6. Finansal Liberalizasyona Yönelik Yaklaşımlar

Dünyada bir çok gelişmekte olan ülkede uygulamaya konulan istikrar programlarının olmazsa olmaz parçası olan finansal liberalizasyonun sonuçları konusundaki yorumlar ve tartışmalar genel hatlarıyla iki farklı yaklaşım etrafında toplanabilir. Bu yaklaşımlardan birincisi olan “Mc Kinnon Show Modeli” mali baskının ve kontrollerin olumsuz yönlerini dile getiren ve finansal liberalizasyonun teorik temellerini atan R.İ. Mc Kinnon ve E.S. Show’a aittir. Mc Kinnon Show yaklaşımı, nominal faiz oranları üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasının ekonomik büyümeyi arttıracığını ve enflasyon oranını ise aşağıya doğru çekeceğini ileri süren bir yaklaşımdır.

Finansal liberalizasyonun sonuçlarını yorumlayan ikinci yaklaşım ise öncülüğünü L. Taylor’un yaptığı “yapısalcı yaklaşım” dır. Yapısalcı yaklaşım finansal liberalleşmenin ekonomi üzerinde olumlu etkiler doğuracağını ileri süren Mc Kinnon Show yaklaşımının aksine bu sürecin ekonomik büyümeyi yavaşlatarak enflasyonu yükselteceğini savunmaktadır. Dolayısıyla bu iki yaklaşım faiz oranlarının etkileri konusunda tam bir zıtlık içerisindedir. Kısaca değindiğimiz bu iki yaklaşımı farklı başlıklar altında inceleyelim:

1.6.1. Mc Kinnon Show Modeli

“Mc Kinnon Show modeli, faiz oranlarının serbest piyasa denge noktasına doğru hareketlenmesine izin verilmesinin enflasyonu aşağıya çekeceğini ve büyümeyi olumlu yönde etkileyeceğini savunur. Bu yaklaşıma göre, nominal faiz oranlarının serbest piyasa denge noktasının altında kalmasına yol açacak bir tavan belirlemesi şeklinde ortaya çıkan finansal baskı, ekonomiye bir çok açıdan zarar vermektedir. Nominal faizler için belirtilen üst sınır, enflasyonla aynı oranda yükselmediği sürece, faizler denge noktasının altında kalacak, hatta yüksek enflasyonun egemen olduğu bir ekonomik ortamda, reel olarak

negatife düşeceklerdir. Bu ise tasarrufları caydırıcı, tüketimi ise teşvik edici bir etki yaratacaktır. Dolayısıyla tasarruflar optimum düzeyin altında seyredecektir.

Bu yaklaşıma göre, düşük faizlerin yol açtığı diğer bir sakınca ise, faiz mekanizmasının yatırıma dönüştürülebilir kaynakları, en üretken alanlara kanalize etme işlemini etkin bir şekilde yerine getirememesi durumudur. Serbest piyasa koşullarında oluşacak daha yüksek bir faiz düzeyinde, düşük bir üretkenlik nedeniyle karlı olmayan yatırımlar, serbest rekabet koşulları dışında bir takım kanallarla, finansal baskı sayesinde faizleri düşük tutulan tasarruflarla oluşabilirler. Yatırımlara dönüştürülebilecek toplam tasarrufların miktarı aynı olduğu için üretkenliği düşük yatırımların bu tasarruflardan bir kısmını kullanması, daha yüksek üretkenlik düzeyine sahip yatırımların gerçekleştirilmemesi sunucunu doğuracaktır.”¹⁸

Yukarıda da değindiğimiz gibi finansal liberalleşmenin tasarrufları artırma etkisi yatırımları da artıracak ve büyüme üzerinde olumlu bir etki yaratacaktır. Ayrıca serbest bırakılan faizlerin yükselmesi, düşük üretkenliği olan bazı yatırımların artık karlı olmaktan çıkmasına ve böylece tasarrufların daha üretken alanlara yönelmesine yol açacaktır. Dolayısıyla ekonomik büyüme pozitif etkilenecektir. Ekonomik büyüme ise arzı arttıracak ve tüketim talebi azaldığından, anti enflasyonist durum söz konusu olacaktır.

Mc Kinnon ve Show tasarruf arzı ve talebini eşitleyen yüksek faiz oranı uygulamasını içeren finansal liberalizasyonun tasarruflarda artışa neden olacağını savunurken, faiz oranlarındaki artışın tasarruflar üzerinde yaratacağı gelir ve ikame etkilerini zıt yönlerde etkileşim içine gireceğini kabul etmektedirler. Yaklaşıma göre özellikle denge düzeylerinin altında tutulan faiz oranlarının sermaye kaçışına neden olduğu ve bu yüzden yurt içi yatırımlar için mevcut tasarrufların azaldığı hususlarına dikkat çekilmektedir.¹⁹

¹⁸ Melih Nemli, “Finansal Liberalleşme: Mc Kinnon-Show Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım ve Türkiye Deneyimi”, *Hazine ve Dış Ticaret Dergisi*, Sayı.5, (Ocak 1990), s: 58

¹⁹ Show’a göre; tasarruflar hareketli olduğu için faiz oranları üzerinde tavan uygulaması az gelişmiş ülkelerde yurt içi piyasalarından sermaye kaçışına neden olur. Mc Kinnon’a göre ise; gerçekleştirilecek finansal reformlar yurt içi tasarrufların düşük getirili yabancı yatırımlara yönelmesini sona erdirir.

Model çerçevesinde her iki yaklaşım da; finansal liberalizasyonun gerçekleştirilmemesi durumunda, denge fiyatlarının altında ve genellikle negatif düzeyde seyreden faiz oranlarına bağlı olarak, finansal sistem aracılığı ile tasarrufların etkin kullanılması yerine self-finansmanın ortaya çıkacağını öne sürmektedir.²⁰

Faiz oranları üzerindeki kontroller yukarıda ifade edilen olumsuzlukların ötesinde bir rekabet şekli olarak aşırı büyümüş bir bankacılığı da teşvik eder. Bu nedenle Show aşırı lüks bankaların ve finansal aracı kurumların çok sayıda şubeye sahip olmasından söz etmekte ve GOÜ'lerde finansal aracı kurumların bu pahalı alt yapısının kredi ve mevduat faiz oranları üzerindeki kontrollerin direk bir sonucu olduğunu belirtmektedir. Aynı şekilde Mc Kinnon da Brezilya'da aşırı sayıda banka şubelerinin açıldığına değinmektedir.

Mc Kinnon ve Show liberalizasyon sonucu artan finansal aracılığın kısmen de olsa organize olmamış piyasaların (curb markets) yerini alacağını öne sürmektedirler. Show organize olmamış piyasaların gelişen organize piyasalardan gelen rekabet ile karşılaşacağını belirtirken; Mc Kinnon finansal liberalizasyonun ardından organize olmamış piyasanın ekonomik faaliyetler açısından öneminin azalacağını öne sürmektedir.

Her iki yazar da finansal liberalizasyonu takiben organize olmamış piyasadan, organize olmuş piyasaya doğru bir fon kayışının ortaya çıkacağını ve bunun ekonomi için yararlı bir gelişme olacağını savunmaktadır. Çünkü liberalizasyon sonrası organize olmuş piyasa diğerine göre daha büyük ölçüde etkinlik sağlamaktadır. Show'a göre sokak piyasalarında dolaşımda bulunan aktifler, dolaylı finansal aktifler açısından ancak tam olmayan ikame malı durumundadırlar. Bunun dışında finansal sistemin bir bütün olarak büyümesi sermaye piyasalarının bütünleşmesine olanak tanımakta ve bölgeler ve sanayiler arasındaki yatırımdan elde edilen getiri farklılıklarını azaltarak, ortalama getirinin yükselmesine neden olmaktadır. Aynı şekilde Mc Kinnon da taşrada ve şehirde küçük ölçekli kredi işleriyle uğraşanların akılcı girişimlere dönüştürülmesinde tek yolun ekonomide organize olmuş finansal kısmın rolünün genişletilmesi olduğunu belirtmektedir.

²⁰ Özellikle finansal kontrol ve baskının yoğun olduğu bir ekonomide tasarruf sahipleri tasarruflarını kendi alanlarına yönlendirir. Self-Finansman diye nitelendirilen bu kavram gelişmekte olan ülkeler için ortak bir tehdit niteliğindedir.

Mc Kinnon ve Show'a göre; finansal liberalizasyonun yatırımların etkinliğinde iyileştirmeler ortaya çıkartabileceği çeşitli kanallar söz konusudur. Bunlar arasında düşük ve hatta negatif getiri oranına sahip self-finansman ile finanse edilen yatırımlardaki azalmalar, kredilerin kamu otoritesinin ve bankaların subjektif kararları yerine faiz oranları esas alınarak tahsis edilmesi, aşırı derecede sermaye yoğun yatırım ve teknolojilerin üretim sürecinde kullanılmasından kaçınılması, aşırı büyük bankalardan vazgeçilmesi, finansal anlamda vadelerin uzatılması ve organize olmamış finansal piyasaların ekonomideki rolünün azaltılması sayılabilir.

Mc Kinnon ve Show'un yukarıda alıntılar yapılarak özetlenen modelleri, sonraki yıllarda çeşitli iktisatçılar tarafından ele alınarak geliştirilmeye çalışılmıştır. Bunlar arasında Basant Kapur, Vicente Galbis, Donald Mathieson ve Maxweel Fry'ın çalışmaları sayılabilir.²¹

1.6.2. Yapısalcı Model

Öncülüğü L. Taylor'un yaptığı yapısalcı yaklaşım, Mc Kinnon Show'un ileri sürdüğü yaklaşımın aksine finansal liberalizasyonun ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını ve hatta ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını savunmaktadır. Yapısalcı yaklaşımın, Mc Kinnon Show yaklaşımında olmayan iki unsurundan birincisi faiz maliyetinin işletme sermayesi maliyetine dahil edilmesi gerektiği iken, ikinci unsur ise organize olmamış finansal piyasaların analize dahil edilmesidir. Birinci unsur biraz daha açarsak; faizlerdeki bir artış, üretimin maliyetini artırmakta ve bu artış da, "mark-up fiyatlama yöntemi" ile fiyatlara yansıtılmaktadır. Dolayısıyla, finansal liberalizasyon nedeniyle faiz oranlarının yükselmesi fiyatların artması ile sonuçlanmaktadır.

²¹ İlyas Şıklar, **Makro Ekonomik Etkileri Açısından Finansal Gelişme Karşılaştırmalı Statik Analiz**, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, 1994), s.5-15. Bu bölümde modele ilişkin alıntılar adı geçen kaynaktan özetlenmiştir.

İkinci unsur ise; Mc Kinnon Show modelinde tasarruflular, tasarruflarını değerlendirmek, bankada mevduat hesabı açmak, dayanıklı tüketim malları almak, para olarak tutmak ve yatırımlar yapmak gibi seçenekleri varsaymıştır. Yapısalcı yaklaşımda ise; bankalara ilaveten, tasarruf sahibinin parasını organize olmamış piyasada da ödünç verebileceği dikkate alınmaktadır.

“GOÜ’lerde rekabetçi ve canlı bir şekilde organize olamamış bir piyasanın olduğu ve fonların bankacılık sistemi ile organize olmamış piyasa arasında hareket ettiği ileri sürülmektedir. Tasarruf sahipleri ile yatırımcılar borç vermek veya borçlanmak için bu piyasalardan birisini veya ikisini birden kullanabilirler. Dolayısıyla yatırıma dönüştürülebilecek fonlar, bankacılık sistemi ile organize olamamış piyasa tarafından arz edilen fonların toplamına eşittir. Banka mevduat faizlerinde bir yükselmenin olması, banka mevduatlarında bir artış olmasına, organize olmamış piyasalarda toplanan fonlar tasarrufluların nakit para tutma talebinde bir azalma olmasına yol açacaktır. Yani organize olmamış piyasadaki bankacılık sistemine bir fon akışı olacaktır. Bu noktada en önemli husus, bankacılık sisteminde belirli bir munzam karşılık tutma zorunluluğuna tabi olmasına karşın organize olmamış piyasalarda böyle bir zorunluluğun olmamasıdır. Dolayısıyla organize olmamış piyasadaki bankacılık sistemine bir kaynak akışının olması, her iki sistemin birden sağladığı yatırıma dönüştürülebilir toplam kaynaklarda bir düşüş olmasına yol açacaktır. Eğer bu düşüş, nakit paraya olan talepleri düşüşten sonra ortaya çıkacak mevduat artışı ile telafi edilmezse, finansal liberalizasyon sonucunda yatırıma dönüştürülebilir kaynaklarda bir düşme yaşanacaktır. Ekonomik büyümedeki bu azalış, toplam arzı aşağıya çekecek ve yüksek faizler dolayısıyla artan üretim maliyetlerine ilave bir enflasyonist etki ortaya çıkacaktır.”²²

Aslında yapısalcı modeli Mc Kinnon–Show modelinden ayıran en önemli husus, modellerin oluşturulmasında ilk aşamada ortaya çıkmaktadır. Bu da konunun geniş ölçüde GOÜ’lerin özelliklerine ilişkin varsayımlardan kaynaklanmaktadır. L. Taylor’a göre; bir ekonomideki bazı kurum ve bireylerin davranışlarının kaynak tahsisinde diğerlerinden daha

²² Fatmagül Akbulut, **Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Etkileri ve Bankacılık Sistemi: Türkiye 2000**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001), s.45-46

etkin bir görev üstlenmelerini teorilerinde temel alan yaklaşım yapısalcıdır. Bu noktadan hareketle yapısalcı bir modelin dayandığı varsayımlar şu şekilde sıralanabilir:

1. Üretim, ithal edilen girdilere (sermaye, hammadde gibi) geniş ölçüde bağımlıdır ve bu nokta gelişmekte olan ülkelerle ilgili analizlerde göz ardı edilmeyecek bir gerçektir.
2. Gelişmekte olan ülkelerde ücretler kurumsal olarak ve geniş ölçüde sınıf çelişkileri tarafından belirlenmektedir.
3. Fiyat düzeyi üreticilerin karşılaştığı maliyete göre belirlenmektedir. İşgücü, ithalat ve işletme sermayesi finansman maliyetindeki değişiklikler üreticiler tarafından fiyatlara yansıtılmaktadır.
4. Tasarruf eğilimi ekonomideki sınıflara göre değişir. Kardan gerçekleştirilen tasarruf, ücretlerden geliştirilen tasarruflara oranla daha yüksektir. Bu gerçek bilindikten sonra ücretlerin tasarruf oranını sıfır olarak kabul ederek, tüm tasarrufların elde edilen kardan gerçekleştirildiğini varsaymanın bir sakıncası yoktur.

Yukarıda yapılan varsayımların dışında yapısalcı modellerin Mc Kinnon–Show modellerinde bulunmayan önemli özelliklerden birisi de “kurumsal olmayan finansal bir piyasanın” modellere dahil edilmesidir. Bankacılık sisteminin tabi olduğu zorunlu karşılık oranları nedeniyle finansal aracılık sürecinde ticari bankalar rekabetçi olamazlar. Kurumsal olmayan piyasalarda faaliyet gösteren birimler ise bu tür bir uygulamaya tabi olmadıkları için genellikle rekabetçidirler.

Yapısalcı modellerin bir farklı özelliği de; halkın aktif dağılımı ile ilgilidir. Halk aktif portföyünü üç aktif arasında seçim yaparak oluşturmaktadır. Bu amaçla kullanılabilir aktifler ise banka mevduatları, kurumsal olmayan piyasalarda firmalara verilen krediler ve altındır. Ekonomide mevcut olan fonlar bu aktifler arasında ve resmi piyasalarla kurumsal olmayan piyasalar arasında serbestçe dolaşmaktadır. Bu yüzden tasarruf sahiplerinin ve girişimcilerin her iki piyasayı birden kullanabilmelerinde hiçbir

engel söz konusu değildir. Sayılan bu özellikleri nedeniyle kurumsal olmayan piyasalarda geçerli olan faiz oranı, ekonomide geçerli olan faiz oranını temsil etmektedir.²³

2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

20. yüzyılda meydana gelen teknolojik gelişme ve yenilikler dünya ekonomilerinin birbirleriyle entegrasyonunu güçlendirmiştir. Uluslararası alandaki bu işbirliği küreselleşme olgusunun hızlanmasına neden olmuştur. Özellikle dünya ekonomilerinde yaşanan küreselleşme olgusu finansal piyasalarda kendini göstermiş, ülkeler arasında olan finansal ilişkilerde engellerin ortadan kaldırılmasıyla finansal piyasalar birbirleriyle bütünleşmiştir.

Finansal serbestleşme sonucunda dünya ekonomileri arasında sermaye hareketleri ortaya çıkmıştır. Karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek amacıyla ülkeler arasında hızla dolaşan sermaye, getirisini optimum düzeye çıkarma fırsatını bulmuştur. 1990'lı yıllardan sonra durgunluk yaşayan gelişmiş ekonomilerde sermayenin getirisi azalmıştır. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerde yüksek büyüme hızları nedeniyle sermayenin getirisi yüksektir. Dolayısıyla yabancı sermaye günümüzde daha çok gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir.

2.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı

“Uluslararası sermaye akımı bir ülkedeki yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik bir kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır.”²⁴

Finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte, kendisine yüksek getiri arayan sermaye sahipleri faiz oranlarının yüksek olduğu ekonomilere yönelerek yatırım

²³ Şıklar, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomi İstikrar...*, s.94-97. Bu bölümde modele ilişkin alıntılar adı geçen kaynaktan özetlenmiştir.

²⁴ Sadi Uzunoğlu, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye*, (İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1995), s.34.

yapacaklardır. Böylelikle fon talep eden (tasarruf açığı bulunan) ekonomilerde tasarruflar artarak, tasarruf açığı kapanacaktır.

Uluslararası sermaye hareketinin en önemli aracısı finansal piyasalardır. Elinde fon fazlası olan ekonomik birimler, kendi yatırım politikaları ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak fonlarını bu piyasalara yönlendirmekte ve fon talebi olan yatırımların verimliliğini arttırmaktadırlar. Bu sayede uluslararası sermaye hareketleri finansal derinleşmeyi de artırmaktadır.

2.1.1. Doğrudan Sermaye Yatırımları

“Uluslararası doğrudan yabancı sermaye yatırımı (direct investment) bir ülkede, firmayı satın almak veya yeni kurulan firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından, diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisinde beraberinde getiren yatırımdır.”²⁵

Uluslararası doğrudan yabancı sermaye ülkelere doğrudan teknik bilgi getirmesi, “yatırım yaptığı ülkenin istihdam sermayesini arttırması, ihracat yaparak ödemeler dengesinin sağlanmasına katkıda bulunması ve bu etkilerle birlikte milli gelir artışı yaratarak ülkenin ekonomik büyüme hızını arttırması nedeniyle, uluslararası platformda GOÜ’lerin tercihi olmaktadır.

GOÜ’lere yönelik sermaye akımının %40’ından fazlası doğrudan yabancı sermaye yatırımdır. Net doğrudan yabancı sermaye yatırımı 1980’li yılların ortasından itibaren önemli ölçüde artmıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı dünya çapında üretim, kaynak bulma ve pazarlama stratejilerinden kaynaklanmaktadır. Firmalar GOÜ’lerdeki gelir artışının yarattığı potansiyellerin değerlendirilmesi ve ticaret ile yatırım mevzuatına

²⁵ Rıdvan Karluk, *Uluslararası İktisat*, (Dördüncü Basım, Eskişehir: Beta Yayınevi, 1996), s. 423.

getirilen serbestlik ile iletişim teknolojisinde meydana gelen ilerlemeye cevap vermektedir.”²⁶

Uluslararası doğrudan yabancı sermaye akımının yaygınlık kazanması ÇUŞ’ların ortaya çıkması ile olmuştur. ÇUŞ’ların dünya ticaretinde sayısının artması iş gücü ve sermayenin ülkelerarasında hareketliliğini arttırmıştır.

Günümüzde doğrudan yabancı sermaye yatırımı daha çok Güneydoğu Asya ülkelerine yapılmaktadır. Bunun nedeni ise; Asya ülkelerindeki yüksek iç tasarruf oranları, yüksek büyüme hızları ve ihracat hacimleri ile bölgesel olarak hızla kalkınmalarıdır. Özellikle Çin çok geniş nüfus yapısı ve doymamış piyasası ile doğrudan yatırımı en fazla çeken ülkedir. Tablo 1’de 1990-1996 yılları arası Güneydoğu Asya ülkelerine gelen doğrudan yabancı sermaye miktarları gösterilmektedir.

Tablo 1. Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri (Milyon Dolar)

ÜLKELER	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tayland	2,444	2,014	2,144	1,730	1,322	2,003	2,426
Malezya	2,332	3,998	5,138	5,006	4,342	4,132	5,300
Endonezya	1,093	1,482	1,777	2,004	2,109	4,348	7,960
Filipinler	530	544	228	1,238	1,591	1,478	1,408
Güney Kore	788	1,180	727	588	809	1,776	2,325
Tayvan	1,330	1,271	879	917	1,375	1,559	1,864
Singapur	5,575	4,887	2,204	4,686	8,368	8,210	9,440
Çin	3,487	4,366	11,156	27,515	33,187	35,849	42,300

Kaynak: UNCTAD 1997 World Investment Report

Doğrudan yatırımların bir diğer ekonomik etkisi ise, yatırım yaptıkları ekonomilerde cari açıkları finanse etmeleridir. Tablo 2’de 1990-1996 yılları arası Güneydoğu Asya ülkelerine yapılan doğrudan yabancı yatırımların, bu ülkelerin cari açıklarını finanse etme yüzdeleri verilmiştir. Özellikle dikkat edilirse Malezya’da yıllar itibariyle düşme gösterse de hemen hemen cari açıklarının tamamı doğrudan yabancı sermaye ile finanse edilmektedir.

²⁶Taner Berksoy, *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, (İstanbul, İTO Yayınları, 1998), s.19.

Tablo 2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Cari Açıkları Finanse Etme Oranları (%)

ÜLKELER	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tayland	33,57	26,78	33,54	27,18	16,35	14,78	16,88
Malezya	268,05	95,58	237,10	167,37	96,06	56,13	102,75
Endonezya	36,58	34,79	63,92	95,16	75,54	61,91	99,56
Filipinler	19,67	52,61	22,80	41,05	53,93	74,65	39,17
Güney Kore	45,16	14,63	19,46	-	20,99	21,53	10,08

Kaynak: UNCTAD 1997 World Investment Report

2.1.2. Özel Sermaye Hareketleri

“Fon talep edenlerle fon arz edenlerin; ülkelerarası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler uluslararası özel sermaye hareketleridir. Tasarruf sahiplerinin uluslararası para piyasalarında ellerinde bulundurdukları fonları mevduat olarak bankalara yatırması ve bankaların bu kaynakları kredi olarak plase etmesi uluslararası para piyasası işlemini oluşturur. Fon talep eden işletme kuruluşlarının ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satmaları sermaye piyasası işlemini oluşturur.”²⁷

2.1.2.1. Portföy Yatırımları

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarındır.

Portföy yatırımları içinde en büyük payı hisse senedi yatırımları almaktadır. Portföy yatırımlarındaki artış dünyada finansal küreselleşmeyle yakından ilgilidir. Finansal küreselleşme ülkelere gelişmiş piyasalara girebilme olanağı yaratırken, gelişmiş ülke

²⁷ Meral Varış Tezcanlı, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, (İstanbul: İMKB Yayınları, 1994), s.6-7.

yatırımcısına da yeni oluşan piyasalardaki karlı imkanlardan yararlanma olanağı vermektedir. Portföy yatırımları aracılığıyla sermaye girişinin hızlanması ise gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarındaki olumlu gelişmelere bağlıdır.

Dünya'da portföy yatırımları içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşımdan faydalanılmaktadır.

1. Belirli bir süre itibarıyla toplam uluslararası hisse senedi alımları ile toplam uluslararası hisse senedi satışları arasındaki fark alınarak net yatırım miktarı bulunur. Bu, yabancı yatırımların uluslararası varlıklara tahsis ettikleri taze para miktarıdır. Net hisse senedi yatırımları fon ihraç eden ülkeler bazında nakit çıkışlar ve ithal eden ülkeler bazında nakit girişleri izlenerek iki şekilde hesaplanır. Bir ülkeden çıkan sermayenin diğer bir ülkede yatırıma dönüştüğü varsayımı ile bu iki yaklaşımdan elde edilen tutarların eşit olması beklenmektedir.
2. Belirli bir süre itibarıyla alım satımlar toplanarak uluslararası hisse senedi yatırımları global olarak izlenir. Bu yöntemle giriş-çıkış yönleri gözlenemez.²⁸

Tablo 3'de dünya çapında global olarak, gelişmiş ülkelerde ve GOÜ'lerdeki hisse senedi piyasası işlem hacmi görülürken, Tablo 4'de ise, GOÜ'lerin hisse senedi piyasaları değeri/defter değeri görülmektedir.

²⁸ Tezcanlı, a.g.e., s.9

Tablo 3. İşlem Hacmi (Milyon Dolar, 1986-2001)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen/Global (%)	İmkb/Gelişen (%)
1986	3,573,570	3,490,718	82,852	13	2,32	0,02
1987	5,846,864	5,682,143	164,721	118	2,82	0,07
1988	5,997,321	5,588,694	408,627	115	6,81	0,03
1989	7,467,997	6,298,778	1,169,219	773	15,66	0,07
1990	5,514,706	4,614,786	899,920	5,854	16,32	0,65
1991	5,019,596	4,403,631	615,965	8,502	12,27	1,38
1992	4,782,850	4,151,662	631,188	8,567	13,20	1,36
1993	7,194,675	6,090,929	1,103,746	21,770	15,34	1,97
1994	8,821,845	7,156,704	1,665,141	23,203	18,88	1,39
1995	10,218,748	9,176,451	1,042,297	52,357	10,20	5,02
1996	13,616,070	12,105,541	1,510,529	37,737	11,09	2,50
1997	19,484,814	16,818,167	2,666,647	59,105	13,69	2,18
1998	22,874,320	20,917,462	1,909,510	68,646	8,55	3,60
1999	31,021,065	28,154,198	2,866,867	81,277	9,24	2,86
2000	32,260,433	29,520,707	2,691,452	69,659	8,67	2,58
2001	27,818,618	25,246,554	2,572,064	47,689	9,24	1,85

Kaynak: Global Sermaye Piyasaları, İMKB Dergisi, Ocak, Şubat, Mart 2001, s.1

Tablo 4. Piyasa Değeri/ Defter Değeri(1993-2001/3)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001/3
Arjantin	1,9	1,4	1,3	1,6	1,8	1,3	1,5	1,0	1,0
Brezilya	0,5	0,6	0,5	0,7	1,1	0,6	1,6	1,4	1,3
Şili	2,1	2,5	2,1	1,6	1,6	1,1	1,8	1,5	1,6
Yunanistan	1,9	1,9	1,8	2,0	2,9	4,9	9,4	4,0	3,0
Macaristan	1,6	1,7	1,2	2,0	3,7	3,2	3,6	2,5	2,0
Hindistan	4,9	4,2	2,3	2,1	2,7	1,9	3,1	2,5	2,2
Endonezya	3,1	2,4	2,3	2,7	1,5	1,6	2,9	1,6	1,4
Ürdün	2,0	1,7	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,3	1,2
Kore	1,4	1,6	1,3	0,8	0,6	0,9	2,0	0,8	0,9
Malezya	5,4	3,8	3,3	3,8	1,8	1,3	1,9	1,5	1,4
Meksika	2,6	2,2	1,7	1,7	2,5	1,4	2,2	1,7	1,7
Filipinler	5,2	4,5	3,2	3,1	1,7	1,3	1,5	1,2	1,1
Polonya	5,7	2,3	1,3	2,6	1,6	1,5	2,0	2,2	1,9
G.Afrika	1,8	2,6	2,5	2,3	1,9	1,5	2,7	2,1	1,9
Tayvan, Çin	3,9	4,4	2,7	3,3	3,8	2,6	3,3	1,7	2,0
Tayland	4,7	3,7	3,3	1,8	0,8	1,2	2,6	1,6	1,7
Türkiye	7,2	6,3	2,7	4,0	9,2	2,7	8,8	3,1	2,6

Kaynak: www.imkb.gov.tr Global Sermaye Piyasaları, Mart 2001

Portföy yatırımlarının yapılacağı piyasalarda piyasa değeri (market capitalization) büyüklüğünün artması, bu piyasaların genişleyerek derinleşmesine ve yatırımlar için cazip kazanç oranlarına işaret edeceğinden, portföy yatırımını hızlandıracaktır.

2.1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

“Kısa vadeli sermaye hareketleri ödemeler dengesi bilançosunda yer alan bankalar aracılığıyla yapılan ve başka bir yerde gösterilemeyen artık bir kalemdir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkanlarının değerlendirilmesi ilkesi ile hareket eden ve geriye dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir.”²⁹

“Bir başka tanımla ise kısa vadeli sermaye hareketleri; vadesi bir yıldan kısa olan özel ve resmi uluslararası sermaye hareketleridir. Süreleri genellikle 30, 60 veya 90 gündür. Ticari bonolar, finansman bonoları, mevduat sertifikaları hesap kapsamındadır.”³⁰ Kısacası arbitraj arayan kısa vadeli sermaye hareketleridir. Yani döviz kuru beklentileriyle düzeltilen iç faizler dış faizleri aşmaktaysa sıcak paranın girmesi, düşük kalıyorsa çıkması beklenir. Risk etkenleri de ayrıca rol oynar. Bu tür sermaye giriş çıkışlarına bankalar, firmalar ve kamu kuruluşları katılır. Bankalar dışarıdan kısa vadeli borçlanıp içeride hazine bonusu alıyorsa, kamu kuruluşları ve özel firmalarda yerli para faizlerinin yüksekliği nedeniyle kısa vadeli borçlanmalarını dövizle ve dıştan yapıyorlarsa, kısa vadeli sermaye girişlerine yol açarlar.

Ödemeler dengesinde, uzun vadeli sermaye hareketleri içinde yer alan portföy yatırımlarının bir bölümü, ‘tahvil ihracını içeren sermaye piyasası kredileri’ hariç diğer portföy yatırımları kısa vadeli sermaye hareketidir ve kısaca borsa işlemlerini içerir.

“Küreselleşme sürecinde, en önemli olan finansal küreselleşme ile birlikte, kambiyo denetimlerinin gevşetilerek sermayenin küresel ölçekte serbestleştirilmesinin bir çok

²⁹ Yasemin Türker Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, (Ankara: DPT Yayınları, 1998), s.80.

³⁰ Karluk, a.g.e., s.385.

önemli sonucu olmuştur. Ödemeler bilançosunun cari işlemler parçası ile sermaye hareketleri parçası arasındaki güçlü bağlantının büyük ölçüde gevşemesi bunlardan biridir. Sermayenin böylesi bir dolaşım özgürlüğüne kavuşması sonuçta dünya ekonomisinde mal hareketleri ile para hareketleri arasındaki bağlantıyı gevşetmiştir. Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde bu işlevinden hızla uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan spekülasyon nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür.”³¹

“İşte bu noktada, spekülasyon nitelikli para hareketlerinden kısa vadeli sermaye hareketlerinin önemi artmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri günümüzde daha çok gelişmiş ülke ekonomilerinden, piyasa ekonomisi altyapısını tamamlayamamış ancak kambiyo denetimlerini gevşeterek finansal piyasaları, uluslararası finansal piyasalarla entegre olmuş gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmektedir. Bunun nedeni ise, gelişmekte olan ülkelerdeki düşük tasarruf oranları, faiz oranı ve döviz kurlarını reel olarak yükselmesi, dolayısıyla yüksek arbitraj olanakları getirisinin fazla olmasıdır. Ancak hızla gelen bu sermaye türü kontrol edilemez boyutlara ulaşırsa, gelişmekte olan ülkenin makro ekonomik dengelerini bozmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkileri ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelenecektir.

Kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketleri (doğrudan yabancı yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye hareketleri) arasındaki tanımsal fark; ilkinin spekülasyon amaçlı geriye dönüş kabiliyetinin yüksek (kalıcılığı düşük) olduğu sıcak para (hot money), ikincisinin ise istikrarlı ve ekonomik temellere göre hareket eden soğuk para (cool money) olduğu yönündedir. Ancak zaman serileri üzerinde yapılan ampirik çalışmalar bu ayrımı her zaman ve her ülke içinde desteklememektedir. Uzun vadeli sermaye hareketleri de zaman zaman kısa vadeli sermaye hareketleri kadar değişken olabilmekte ve beklenmedik şoklar karşısında tepkiler verebilmektedir.”³²

³¹ Berksoy, a.g.e., s.10.

³² Kaya, a.g.e., s.80-81.

2.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Gelişimi

Birbirleriyle bağlantılı olarak, uluslararası sermaye hareketlerinin nedenleri ve gelişimi konusunda iki yaklaşım öngörülmektedir. Bunlardan birincisi, ülkelerin makro ekonomik gelişmelerinin finansal serbestleşmeyle artacağını, ülkeler arasında dolaşan sermayenin ekonomik gelişmeyi arttıracığını savunan bir yaklaşım; ikincisi ise, dünya ekonomilerinde meydana gelen yenilikler sonucunda ortaya çıkan küreselleşme eğilimleridir. Özellikle günümüzde belirgin bir biçimde kendini hissettiren en fazla tartışılan konulardan biri olan küreselleşme, dünyadaki ülke ekonomilerine, dünya piyasa ekonomisine yapısal uyum sağlaması gerekliliği biçiminde baskı yapmaktadır.

Küreselleşme sonucunda ülkelerin kambiyo denetimlerini kaldırmaları ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin dünya ölçeğinde dolaşımı kolaylaşmıştır.

2.2.1. Dünya Ölçeğinde Finansal Küreselleşme

“Finansal küreselleşme tanım olarak; ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması uluslararası sermaye hareketlerinin artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artmasıdır.”³³

Önceden de değindiğimiz gibi; Dünya’da 20. yüzyıldan itibaren meydana gelen gelişmeler dünya ekonomilerini etkilemiştir. Haberleşme ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmelerle ve bilgi akışı dünya çapında hızlanmış, kolaylaşmıştır. Bu gelişmelerle birlikte dünya genelinde uygulanan finansal serbestleşme politikaları ile finansal küreselleşme hızlanmış ve dünya piyasaları birbirine entegre olmuştur. Teknolojik gelişmelerin de

³³ Durusoy, a.g.e., s.15.

katkısıyla mali piyasaların hızla akabileceği şekilde bütünleşmesi 1980'li yıllarda gerçekleşmiştir.

“Birinci dünya savaşı sırasında (1914-1918), uluslararası para sistemi olan altın standardı askıya alındı ve 1920'lerin ortalarında İngiltere, Fransa ve diğer bazı ülkeler serbest dalgalanmaya bıraktıkları paralarını tekrar altın standardına döndürdüler. 1930'ların başında bazı ülkeler altın sisteminden ayrıldılar. Bunun sonucunda II. Dünya savaşının sonuna kadar olan dönemde uluslararası para sisteminin karakteristiğini; ulusal ekonomiler, rekabetçi devalüasyonlar, ticarete konan engeller ve sermaye kontrolleri oluşturmuştur. 1930'lu yılların etkisi altında, 1944'te Bretton Woods'ta uluslararası para fonu, IMF anlaşması yapıldı. Bretton Woods sistemi Amerikan Doları'nın altın karşısında belirlenen değeriyle ayarlanabilir sabit döviz kuru sistemini içermektedir. Diğer ülkelerin parasının değerini Amerikan Doları'na göre belirlemişlerdir. Sistem 1970'li yıllarda bozulmuştur ve dolar altın karşısındaki değerini uzun süre koruyamamıştır. Daha sonra sanayileşmiş ülkeler döviz kurlarını yabancı sermaye piyasalarındaki etkilere göre belirlemişlerdir.”³⁴ Bretton Woods dünyasının yıkılmasıyla, küreselleşme dinamiği hızlanmıştır.

Finansal liberalleşme ile birlikte gerçekleştirmek istenen en önemli amaç ekonomik büyümedir. GOÜ'lerde en büyük sorun yurt içi yatırımları finanse edecek fon bulmakta zorluk çekmeleridir. Finansal serbestleşme ile oluşan finansal akımlar tasarrufları arttırabileceği gibi, gelişmekte olan ülkelerde finansal araçların çeşitlenmesine de neden olarak finansal derinliği de arttıracaktır. Yine ülkelerin uyguladıkları ekonomik politikalar da finansal küreselleşmeyi hızlandıran unsurlardan biridir. Ekonomik gelişmelerini sağlamak ve yatırımlarını finanse edecek kaynağı bulmak, yurtdışı piyasalara ve bununla birlikte piyasa ekonomilerine yapısal uyum sağlamak amacıyla finansal piyasalarını serbestleştirmektedirler.

“Prensip olarak GOÜ'lerdeki yüksek reel faiz oranları sanayileşmiş ülkelerle GOÜ'ler arasındaki sermaye akımlarının hacmini arttırmaktadır.”³⁵ 1990'ların başlarında

³⁴ Tony Makin, *Global Finance and The Macroeconomy*, (London: Mc Millan, 2000), s.5-7.

³⁵ Alejandro Lopez-Mejia, “Study Examines Causes, Consequences and Policy Responses To Capital” *Flows*, *IMF Survey*, Volume 28, Number 7, (April 5, 1999), s.102.

sanayileşmiş ülkelerdeki durgunlukla birlikte reel faiz oranlarının düşmesi, borçlu GOÜ'lerin karlı yatırım fırsatlarının artması, gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerini hızlandırmaktadır. "Uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin bir diğer nedeni de, dışsal faktör olarak, örneğin iletişim maliyetlerinin düşmesi, güçlü rekabet, yurt içi piyasalardaki maliyetlerin düşmesi, daha da önemlisi finansal piyasalarının gelişmesi ve yüksek faiz oranlarıdır."³⁶

"IMF ve Dünya Bankası destekli olarak uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının teorik temelini, literatürde 'Mali Baskı Analizi' (FRA: Financial Repression Analysis) olarak anılan makro ekonomik yaklaşım oluşturmaktadır. Shaw ve Mc Kinnon tarafından geliştirilen bu yaklaşımda, mali sistemin liberalizasyonu ile ekonomide tasarruf oranının artırılabilceği, bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarılabilceği ve sonuçta istikrarlı bir büyümenin sağlanabilceği öne sürülmektedir. Ekonomide ise mali kaynakların etkin kullanımının sağlanabilmesi ise, sermayenin fiyatı olan 'faiz oranına', piyasa mekanizması içinde işlerlik kazandırılması ile mümkün olabilecektir."³⁷

Finansal kontrol politikaları ve nominal faiz oranı üzerine uygulanan baskı, reel sektör üzerinde olumsuz etki yaratacaktır. Özellikle enflasyonist süreç yaşayan ülkelerde belirlenen düşük nominal faiz oranları (negatif reel faiz oranı) tasarrufların piyasaya yönelmesini engelleyecek ve yatırımları finanse edemeyecektir. Dolayısıyla reel sektör yatırımlarının finanse edilememesi uzun dönemde ekonomik büyümeyi düşürürken, ekonominin istihdam seviyesini azaltacaktır.

"Makro ekonomik açıdan diğer yaklaşımlar ise Post Keynesyen yaklaşım ve yapısalci yaklaşımdır. Post Keynesyenlere göre; finansal liberalizasyonla birlikte finansal piyasalar kırılgan hale gelir, bütçe açıkları ve en önemlisi toplam talep, reel faiz oranlarını arttırıcı yönde etkiler. Buradaki en önemli tartışma finansal liberalizasyon sonucunda marjinal tasarruf oranları artarken, toplam talebin azalmasıdır. Bunun sonucunda kar

³⁶ Lopez-Mejia, a.g.e., s.102.

³⁷ Sevil Yıldırım - U.Öğuz Altun, *Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi, Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi*, Yayın no.17, (Mayıs 1995), s.78.

oranları azalarak yatırımları azaltacaktır. Eğer yatırımcı gelecekle ilgili iyimser bir bekleyişe sahipse yatırım ve talepteki azalmanın negatif etkisi olacaktır. Hızlandırıcı etkisiyle gelecekteki potansiyel yatırımları azaltacaktır.”³⁸ Yapısalcı yaklaşıma göre; gelişmekte olan ülkelerde liberalizasyonla birlikte potansiyel toplam talep azalacaktır. Bu ise; kredi arzı ve firmaların işletme sermayesi üzerindeki etkisini vurgular.

“Mali baskı analizi yaklaşımında, mali piyasaların etkin ve tam rekabetçi olduğu varsayımı ortaya konmaktadır. Ancak ekonomide farklı kesitlerde yer alan aktörlerin aynı bilgiye ulaşmak için farklı maliyetlerle karşılaşmaları, bilgi dağılımının mükemmel olmayışı, böyle bir varsayımın geçersizliği yönündeki eleştirilerin başında yer almaktadır. Asimetrik bilgi dağılımı olarak adlandırılan bu aksak yapı, riskin ve bilginin alınıp satıldığı finansal piyasalarda iki önemli sorunu da beraberinde getirmektedir; hatalı seçim ve ahlaki risk. Hatalı seçim fon arz edenin fon talep eden hakkında yeterince bilgi edinmemesinden ve dolayısıyla sağlıklı değerlendirme yapamamasından kaynaklanmaktadır. Ahlaki risk, fon aktarımı gerçekleştikten sonra, fon arz edenin, fon kullananın faaliyetlerini izleyememesi ile ilgilidir. Stiglitz’in mikro ekonomik yaklaşımına göre: finansal piyasalarda aksak ve hatalı işleyişin yapısal olduğu, bu yüzden Pareto etkinliğinin geçerli olmadığı tezi savunulmaktadır. Bu kapsamda, neoklasik öğretinin bilginin dışsal olduğunu ve ekonomi içinde mükemmel ve maliyetsiz bir dağılıma sahip olduğuna ilişkin iddiası reddedilmektedir. Mali piyasaların işlem maliyetleri ve bilgi üretimi ve dağılımı açısından mükemmel olmayan bir yapıya sahip olduğunu ve hatta kapitalist ekonomilerdeki başarısızlıkların sistemin merkezini oluşturan ‘sermaye’ piyasalarındaki aksak yapıdan kaynaklandığını belirtmektedir.”³⁹

Stiglitz, hipotezini sınamak için bankaların (veya firmaların) değişen piyasa koşullarında davranışını incelemiştir. Yaklaşımda dikkat edilmesi gereken nokta, ‘risk’ kavramının analize dahil edilmiş olmasıdır. “Bankacılık alanında riskin artmasıyla birlikte ilk olarak kredi arzı daralacaktır, bununla birlikte bir başka olumsuz gelişme de artan risk karşısında bankanın risk seven bir yaklaşım içinde olmasıdır. Öngördüğü bu davranış

³⁸ Murat A. Yülek, “Financial Liberalization and The Real Economy”, *Capital Market Board Of Turkey*, Publication Number 110, (January, 1998), s.3.

³⁹ Yıldırım-Altun, a.g.e., s.80.

biçimlerinde, bankacılık sisteminde artan risk ortamında daha yüksek (borç) kaldıraç seviyesinde faaliyet göstermeyi tercih edebilir. Bankaların daha fazla risk üstlenme biçiminde bu irrasyonel tutum sözcülemi artan bir döviz açığı şeklinde kendini gösterebilir. Bu ise, temel göstergelerdeki küçük oynamalara karşın bankacılık sisteminin hassasiyetini ve kırılabilirliğini arttıracaktır. Bankacılık sisteminin hassas ve kırılabilir hale gelmesi, gelişmekte olan ülkelerde makro ekonomik sorunlarla karşılaşıldığında finansal krizlere yol açmaktadır. Finansal krizle birlikte bankacılık sisteminde meydana gelebilecek paniği engellemek için hükümetler finansal reform programları uygulamakta ve genellikle ülke içinde tüm mevduatları devlet garantisi altına almaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde uygulanan reform programları Mc Kinnon'a göre 'aşırı borçlanma sendromu'na yol açmaktadır. Mc Kinnon'na göre; finansal liberalizasyonla birlikte uygulanan finansal reform programları, yurt içindeki bankaları uluslararası sermaye piyasalarından yoğun bir şekilde borçlanmalarını olanaklı kılmakta ve yabancı sermaye çok fazla yurt içine gelmektedir. Bu da aşırı borçlanma sendromu olarak adlandırılmaktadır ve aşırı borçlanma makro ekonomik dengesizliklerin başlıca nedenidir. Mc Kinnon'a göre aşırı borçlanmayla birlikte döviz kurlarının doğru ayarlanabilmesi önemli bir sorundur ve aşırı borçlanma ahlaki risk'ten daha önemlidir."⁴⁰

2.2.2. Yurt İçi Finansal Küreselleşme

Finansal küreselleşme sürecinde, öncelikle ülkeler kendi iç finansal piyasalarında serbestleşme politikaları uygularlar. İç piyasalarında, ülkelerin yaptıkları genellikle finansal piyasalara girişin kolaylaştırılması, faiz oranlarının piyasadaki fon arz ve talebine bağlı olarak serbestçe belirlenmesi, yurt içindeki finansal araçların getirileri üzerinden alınan vergi, fon gibi yükümlülüklerin azaltılması veya kaldırılması ve finansal araçların çeşitlendirilerek, finansal piyasalarda yatırım yapacak yatırımcıları korumak için gerekli yasal, altyapı ve kurumların oluşturulması gibi politikalardır. Türkiye'de yurt içi finansal küreselleşme 32 sayılı karar çerçevesinde tamamlanmıştır.

⁴⁰ Ronald I. Mc Kinnon, "McKinnon Says Long-Term Peg Could help Reduce Incidence Of Crises For Emerging Markets", *IMF Survey*, Volume 29, Number 17, (August 28, 2000), s.279.

“32 sayılı karar, 11 Ağustos 1989’da kambiyo rejimini daha serbest hale getirmek ve TL’nin daha konvertibl hale gelmesi için Türk parasının kıymetini koruma hakkındaki karardır. Karardaki önemli yenilikler:

1. Türkiye’de yerleşik kişilere, bankalara, yetkili kurumlara ve özel finans kurumlarına 3000 Amerikan Doları’na ya da eşitine kadar döviz satın alma izni verilmiştir.
2. Dışarıda yerleşik kişilerin borsada kota edilmiş Türk menkul kıymetlerini Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu’na göre faaliyet gösteren bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla satın almaları, satmaları, bu kıymetlere ait gelirlerle bankaların satış bedellerini bankalar ve özel finans kurumları transfer ettirmeleriyle, Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kota edilmiş menkul kıymet satın almaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini transfer etmeleri serbest bırakılmıştır.
3. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışında aynı, nakdi ve gayri nakdi kredi almalarını ve Türk bankalarının döviz kredisi açmalarını düzenleyen esaslar liberalleştirilmiştir.
4. Altın ihraç ve ithaline serbestlik getirilmiştir. İşlenmiş altın ithali ve ihracının TC Merkez Bankası, bankalar yetkili kurumlar ve özel finans kurumları aracılığı ile yapılabileceği karar bağlanmıştır.”⁴¹

2.2.2.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme İle Birlikte Enflasyon-Faiz İlişkisi

Finansal piyasaların serbestleşmesiyle birlikte, yurtiçinde nominal faiz oranı tavanı uygulaması bırakılarak, pozitif reel faiz oranı uygulamasına geçilmiştir. “Reel faiz oranı, piyasada fon arzı ve fon talebi miktarının serbestçe belirlendiği orandır. Pozitif reel faiz oranı uygulamasında amaç tasarrufların getirisini arttırarak piyasaya çıkmasını sağlamaktadır. Yurtiçi finansal serbestleşme ile birlikte enflasyon ile faiz oranı arasındaki

⁴¹ İlker Parasız, *Enflasyon, Kriz- Ayarlanmalar*, (Birinci Basım, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2001), s.339.

ilişki güçlenmektedir. Çünkü yurtiçi finansal piyasalardaki serbestleşme sonucunda yatırım yapanlar beraberinde belirsizlik, risk ve paranın satın alma gücündeki değişimleri de dikkate almaktadır. Belirsizliğin, buna bağlı olarak da riskin olmadığı ve paranın satın alma gücünde zaman süreci içinde değişimin beklenmediği bir ekonomik ortamda faiz oranı, fon arzı ile fon talebinin hacimlerini eşitleyen bir oran olarak ortaya çıkmaktadır. Buna “temel faiz oranı” denilmektedir. Ancak belirsizliğin ve enflasyon oranının var olduğu gerçek ekonomik yaşamda, fon arzında bulunan kişi ve kurumların bu arzları için isteyecekleri faiz oranı, belirsizlik, enflasyon nedeniyle paranın satın alma gücündeki azalmayı da karşılayacak büyüklükte olması gerekecektir. Bu durumda faiz oranını üç temel unsur belirlemektedir:

1. Temel faiz oranı
2. Fonu kullananın taşıdığı riske göre değişen bir risk primi
3. Dönemsel enflasyon oranı bekleşi⁴²

**Tablo 5. Gelişmekte Olan Ülkelerde Temmuz 2001 İtibariyle Enflasyon Oranları
ve
Kısa Vadeli Faiz Oranları**

ÜLKELER	Tüketici Fiyatlarındaki Değişim(%)	Kısa Vadeli Faiz Oranları(%)
ÇİN	+ 1,7	belirsiz
HONG KONG	- 1,5	3,61
HİNDİSTAN	+ 2,3	7,12
ENDONEZYA	+10,8	16,85
MALEZYA	+ 1,6	3,30
SİNGAPUR	+ 1,9	2,25
GÜNEY KORE	+ 5,4	5,57
TAYLAND	+ 2,8	4,00
TAYVAN	- 0,2	4,10
ARJANTİN	+ 0,2	10,49
ŞİLİ	+ 3,7	3,49
MEKSİKA	+ 7,0	8,92
BREZİLYA	+ 7,7	18,30
RUSYA	+ 25,0	25,00

Kaynak: Emerging-Market Indicators, The Economist, June 30, 2001

⁴² Rıza Aşıkoglu, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, 1983), s.83.

Tablo 5'te birçok GOÜ'de kısa vadeli faiz oranları genellikle enflasyon oranının üzerinde veya enflasyon oranında belirlenmiştir. Sadece Çin'de faiz oranları belirsizdir, çünkü faiz oranları devlet tarafından belirlenmektedir.

Tablo 6. Türkiye'de Yıllar İtibariyle Enflasyon ve Faiz Oranları (%)

YILLAR	ENFLASYON ORANLARI(TEFE)	TASARRUF MEVDUATI FAİZ ORANLARI	İTERBANK FAİZ ORANLARI
1991	59,2	72,70	59,87
1992	61,4	74,20	67,77
1993	62,5	74,80	69,63
1994	149,6	95,6	92,04
1995	65,6	91,3	106,31
1996	75,9	93,8	74,33
1997	91,0	96,6	77,93
1998	54,3	95,5	79,00
1999	62,9	46,7	69,90
2000	32,7	45,6	198,95
2001	88,6	62,5	59,00

Kaynak: DPT, **Temel Ekonomik Göstergeler**, Ocak, 1999

DPT, **Temel Ekonomik Göstergeler**, Haziran, 2001

Sonuçta yurtiçi finansal serbestleşme ile birlikte fon arz edenler enflasyon oranı karşısında yatırımların reel değerini korumak ve reel olarak getiri sağlamak amacıyla faiz oranlarını enflasyon beklentileri oranında belirlemektedirler. Enflasyon oranı arttıkça faiz oranları da yükselmektedir. Tablo 6'da Türkiye'de yıllara göre enflasyon oranları ve faiz oranları görülmektedir. Dikkat edilirse enflasyon oranı ile birlikte değişen tasarruf mevduatı faiz oranları ve Interbank faiz oranları birbirlerine paralel olarak artmakta veya azalmaktadır.

2.2.3. Yurt Dışı Finansal Küreselleşme

Ülkeler yurtiçinde finansal serbestleşmelerini tamamladıktan sonra finansal küreselleşmenin tamamlanması için yurtdışına yönelik finansal serbestleşme politikaları uygularlar. Bu politikalar çerçevesinde, ülke vatandaşlarının yabancı piyasalardan varlık almaları serbest hale getirilirken, yabancı piyasalardaki ekonomik birimlerin de yurtiçi piyasalardan varlık edinmeleri serbest hale getirilmektedir.

“Yurtiçinde yapılan serbestleşme politikaları gereğince ülke vatandaşları uluslararası finansal piyasalardan serbestçe borçlanabilir, yabancılar yerli piyasalarda yatırım yapabilirler. Bu işlemler özellikle Latin Amerika ülkelerinde yaygındır. Bu ülkelerde özel sektörün yerli bankalar aracılığı ile dışarıdan borçlanması büyük ölçüde serbesttir ve yabancı yatırımcıların yerli sermaye piyasalarında yatırım yapmasının önünde fazla bir kısıtlama yoktur”.⁴³

Türkiye’de 32 sayılı kararla birlikte dışarıda yerleşik kişilerin yurtiçi finansal piyasada Türk menkul kıymetlerini, Sermaye Piyasası Kanunu’na uygun faaliyet gösteren finansal aracı kurumlarla alıp satmaları serbesttir. Bununla birlikte yurtiçinde yerleşik kişilerin de yurt dışından borçlanmaları serbest hale getirilmiştir. Türkiye’de bankaların yurtdışından daha düşük faizle borçlanma imkanlarının artması ve yurt dışındaki bu fonları yüksek faizle yurtiçinde devletin bütçe açıklarını kapatmak amacıyla kullanılması, elde edilen yüksek getiriden dolayı banka sayısını hızla arttırmıştır.

“Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte ortaya çıkan yurtdışı finansal serbestleşme ülkelerin makro ekonomik yapılarının önem kazanmasına neden olmuştur. Makro ekonomik dengelerini kuramayan ülkelerde özellikle yüksek enflasyonla birlikte para ikamesi hızlanmıştır. Sermaye hareketlerinin artması ile birlikte halkın tasarruflarını döviz biçiminde tutma imkanı artmaktadır. Özellikle enflasyonun hız kazandığı, ekonomi politikalarının belirsizlik gösterdiği durumlarda yabancı para talebinde artış yaşanmıştır. Yurtiçindeki insanların döviz talebi ithalat ve turizm amaçlı olan miktarından oldukça fazladır”.⁴⁴

⁴³ Kaya, a.g.e., s.8-9.

⁴⁴ Guillermo Calvo, “Dollarization Debate Needs To Be Framed In Frank Examination Of Options, Calvo Counsels”, IMF Institutes Seminar; *IMF Survey*, (May 22, 2000), s.158.

2.2.3.1. Yurtdışı Finansal Serbestleşme İle Birlikte Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki

Yurt dışı finansal serbestleşme ile birlikte, yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasalarda çeşitli fon işlemleri yapmak serbestleşmiştir. Dolayısıyla ülkelerarasında sermaye hareketleri ortaya çıkmaktadır. Sermaye hareketlerinin oluşması bu ülkelerdeki döviz kurunu etkileyecektir.

Döviz kuru, yabancı paranın ulusal para olarak karşılığıdır. Döviz kuru ya piyasanın iç dinamikleri olan arz ve talep ya da devlet tarafından belirlenir. Ulusal paranın yabancı para karşısındaki gücü, ulusal ekonominin dünya ticaretinden aldığı pay, ulusal ekonominin gelişmişlik düzeyi, ülkenin uluslararası arenadaki siyasi gücü ve ulusal paranın uluslararası para piyasasında kabul edilebilirliği gibi faktörler belirler.

“Yurt dışı finansal serbestleşme ile birlikte, enflasyon ile kur arasındaki bağ zayıflamaktadır. Enflasyon; fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak artması, yerli paranın satın alma gücünün azalmasıdır. Eğer döviz kuru piyasadaki arz ve talep tarafından serbestçe belirleniyorsa, enflasyon oranının yükselmesi yerli paranın satın alma gücünün azalmasına neden olacak ve döviz değerlenerek, yerli para yabancı paralar karşısında değer kaybedecektir. Böylelikle uluslararası ticarete yurtiçi fiyatların artması nedeniyle rekabet kaybı önlenemez, cari işlemler dengesi sürdürülebilecektir. Ancak enflasyon oranı arttığında, yurt içinde nominal faiz oranları da yükselecektir ve finansal serbestleşme nedeniyle yüksek faiz oranı yurt dışından ülke içine doğru sermaye hareketine neden olacaktır. Bu sermaye akımı yurtiçinde döviz arzını arttıracığından piyasa koşullarında belirlenen döviz kurunun yerli para karşısında değer kaybetmesine neden olacaktır. Sonuçta enflasyon nedeniyle satın alma gücü azalan yerli paranın, enflasyon oranında yabancı paralar karşısındaki değer kaybı, sermaye hareketlerinin artması nedeniyle enflasyon oranından daha az olacaktır ve piyasa koşullarında oluşan döviz kuru, ülkenin uluslararası

ticarete gerçek rekabet gücünü göstermediĐi gibi yurt içinde de reel sektör üzerinde olumsuz etkilere yol açacaktır.”⁴⁵

Bir ülkede sermaye hareketleri, özellikle portföy yatırımı ve kısa vadeli sermaye hareketi olarak volatilitenin yüksek olması döviz kurunda sürekli değişimlere yol açacak ve uygulanmaya çalışılan ekonomi politikalarının etkinliğini azaltacağı gibi spekülasyonları da arttıracaktır.

⁴⁵ Havva Tu, “Kur Ayarlamaları ve Dış Ticaret Dengesi”, **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt.38, Sayı.4, (Nisan 2001), s.76.

İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK ETKİLERİ

1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1980’li yıllardan sonra “teknolojinin hızla değişmesi ile birlikte dünyada bilgi akışının hızlanması, tüm dünya ekonomilerinde yeni teknolojilerin kullanılması isteği finansal küreselleşmeyi hızlandırmıştır. Küreselleşme hareketlerinin dünya ekonomilerinde hızlanması, teknolojik yenilikler, özellikle haberleşme ve ulaştırma sektöründeki gelişmeler, ülke ekonomilerinin birbirleriyle entegrasyonunu güçlendirmektedir.”⁴⁶ Günümüzde küreselleşmenin en hızlı olduğu finansal sektörde, ülkeler arasındaki para hareketlerinde birçok ülkede sınırlandırma ortadan kalkmıştır.

GOÜ’lerde meydana gelen tasarruf yetersizliğinin, düşük büyüme hızlarına yol açması bu ülkeleri kaynak arama sürecine sokmaktadır. Kaynak bulma sürecinde dünya piyasalarından borçlanmanın hemen hemen ilk şartı olan ‘serbestleşme’ ve ‘piyasa ekonomisine yapısal uyum’ şartını uygulayan ülkeler, finansal piyasalarında varolan kısıtlamalarını, kambiyo kontrollerini kaldırmaktadırlar. Böylece ülkelerde sermaye hareketleri uluslararası bazda yoğun bir şekilde meydana gelmektedir.

“Teorik olarak bir ülkeye gelen yabancı sermaye, özellikle GOÜ’lerde düşük tasarruf sorununu çözmekte, ek bir maliyet yüklememesinden dolayı büyüme

⁴⁶ Güven Sak, *Public Policies Towards Financial Liberalization: General Framework and Evaluation of the Turkish Experience in the 1980’s*, (Ankara: SPK Yayınları, ODTÜ Doktora Tezi, 1995), s.17

performansına katkıda bulunmaktadır. Dünya ölçeğinde bakıldığında bu tür bir yaklaşımla büyüme hızını arttıran belli başlı ülkeler bulunmakla birlikte, büyüme hızını arttıramayan ülkeler de bulunmaktadır.

Malezya, Tayvan ve Çin’de uluslararası sermaye hareketleri verimliliği ve büyümeyi artırırken, Fas, Tunus ve Uruguay ekonomilerinde herhangi bir etki yaratmamıştır.”⁴⁷

Özellikle GOÜ'lere yönelen sermaye hareketleri, ülkelerin makro ekonomik yönden gelişmelerine neden olmaktadır. GOÜ'lerde, kambiyo kontrollerinin kaldırılması ile sermaye hareketleri, gerekli makro ekonomik politikaların izlenmesi ve finansal reformların yapılması ile ekonomide daha yüksek büyüme hızlarına ulaşabilecek ve sermaye girişinin neden olabileceği istikrarsızlık azaltılabilecektir. Gerekli makro ekonomik politikaların izlenmemesi ve finansal reformların yapılmaması durumunda, ekonomide başıboş bir şekilde dolaşan yabancı sermaye, makro ekonomik dengeleri bozduğu gibi çeşitli istikrarsızlıklara yol açacaktır.

Makro ekonomik istikrarsızlıklar, ekonomide uygulanan döviz kurunun istikrarsızlaşması, faiz oranlarının yükselmesi, cari ödemeler dengesinin sağlanamaması şeklinde olur. Ekonomide meydana gelen bu istikrarsızlıklar, ekonomide finansal kriz oluşmasına neden olmakta, oluşan kriz sonucunda ise kısa vadeli sermaye hareketi ve portföy yatırımları tersine dönmektedir. Bu da yaşanan krizin daha da derinleşmesine neden olmaktadır. Örneğin; sabit kur sisteminin uygulandığı, GOÜ'de meydana gelen makro ekonomik istikrarsızlık veya politik istikrarsızlık, kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızla yurt dışına çıkmasına neden olacaktır. Böyle bir durumda dövize olan talep artacağı için, Merkez Bankası kuru sabit tutabilmek için piyasa döviz talebini karşılamaya çalışacaktır. Ancak varlıklarında bulunan döviz miktarında azalma meydana gelecektir. Bu azalma ise ülkenin dış borç ödeme potansiyelini düşürücü etki yaratabilecektir.

⁴⁷ Deepak Mishra, Ashaka Mody and Antu Panini Murshid, “Private Capital Flows and Growth”, *Finance and Development*, Volume.38, Number.2, (June 2001), s.4.

“1980’li yılların ortalarından itibaren Meksika ekonomisinde başlayan yapısal değişim ve reform sürecinde istikrarlı büyüme hedeflenmiştir. 1994 yılında para politikası uygulamasında önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin korunması ancak zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlı kılınmıştır. Ancak Meksika Pezosu’nun aşırı değer kazanması ekonomik dengeleri bozmuştur. 1990’lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılmalara ilaveten 1994 yılında, ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altındayken yabancı sermaye kaçışlarına neden olmuş, Aralık 1994’te ise bir ödemeler dengesi krizine ve finansal krize yol açmıştır.”⁴⁸ Ayrıca, “finans piyasalarının liberalizasyonla birlikte sabitleştirilmiş döviz kurlarına sahip olan ülkelerin sorunlarının derinleşmesine neden olmuştur. Gerçekten de sabitleştirilmiş döviz kurları ve liberalize edilmiş sermaye akışı: Avrupa Çapraz Kur Mekanizması (1992-1993), CFA Frank’ı (1994), Türk Lirası (1994), Meksika Pezosu (1994-95), Tayland Bahtı ve diğer Asya ülke para birimleri (1997-98), Rus Rublesi (1998), Brezilya Reali (1998) ve tekrar Türk Lirası (2000-2001) volkanik patlamalara neden olmuştur.

Esnek döviz kuru sisteminin uygulanması durumunda ise; döviz talebinin artması ile birlikte döviz fiyatı yerli para cinsinden artacaktır. Böyle bir durumda ihracat artışı beklenebilmesine karşın, ülkede üretim ithalat ağırlıklı ara malına bağlı ise, ithalat pahalılaşacağından iç piyasada üretim maliyetleri artarak fiyatlar genel düzeyini arttıracaktır. Merkez Bankası’nın kur üzerindeki talep baskısını azaltmak için, faiz oranlarını yükseltmeye çalışması ise yatırımları azaltacağından ekonomi durgunluğa girecektir.”⁴⁹

Finansal liberalleşmeyle birlikte ortaya çıkan kısa vadeli sermaye hareketleri, finansal reform uygulamalarının yapıldığı GOÜ’lerde başlangıçta olumlu etkiler yaratmaktadır. Ancak orta ve uzun vadede birkaç GOÜ dışında finansal piyasalarda kriz çıkmakta ve ödemeler dengesinde zorluklar yaratmaktadır.

⁴⁸ Melike Alparslan, “1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika’da Uygulanan Para Politikası”, **Bankacılar Dergisi**, Cilt.12, Sayı 36, (Mart 2001), s.36-37.

⁴⁹ Aslı Tekinay, “Türkiye’nin Sorunu Döviz Kurunda”, **Capital Dergisi**, Cilt.9, Sayı.5, (Mayıs 2001), s.63.

“Son yıllarda Asya, Rusya, Arjantin, Brezilya ve Meksika krizleri dünya ekonomilerini de etkilemektedir. Bu ülkelerin ortak paydaları finansal serbestleşme ile birlikte dış borç miktarlarının çok yüksek olmasıdır. Brezilya'nın 232 milyar dolar, Rusya'nın 183 milyar dolar, Meksika'nın 160 milyar dolar, Arjantin'in ise 144 milyar dolar dış borcu bulunmaktadır.”⁵⁰ Çin, dünyada en çok yabancı sermaye çeken GOÜ olmasına karşın kısa vadeli sermaye hareketlerini yasaklamıştır ve ekonomisi hızla büyürken herhangi bir krizle karşılaşmamıştır. Şili ve Malezya kısa vadeli sermaye hareketlerine ve sınırlamalar getirmiştir.

1.1. Ekonominin Genel Dengesi: Yurtiçi Üretim-Tüketim, Tasarruf Yatırım, Dış Denge

Sermaye akımlarının makro ekonomik etkileri arasında en önemlisi, ekonominin genel dengesine, yani yurtiçi üretim ve tüketim, tasarruf ve yatırım ve dış dengeye olan etkisidir.

GOÜ'lerdeki amaç ekonomik büyüme ve kalkınmadır. Büyüme ve kalkınma için gerekli tasarruflar düşük olduğundan, yabancı sermaye talep etmekte ve yatırımlarını bunlarla finanse etmek istemektedirler. Sermaye akımı ile birlikte, GOÜ'lerin tasarruf kısıtı ortadan kalkacağı için yatırımlar artacak ve istikrarlı büyüme hızına ulaşılacaktır.

“Uluslararası sermaye akımları genel olarak yurtiçi yatırımları fonlarken, yurtiçi yatırımlarla doğrudan yabancı sermaye ve uzun vadeli uluslararası banka kredileri arasında korelasyon yüksekken; portföy yatırımlarıyla arasındaki korelasyon düşüktür. Bir ülkenin tasarrufu düşük ve fakirse yurt dışından gelecek ilave yabancı sermaye, o ülkedeki yatırım fırsatlarını değerlendirebilecektir.”⁵¹

⁵⁰ Mustafa Sönmez, “10 Soruda Krizi Anlamak ve Aşmak”, *Ekonomik Forum Dergisi*, Cilt.8, Sayı 3, (Mart 2001), s.12.

⁵¹ Mishra-Mody-Murshid, a.g.e., s.3.

GOÜ'lerde sermaye akımının büyüme hızını arttırması ayrıca uluslararası sermayenin yatırımları veya tüketimi finanse etmesiyle de ilişkilidir. Sermaye akımı, yatırımı ve ihracatı finanse ediyorsa ekonomideki arzı arttırıcı etki yaratacağından ekonomik büyüme artacaktır. Ancak kısa vadeli sermaye akımının bir ülkede kalma süresinin düşük olmasından dolayı üretimi finanse edememektedir. Daha çok tüketimi arttırıcı etkisi vardır. Reel sektördeki üretim artışı kısa vadeli sermaye hareketi sonucu artan tüketim artışını karşılayabiliyorsa, ekonomide canlılık süreceğinden büyüme artacaktır. Ancak tüketim artışı, üretim artışından daha fazla olduğu takdirde yurtiçi fiyatlara artış yönünde baskı oluşacaktır. Artan tüketim artışı ithalata yöneldiği takdirde cari ödemeler dengesi açığı artacaktır. Böyle bir durumda artan ithalat, yurtiçi piyasada fiyatların artış baskısını azaltacaktır.

Sermaye akışı ile birlikte Meksika, İspanya, Tayland gibi ülkelerde büyüme oranlarında ani bir artış olmuş, ancak ekonominin talep yönünde tüketim artışı üretim artış hızını geçmiştir. Sermaye girişi ekonomide daha çok tüketimi finanse ettiği görülmektedir.⁵² 1994 yılında Meksika'da ve bir ölçüde Arjantin'de hızla artan bir talep, kredilerde patlama ve sonuçta cari işlemler de meydana gelen açık⁵³ buna örnek verilebilir.

Finansal serbestleşme sonucunda ortaya çıkan kısa vadeli sermaye yatırımları, GOÜ'lerde bankacılık sektörünün gelişmesine neden olmaktadır. GOÜ'lerdeki bankaların tasarruf kısıtlarının ortadan kalkması, tüketici kredilerinin artmasına neden olmakta ve toplumdaki bazı gruplar gelirlerinden fazla tüketim yapma imkanı bulmaktadır. Dolayısıyla bankacılık kesimi, uluslararası kısa vadeli sermaye ile tüketici kredisini arttırarak tüketim eğilimini yükseltmektedir.

“Uluslararası sermaye akımları, GOÜ'lerde hem risk çeşitlendirmesine yol açarak tüketimdeki dalgalanmayı azaltır hem de uluslararası piyasalardan borçlanarak gelirlerinde meydana gelecek bir azalmayı dengelemeleri sağlar. Bununla beraber büyük sermaye akımları toplam talepte aşırı bir genişlemeye yol açabilir. Sonuçta finansal sektörde

⁵² Uzunoğlu, a.g.e., s.65.

⁵³ Vedat Akman, *Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz 'Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri*, (İstanbul: Rota Yayınları, 1998), s.70.

olumsuz bir etkiye neden olabilir. İç talepteki genişleme, -makro ekonomik ısınma-, muhtemelen enflasyonist baskıya neden olacak, reel döviz kuru değerlenecek ve dış ödemeler bilançosu açık verecektir. Standart açık ekonomi modelinde, dünya faiz oranlarındaki gerileme, sermaye ithal eden ülkelerde gelir ve ikame etkisine neden olacak, yatırım ve tüketim dönemselsel olarak artarken tasarruf miktarı azalacak ve ödemeler dengesi bozulacaktır.”⁵⁴

Kısa vadeli sermaye yatırımları kontrolsüz biçimde bir ülke ekonomisine geldiği takdirde tüketimi arttırmasının yanında üretime de oldukça zarar verebilmektedir. Bir ülkenin başarılı ekonomik performansı ve işletmeleri için gelen, yüksek kar oranlarını paylaşabilen kısa vadeli yatırım, durum tersine döndüğünde hızla ülkeyi terk ederek reel sektörün küçülmesine, iflaslara neden olmaktadır.

“Dünya ekonomilerinde Güney Kore modeli olarak bilinen kalkınma modeli ile bu ülke, %7'nin altına düşmeyen büyüme hızına ulaşmıştır. Kore başarısının ardında özellikle planlamacı sayılabilecek kalkınma stratejisine ve ekonomi yönetimine müdahale unsuruna dayanmaktadır. Devlet, ulusal bankalar ve özel sanayi arasında sıkı işbirliği oluşturulmuştur. Ancak 1994 yılında Kore ekonomisinde ortaya çıkan krizin nedeni birçok sebeplere bağlı olarak açıklanırken, UNCTAD uzmanlarından iki Amerikalı iktisatçının (Wade ve Venerosa) görüşleri ilgi çekicidir:

Kore'de, şirketlerle bankalar arasında (neredeyse ortaklığı andıran) uzun dönemli bağlantılar ve kader birliği geçici ödemeler güçlüklerinin finansal krizlere dönüşmesini önleyebiliyordu. Ne var ki, Güney Kore hükümeti, üç yıl önce sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri gevşetmeyi kabul etmiş ve bu süreci özel şirketlerin kısa dönemli borçlanmalarına izin vererek başlatmıştır. Bununla birlikte döviz ucuz tutarak kısa vadeli borçlanmayı teşvik etmiştir. Bugün Kore'den 70 milyar dolar civarında kısa vadeli alacaklı olan bankalar, dünya piyasalarında saygın yeri ve rekabet gücü olan Kore şirketlerini ayakta tutma gibi sorumluluğu hissetmiyorlar. Kore'de, 1994 sonrasındaki genişleme sürecinde finansman yükünü eskiden olduğu gibi ulusal bankalarla yürütseydi, bugünkü kriz hiç doğmayabilirdi. Sorun yetersiz liberalleşmeden değil, aşırı liberalleşmeden kaynaklanıyor.”⁵⁵

“Finansal liberalleşmenin ileri safhalarında sermaye hareketlerinin yapısı değişmektedir. Başlangıçta doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha fazlayken, daha

⁵⁴ Lopez-Mejia, a.g.e., s.102.

⁵⁵ Korkut Boratav, *Yeni Dünya Düzeni Nereye*, (Ankara: İmge Yayıncılık, 2000), s.115.

sonraları kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı hızla artmaktadır. Kore ekonomisinde meydana gelen krizin en önemli nedenlerinden biri de, sanayi sektörünün kısa vadeli sermaye'ye ve yüksek borç/kaldıraç oranı ile çalışmaya aşırı bağımlı hale gelmesidir. Piyasalarda meydana gelecek bir değişiklik kısa vadeli sermayenin hızla ülkeyi terk etmesiyle krize yol açacaktır.”⁵⁶

Özellikle GOÜ'lerde uygulanan popülist politikalar ve gevşek maliye politikaları nedeniyle meydana gelen kamu açıkları, bu ülkelerdeki tasarruf oranlarını azaltmaktadır. Elde ettiği gelirden fazlasını harcayan kamu yönetimi, bu açıklarını yurt içi borçlanmayla sürdürdüğü durumda iç piyasada faizleri yükseltmekte, yatırımları ise dışlamaktadır. İç piyasada faizlerinin yükselmesini önlemek için bu açıkları kısa vadeli sermaye akımı ile finanse etmeye çalıştığında, sermaye akımının yaratabileceği tasarruf artışını engellemektedir.

Kamu açıklarının finansman biçiminin mali piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak, merkez bankası kaynaklarından menkul kıymetler yoluyla borçlanmaya kayması, menkul kıymetler piyasalarında kamunun ağırlıkta olduğu bir yapıyı ortaya çıkarmıştır. Bu gelişme, büyüyen finansal piyasalardan reel kesime kaynak aktarımını önemli ölçüde sınırladığı gibi faiz oranlarının ciddi biçimde yükselmesini de beraberinde getirmektedir.⁵⁷

Düşen tasarruf oranları ile birlikte yükselen faiz oranları iç piyasada özel sektör yatırımlarını engellemekte ve uzun dönemde ekonomide durgunluk meydana gelmektedir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin tüketimi teşvik etmesi, kamu kesimi açıkları nedeniyle artan faiz oranlarıyla birlikte yatırımları caydırıcı etki yapmasına karşın, ekonomi büyüme hızının artmasına da neden olabilmektedir.

Finansal liberalleşmeyle birlikte Türkiye'ye gelen uluslararası sermayenin Türkiye Ekonomisi'ne etkisi yurtiçi tasarrufların azalması biçiminde kendini göstermiştir. Ancak bu durum büyümeyi etkilememiş aksine yurtiçi tasarruflarla iç tüketime dayalı bir büyüme

⁵⁶ J. T. Balino- Angel Ubide, “Comprehensive Program, Structural Measures Have Helped Spur Recovery From Crisis”, *IMF Survey*, Volume 28, Number 10, (May 24, 1998), s.168.

⁵⁷ Soydemir, a.g.e., s.5.

gerçekleştirmiştir. Artan kamu kesimi açıkları ve bu nedenle artan faizler yatırım kararlarını caydırıcı etki yapmış, tüketimi teşvik eder hale gelmiştir. 24 yıllık bir dönemi kapsayan ekonometrik bir çalışmada yabancı sermaye girişlerindeki bir birimlik artışın Türkiye’de tasarruf oranını 0,42 azalttığı sonucuna varılmıştır.⁵⁸

1.2. Ödemeler Dengesine Etkisi

Bir ülke ekonomisinde finansal serbestleşme ile birlikte meydana gelen sermaye hareketlerinin ödemeler bilançosuna etkisi, uygulanan döviz kuru politikasıyla yakından ilgilidir. Başlangıçta yurtiçine gelen yabancı sermaye ödemeler dengesinin sağlanmasına olumlu etki edecektir.

“Sabit kur sisteminin uygulandığı ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun olduğu ülkelerde makro ekonomik dengenin sağlanması önem kazanacaktır. Eğer ülke düşük enflasyon oranı ve yüksek büyüme hızına sahipse kısa vadeli sermaye açısından yurtiçinde yatırım yapması cazip hale gelecektir. Ancak makro ekonomik yapıda meydana gelecek dengesizlik, bu sermayenin hızla ülkeyi terk etmesiyle ödemeler dengesinin bozulmasına ve sabit kur uygulaması nedeniyle finansal krizlere yol açabilmektedir. Örneğin; para birimlerini Amerikan Doları’na bağlamış birçok Asya ülkesinin (Tayland, Filipinler, Endonezya, Malezya, Tayvan, Hong Kong), ABD Doları’nın Yen karşısında değer kazanmasıyla birlikte en önemli ticari ortakları Japonya karşısında rekabet gücünü kaybetmelerine ve cari açıklar vermelerine neden olmuştur. Aynı zamanda Asya pazarındaki büyümenin yavaşlaması 1996 yılında Asya ülkelerinin ihracatında dalgalanmaya neden olmuştur. Bu gelişmeler paralelinde, karlılığın da düşmesiyle birlikte yabancı sermaye girişi de olumsuz etkilenmiştir. Tayland, Malezya, Endonezya ve Filipinler’de faiz oranlarının yüksekliği ve sabit kur uygulamaları dış borçlanmayı da cazip hale getirmiştir.”⁵⁹

⁵⁸ Ahmet Ulusoy, Birol Karakurt, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Etkileri”, *Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi*, Cilt.38, Sayı.1, (Ocak 2001), s.60-61.

⁵⁹ Akman, *Modern Dünyadaki En Büyük Kriz.....*, s.28-29.

Esnek döviz kuru sisteminin uygulanması durumunda, gelen yabancı sermaye, döviz arzını arttıracığı için ülke parasının reel olarak yabancı paralar karşısında değer kazanmasına neden olacaktır. Reel olarak değer kazanan ülke parası ihracatın azalıp, ithalatın cazip hale gelmesine neden olacak ve cari işlemler açığı hızla artacaktır. Burada önemli olan cari işlemler açığının sürdürülüp sürdürülemeyeceğidir. Şayet gelen sermaye, yatırım malları ithalatını finanse ediyorsa, kısa dönemde cari işlemlerde açık meydana getirecektir. Ancak uzun dönemde arzı arttıracığından cari işlemler dengesinin durumu tekrarlanabilecektir. Sermaye hareketleri tüketim mallarının ithalatını finanse ediyorsa, uzun dönemde cari işlemler açığı sürdürülemez boyutlara ulaşacaktır.

Sabit döviz kuru sisteminin uygulanması durumunda ise; enflasyonun düşmesinde başarı sağlanabilecektir ancak ödemeler dengesinin sürdürülemez boyutlara gelmesi, ülke parası üzerinde spekülasyon faaliyetleri arttıracaktır. Spekülatörler, cari açıkların sürdürülemez boyutlara gelmesiyle oluşan devalüasyon beklentisi nedeniyle, yerli parayı satarak yabancı para satınalabilmekte dolayısıyla ülke ekonomisini devalüasyona zorlayarak, beklenenin üstünde kazançlar elde edilebilmektedir.

“Güneydoğu Asya Ülkeleri kendi para birimlerini ABD Doları’na bağlayan gayri resmi kur üzerinde anlaşmaları ve ABD Doları’nın, Japon Yen’i karşısında değer kazanması, Güneydoğu Asya ülkelerinde ticaret dengesini bozmuştur. Başlangıçta ticaret dengesi sermaye girişleri ile kapatılmaya çalışılmıştır. Ancak ticaret dengeleri ile öz varlıkları arasındaki uyumsuzluğun sürdürülemeyeceğini anlayan spekülatörler, 1997’de Tayland parası ile Malezya parasını altı aydan bir yıla kadar vadelerle açıktan satmışlardır.”⁶⁰

“Ülkelerarası karşılaştırmalar için kullanılan temel göstergelerden biri olan cari işlemler açığı/GSMH oranının birden bire artışı, özellikle yurtiçi tüketimden kaynaklanıyorsa, ülkelerin risk primi artmakta ve gelecekteki sermaye girişleri için ülkenin

⁶⁰ George Soros, *Küresel Kapitalizm Krizinde*, (İstanbul: Sabah Kitapları, 1999), s.120.

şansını azaltmaktadır. Bu bağlamda tüketimi pompalayan, spekülâtif nitelikli cari açıklar istikrarsızlık nedeni olmaktadır.”⁶¹

1.3. Kamu Kesimine Etkisi

GOÜ’lerdeki tasarruf kısıtları, yatırımları engellemiş; düşük tasarruflarla yapılan özel sektör yatırımları ise çeşitli teşviklerle karlı hale getirebilmiştir. Bu teşviklerden en önemlisi, bu ülkelerde devletin altyapı yatırımlarını üstlenmesidir. Ancak bu tip yatırımlar bütçenin açık vermesine neden olmaktadır. Bunun yanında GOÜ’lerde popülist politikalarda kamu bütçesinin açık vermesine neden olmaktadır.

“Kamu açıklarını kapatmak için iç piyasadan borçlanma yolunun seçilmesi, reel faizlerin yükselmesine, menkul kıymetlerin değerinin artmasına neden olmaktadır. Böyle bir durumda ülke finansal liberalizasyona giderek, sermaye hareketlerini serbest bıraktığında, kısa vadeli sermaye ile kamu açıkları kapatılmaktadır. Yurt içinde oluşan yüksek faiz oranlarını değerlendirmek için bankalar, kısa vadeli sermayenin kamu açıklarını finanse etmesine aracılık etmekte ve asli görevi olan reel sektörü finanse etme görevini yerine getirememektedir. Bankalar yurt dışından alacakları sendikasyon kredisi ve diğer borçlarını yurt içinde devlete aktaracaklardır.

Bankaların reel sektörü finanse etme görevini yapmamaları sonucunda reel sektör zarar görürken, sağlıklı olmayan bir bankacılık sektörü yaratacaktır. Çünkü devletin iç borçlanma politikasına aracı olan bankaların elde ettiği yüksek getiriler bu sektörü şişkin hale getirecektir. Böylelikle öz kaynağı olmayan, likiditesi sağlıklı olmayan, açık pozisyonu çok fazla olan bankacılık sistemi oluşacaktır.”⁶² Bu da potansiyel risk-unsuru taşıyacaktır.

⁶¹ Kaya, a.g.e., s.43.

⁶² Kemal Kurdaş, Adnan Nas ve Öztin Akgüç, “İstikrar Programındaki Kur-Faiz Modelinin Çöküşü ve Çözüm Önerileri”, *Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi*, Cilt.38, Sayı.1, (Mart 2001), s.16.

“Kamu kesimi borçlanma gereksiniminin parasal uyumlaştırılmasından kaynaklanan fiyat istikrarsızlığı bankaların faaliyetlerini daha doğrudan ve derinden etkileyebilmektedir ve bankaları zamanla zayıflatmaktadır. Öte yandan, sürekli yüksek enflasyon, yatırımcıların hazine borçlanması yüksek primleri talep etmesine neden olmaktadır. Aşırı yüksek reel faiz oranlarından dolayı kredi kullanımı özel sektör için oldukça pahalı hale gelmekte ve bankalar da bu yüzden kredi plasmanı yerine yüksek getirili devlet kağıtlarına yönelmektedir. Yüksek faiz oranları ayrıca arbitraj fırsatları yaratır; bankalar yabancı döviz satın alarak, bunları yerel para birimi cinsinden aktiflere yatırır, fakat bu durumda da oldukça yüksek bir döviz riski ortaya çıkar. Bu durum tam olarak Türk Bankaları'nın 1994'ün başında karşılaştıkları açık pozisyon riskini göstermektedir.”⁶³

Yurtdışında yüksek faiz oranları ile borçlanmak, spekülatif yatırımları çekmek ve bunu kamu açıklarını kapatmada kullanmak ülkenin kredi riskini de arttıracaktır. Bu durum devletin ciddi bankalarının ve firmalarının da kredi riskini arttırmıştır.

Özel tasarruflarla kapatılamayan kamu açıklarının dış açık haline dönüşmesi, bununla birlikte ortaya çıkacak dış açığına düşük döviz kurları ile daha da fazla artması yönündeki gelişmenin çok uzun süre devam ettirebilmesi dış borçların sınırsız olmasına bağlıdır.⁶⁴ Dış kaynaklardan sınırsız olarak borçlanmak güven unsurunu yok edecektir.

1.4. Parasal Büyüklükler ve Uluslararası Rezervler

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte yapısal reformların yapılması ve sıkı maliye politikası izlemenin yanında sıkı para politikası uygulaması da gereklidir. Ekonomide meydana gelen sermaye hareketleri parasal büyüklükleri doğrudan etkiler ve buna uygun para politikası uygulamasını gerektirir. Ancak finansal liberalleşme ile birlikte para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.

⁶³ Standart and Poors, “Finansal Sistemin Kırılganlığının Temel Sebepleri”, *Activebanka*, Cilt.3, Sayı.18, (Mayıs-Haziran 2001), s.63.

⁶⁴ Ercan Uygur, “Tedrici İstikrar Paketi Açılmalı”, *Ekonomik Forum Dergisi*, TOBB, Cilt.2, Sayı.3, (Mart 1994), s.13.

Bir ekonomide sıkı para politikası uygulanıyorsa, ülkedeki para talebinin artması sermaye girişlerini arttıracaktır. Para arzı sabit olduğundan, para talebindeki artış, faiz oranlarını yükselteceğinden yurt içine doğru sermaye girişi hızlanacaktır. Merkez Bankası gelen döviz karşılığında parasal taban yaratacaktır.⁶⁵ Dolayısıyla artan para talebi yabancı sermaye akımı tarafından karşılanacağı için faiz oranı düşerek enflasyonist baskı ortaya çıkmayacaktır.

“Ancak ülkelerde sıkı para politikası uygulaması yapılmakta olsa bile, herhangi bir nedenden dolayı kaynaklanan finansal krize karşı uyguladıkları finansal reform programları parasal genişlemeye yol açabilmektedir. 1997’de Kore’de meydana gelen finansal krizde, hükümet bankalarının borçlarını ödeyebilmeleri için bono vermiş veya nakit ödeme yapmıştır. Sonuçta kamunun sağladığı bu destek para arzını arttırmıştır.”⁶⁶

1.4.1. Parasal Genişlemenin Kontrolü ve ‘Sterilizasyon’ Uygulaması

GOÜ’lerde döviz kurunun istikrarını sağlamak ve para ikamesi olgusunu yavaşlatmak için reel faiz oranlarını yükseltme politikası izlenir. Ülke içinde reel faizlerin yükselmesi, finansal liberalizasyonu sağlamış ülkelerde, arbitraj imkanı arayan kısa vadeli sermaye akımını yurt içine çekecektir. Ve yüksek reel faiz oranları ile birlikte ülkenin makro ekonomik göstergelerinde olumlu gelişmeler varsa spekülatif amaçlı yatırımcılar ülkedeki hisse senetlerine yatırım yaparak finansal varlıkların değerlendirilmesine neden olacaktır.

Bir ülkenin borsasında yatırım yapabilmek için o ülkenin yerli parasını kullanmak gereklidir. Yurt dışından gelen yabancı sermayenin dövizleri karşılığında Merkez Bankası para arzını arttıracaktır. Hızlı döviz girişi ise parasal genişleme yaratacaktır.⁶⁷ Böyle bir

⁶⁵ İlker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar, Teori ve Politika*, (Beşinci Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi, 1994), s.283.

⁶⁶ Balino-Ubide, a.g.e., s.167.

⁶⁷ Kaya, a.g.e., s.49-50

durumda Merkez Bankası ekonomik istikrarın korunması amacıyla para piyasasına müdahale edecektir.

“Merkez Bankası'nın sermaye akımı sonucunda ortaya çıkan parasal genişlemeyi kontrol altına almaya çalışmasına ‘sterilizasyon politikası’ denir.

Bu müdahale yönteminde Merkez Bankaları'nın piyasaya yaptığı müdahalelerin para arzı üzerinde etkisi yoktur. Örneğin, Merkez Bankası bir yandan yabancı para satın alıp, piyasaya yerli para sürerken (rezerv artışı), diğer yandan açık piyasa işlemlerinde kağıt satarak para arzındaki bu artışı emer. Bir diğer uygulama ise para çarpanını azaltarak kısıtlamalar (zorunlu karşılık oranlarını arttırmak, ticari banka kredilerine sınırlama getirmek vb.) yoluyla para arzındaki genişlemenin önlenmesidir. Sterilizasyon politikası özel sektörün dışarıdan borçlanmasını durdurmaz ancak eğer başarılı olursa parasal hareketlerde meydana gelen dalgalanmayı azaltır. Başarılı sterilizasyon uygulamasında nominal ve reel faiz oranları artar, toplam talep azalır, reel kurdaki değerlenmeyi yavaşlatır. Sterilizasyon müdahalesinin temel zorluğu, iç borç faiz oranları ile uluslararası faiz oranları arasındaki farkın açılması ve bunun sermaye girişinin artmasına neden olmasıdır.”⁶⁸

1.4.2. Uluslararası Rezervler

Sermaye akımlarının meydana geldiği ülkelerde uluslararası rezervlerde artış meydana gelmektedir. Bu ülkelerde hem resmi rezervler hem de rezervlerin ithalatı karşılama oranı artmaktadır. Cari işlemler dengesi açıklarının geniş olduğu ülkelerde (Meksika, Tayland ve İspanya) rezervlerdeki artış iki aylık ithalatı karşılama seviyesinin üstüne çıkamamaktadır. Bununla beraber Şili, Kolombiya gibi ülkelerde ise artış dört ile yedi aylık ithalatı karşılayacak orana ulaşmaktadır.⁶⁹

⁶⁸ Kaya, a.g.e., s.50.

⁶⁹ Uzunoğlu, a.g.e., s.70.

Aşağıdaki Tablo'da GOÜ'lerdeki 2001 itibariyle yabancı rezerv miktarları görülmektedir.

Tablo 7.GOÜ'lerdeki Ödemeler Bilançosu Dengesi ve Yabancı Rezerv Miktarları (milyar dolar)

ÜLKELER	TİCARET DENGESİ	CARİ İŞLEMLER	YABANCI REZERVLER
ÇİN	+ 2,1	+20,5	178,0
HONG KONG	- 11,9	+8,8	114,7
HİNDİSTAN	- 5,7	-5,4	40,1
ENDONEZYA	+26,1	+5,5	40,1
MALEZYA	+15,6	+8,4	26,8
SİNGAPÜR	+ 4,9	+21,8	77,6
TAYLAND	+ 3,1	+6,9	31,4
GÜNEY KORE	+14,9	+14,0	93,4
ARJANTİN	+ 1,6	-9,4	20,5
BREZİLYA	- 1,6	-27,3	34,3
MEKSİKA	- 9,7	-17,8	40,3
İSRAİL	- 7,5	-0,7	22,2
POLONYA	- 10,0	-8,8	26,9
RUSYA	+60,5	+45,9	25,9

Kaynak: The Economist, "Emerging Market Indicators", June 2001, s: 114

1990'larda, Latin Amerika'ya sermaye akımlarının geri dönmesiyle birlikte, Latin Amerika ülkelerinin uluslararası rezervleri hızla büyümüştür.⁷⁰

Cari açığın kısa dönemli sermaye hareketleri ile pozitif yönlü ilişkide olduğu gözlenmiştir. Aynı durum portföy hareketleri ve cari işlemler dengesi arasında da geçerlidir.⁷¹

"Kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığı çok yüksek olduğundan burada önemli olan, ülkeye yönelik kısa vadeli sermaye hareketinin ne kadarını uluslararası rezervlerin karşılayacağıdır. Spekülatif para hareketlerinin ani çıkışı, yeterli uluslararası rezervleri bulunmayan ülkelerde, finansal kriz çıkma olasılığını yükseltmektedir. Bu durum Merkez Bankaları'nın uluslararası rezerv biriktirmelerine neden olacaktır. Ancak Merkez Bankası'nın rezerv tutma girişiminin ise sakıncaları vardır.

⁷⁰ Regerio Studart, "Dollarization: An Intellectual Fad Or A Deep Insight", *Journal Of Post Keynesian Economics*, Vol. 23, No 4, (Summer 2001), s.643.

⁷¹ Ulusoy, a.g.e., s.48.

Merkez Bankası rezerv edinme maliyeti, Merkez Bankası'nın rezervlerden sağlayabileceği getiriye aşmaktadır. Bu rezervlerin ulusal ekonomiye maliyeti (en azından) dış dünyadaki kredi faizlerine eşittir. Getiriyse bunun çok altındadır ve kabaca dış dünyadaki mevduat faizlerine eşittir.”⁷²

1.5. Faiz Oranları ve Finansal Aktiflerin Fiyatlarına Etkisi

GOÜ'lere gelen sermaye para arzını genişletmekte, ekonomide enflasyonist baskı oluşmasına neden olmaktadır. Merkez Bankası'nın sterilizasyon politikası uygulaması ise reel faiz oranlarını yükseltmektedir. Yüksek getiri sağlayan yüksek reel faiz oranları daha çok sermayenin ülke içine girmesine neden olmaktadır. Yüksek reel faiz oranları piyasada dolaşan para miktarını azaltmakta ve sonuçta ekonomi durgunluğa girmektedir. Merkez Bankası'nca reel faiz oranlarının düşürülmesi ise kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkışını hızlandırmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketi ülkedeki makro ekonomik yapının iyileşmesinden ve büyüme hızının artması nedeniyle yurt içine geliyorsa, faiz oranları düşse bile yurtiçindeki finansal aktiflere yatırım yapacaklardır. Ancak GOÜ'lerde sermaye piyasalarının tam anlamıyla gelişmiş olmadığından çeşitli spekülasyon atakları finansal aktiflerin aşırı değerlendirilmesine neden olabilecektir. Özellikle enflasyonu düşürmeye çalışan GOÜ'lerde uygulanan ekonomik istikrar programının uygulanmaya başladığı ilk dönemlerde özellikle faiz oranlarında meydana getirdiği düşüşler ve piyasalarda oluşan iyimserlik havası, bu ülkelerde finansal aktiflere olan yatırımları arttırmaktadır.

Örneğin, 1999 yılında Türkiye'de uygulanan ekonomik istikrar programında, ekonomiyi yönetenler tüm negatif olasılıkları dışlayarak programı piyasaya anlatmışlar ve

⁷² Boratav, a.g.e., s.197.

beklentileri şişirmişlerdir. Güçlü piyasa aktörlerinin de bu iyimserliğe katılmasıyla, borsada düşük fiyatlardan aktif toplayarak aldıkları pozisyonla piyasadaki fiyatları arttırılmıştır.⁷³

“Spekülatif sermaye hareketleri, özellikle faiz farkının yarattığı kısa dönem karlılığı değerlendirmeye yönelik olduğu için, menkul varlıkların değerleri üzerinde yapay dalgalanmalar ve suni fiyat artışları (financial bubbles) yaratmaktadır. Hisse senedi fiyatlarının teorik olarak firmaların üretkenlik, karlılık gibi çeşitli performans kriterleriyle uyumlu olarak hareket etmesi beklenir. Bu bağlamda iyi işleyen bir sermaye piyasası ekonomik gelişme sürecinde tasarrufları ve kaynak dağılımında etkinliği arttırarak, fiyatlama sürecinde kaynakların daha iyi bir kullanımının sağlanmasına yardımcı olur.”⁷⁴

Ancak GOÜ’lerde finansal piyasalardaki derinlikte önem taşımaktadır. Derin finansal piyasaları oluşturamamış GOÜ’lerde, borsaya gelen yabancı sermaye en maliyetli ve en riskli türden dış kaynaktır. Finansal piyasalardaki fiyatların gerçeği yansıtmaması ve belirsizliğin olması, finansal piyasaları manipülasyona açık hale getirmektedir.

Gerçekleri yansıtmayan “beklentilerin oluşturulması, (borsaya gelen yabancı sermaye giderek borsaları şişirmekte ‘spekülatif köpük’ oluşmasına neden olmaktadır) ekonomik kriz ortaya çıktığında hızla piyasadan çıkarak tahribata neden olmaktadır. Genel olarak kalkınmakta olan borsalarda yabancı sermaye, büyük kazançlar (%32 dolaylarında) elde etmek için girmektedir. Bu denli yüksek kazançlar sürdürülebilir kazançlar değildir. Bu nedenle eninde sonunda bu borsalarda köpük patlaması yaşanmaktadır.”⁷⁵

⁷³ Taner Berksoy, “Düşük Faiz, Düşük Kur, Şişkin Borsa”, *Ekonomik Forum Dergisi*, Cilt 7, Sayı. 2, (Şubat 2000), s.21.

⁷⁴ Kaya, a.g.e., s.40.

⁷⁵ Özer Ertuna, “Ekonomik İstikrar Programı ve Borçlanma Stratejisi”, *Banka ve Mali Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi*, Cilt.38, Sayı.2, (Şubat 2001), s.28.

1.6. Enflasyon Üzerindeki Etkisi

Enflasyon, bir ekonomideki fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak artmasıdır ve ekonomide uygulanan toplam talep ve toplam arz politikalarının bir sonucudur. Şayet bir ülkede sıkı para ve maliye politikaları uygulanmıyorsa sonuçta enflasyon meydana gelebilmektedir. Özellikle sermaye akımının meydana getireceği parasal genişleme, bunun yanında devletin vergi gelirleri ile oluşan harcama kısıtını, kısa vadeli yabancı kaynaklardan borçlanarak genişletmesi, uzun dönemde enflasyonist baskı meydana getirecektir.

“Bir ülkeye gelen kısa vadeli yabancı sermaye eninde sonunda ithalatı destekler. Ülke ürettiğinden daha fazlasını tüketir. Ekonomide meydana gelecek makro ekonomik dengesizlik sonucunda, bu yatırımı yapan uluslararası özel yatırım kuruluşlarının rasyonel ve irrasyonel davranışları mali krizlere yol açacaktır. Sonuçta kriz nedeniyle enflasyon artacaktır. Asya, Rusya, Latin Amerika krizleri de bu şekilde ortaya çıkmıştır.”⁷⁶

Yüksek enflasyon oranına sahip olan ülkelerin, uygulayacağı istikrar programları ile enflasyonu düşürme çabaları, uluslararası sermaye hareketi ile engellenebilmektedir. Uygulanan istikrar programının ekonomide meydana getireceği iyimser görüşler kısa vadeli sermayenin ülke içine hızla girmesine neden olacaktır. Bu akımın yaratacağı parasal genişleme sterilize edilmezse ve parasal genişleme sonucu artan gelirler tüketime yönelirse, iç piyasada fiyatlara artış yönünde baskı yapacaktır.⁷⁷ Böyle bir durumda hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak, genişleyen iç talep nedeniyle zorlaşacaktır.

Kısa vadeli sermaye girişi, bir yandan ekonomiyi canlandırıyor ancak öte yandan da temel dengeleri bozuyor. Enflasyon baskısı yaratıyor. Bu sürecin kontrolü daralmacı bir iktisat politikasına tekabül ediyor. Faiz oranlarını yükseltiyor, harcamaları azaltılıyor, ekonominin hızı ve fiyat üzerindeki basıncın düşmesi bekleniyor. Ancak faiz oranları

⁷⁶ Ersin Tunca, “Döviz Çıpa Atmak Doğru mu? Sıcak Para Nasıl Tutulacak?”, *Ekonomik Forum Dergisi*, Cilt.8, Sayı.1, (Ocak 2001), s.16-17.

⁷⁷ Artan gelirler ithalata yönlendirilerek iç piyasadaki fiyat artış baskısı azaltılabilir. Ancak böyle bir durumda cari işlemler dengesi açık verecektir ve kontrol edilemez boyutlara ulaştığında finansal krizlere yol açabilecektir.

yükseldikçe yabancı sermaye akışı hızlanıyor. Ekonomi yavaşlatılmaya çalışılırken, daraltıcı bir politika uygulandıkça küresel sermaye tam tersi bir sonuç doğuruyor, yabancı sermaye ile büyüme hızlanıyor.⁷⁸

Türkiye, Arjantin gibi ülkeler enflasyon oranını düşürmek için çeşitli istikrar programları uygulamışlardır. Ancak sonuçta hedeflenen enflasyon oranına ulaşamamışlardır. Çünkü istikrar programı ile birlikte yavaş yavaş düzelmeye başlayan ekonomik dengeler ekonomide iyimser görüşlerin artmasına neden olmakta, yabancı sermayenin girişi hızlanmaktadır. Ancak gelen sermaye daha çok kısa vadeli sermaye şeklinde geldiğinden ülke içinde yatırımlar finanse edilememektedir ve tüketimi arttırmaktadır. Böylelikle ekonomi belirli bir dönem sonra tekrar krize girmektedir. Bunun yanında uygulanan istikrar programı ile birlikte uluslararası sermaye yatırımlarını kullanarak enflasyon oranını düşüren ülkelerde bulunmaktadır. Örneğin, “Şili ekonomide uygulanan istikrar programı ile kamu harcamaları daraltılmakta ve ekonomide istikrar sağlanmaktadır.

Şili Ekonomisi’nde getirinin yüksek olduğunu düşünen yabancı sermaye girişini arttırmıştır. 1990 ortalarında, programın uygulanmasının başlarında 4-4,5 milyar dolar, 1991 yılında 9,5-10 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Şili uygulayacağı programın başarılı olacağı izlenimini yarattıktan sonra o programla ekonomide daralma beklenirken, tam tersine daralma olmamıştır. Çünkü özellikle yabancı sermaye yatırımı, kamu kesiminden gelen daralma etkisini gidererek olumlu bir hava yaratmıştır. Şili Ekonomisi 1991-1999 arasında 9 yılda ortalama %8 büyümüştür.”⁷⁹

Bazı durumlarda, ülke ekonomileri gevşek maliye politikaları nedeniyle bütçe açığı verilebilir. Bütçe açığı iç borçlarla kapatılmaya çalışıldığında, yurt içinde reel faizler yükselecek ve ekonomi durgunluğa girecektir. Böyle bir durumda ülke yöneticileri yurtiçi reel faizlerin yükselmesini engellemek için, yurtdışındaki kısa vadeli yabancı kaynakları

⁷⁸ Mustafa Sönmez, “Kriz Hangi Ülkede, Nerede Yakalandı”, *Ekonomik Forum Dergisi*, Cilt.8, Sayı 3, (Ocak 1999), s.16.

⁷⁹ Ercan Uygur, *Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye-Türkiye’nin Yürürlüğe Koyduğu İstikrar Programlarının Başarısında Yabancı Sermayenin Girişi Yeri ve Önemi*, (Ankara:TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, Eğitim Müdürlüğü, Şubat 2001), s.8.

yurtiçine çekerek bütçe açığını finanse etme yoluna gidebilmektedirler. Yurtiçine gelen yabancı sermaye bütçe açığını finanse edecektir ve harcanmadan devletin kasasında bulunduğu takdirde herhangi bir etkisi olamayacaktır. Ancak yabancı fonlar ülke içinde tüketime yöneldiğinde enflasyonu arttırıcı etkisi olacaktır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte faiz oranlarının artması yanında yerli paranın yurtiçine giren kısa vadeli yabancı sermaye nedeniyle sürekli değer kazanması, reel ekonominin gelişmesini engellemektedir. Böyle bir durumda ülke içinde enflasyonun kontrol altına alınması zorlaşmaktadır.

1.7. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi

Bir ülkede uygulanan döviz kuru politikasının çeşitli amaçları vardır. Ancak en önemli amacı, dünya piyasasında rekabet gücünü korumak ve cari işlemler dengesini sağlayabilecek ticaret haddini oluşturmaktır.

Eğer sabit döviz kuru sistemini bir ülke uyguluyorsa, ekonomide meydana gelen gelişmeler önem kazanmaktadır. Şayet bu ülkede sermaye mobilitesi çok yüksek ise devalüasyon bekleyişinin artması yüksek olacaktır ve sermaye çıkışlarına neden olacaktır. Bu sırada döviz kurunun muhafazası Merkez Bankası'nın rezervlerinin tükenmesine ve ödemeler dengesi krizine neden olacaktır. Eğer devalüasyon yapılırsa fonlar geri gelecektir. Piyasadaki operatörler uçuzken döviz satın alıp pahalılaştığı zaman satarak (MB'nin zararına) kar edecektir. Eğer önemli bir devalüasyon bekleniyorsa, yurtiçi faiz oranlarındaki hiçbir artış böyle bir hareketi engellemeyecektir.⁸⁰

"Nitekim bu konuda Şubat 2001'de Türkiye'de ortaya çıkan ekonomik kriz ile, 1997-1998 yılında ortaya çıkan Asya krizi en iyi örnek olarak verilebilir. Türkiye'de 1999 yılında uygulanmaya başlayan kura dayalı istikrar programında cari işlemler açığı, döviz kurunun enflasyon hedeflemesine uygun olarak değer kaybına izin verilmesi nedeniyle hızla artmış ve Şubat 2001'de kısa vadeli yabancı sermaye hızla ülkeyi terketmiştir. Repo

⁸⁰ Parasız, a.g.e., s.79.

faizlerinin 19 Şubat günü %7500'e kadar artması, İnterbank faizlerinin %6200'e ve hazine bonosunun 1 aylık faizlerinin %155,99'a kadar yükselmesine karşın aynı gün 7,6 milyar dolar döviz çıkışı yaşanmıştır".⁸¹ "Bir başka örnekte Asya Krizi'nin ortaya çıkmasıdır. Güneydoğu Asya ülkelerinin, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve onlardan daha az krize giren Hong Kong, Çin ve Tayvan'ın paralarını ABD Doları'na sabitlemişlerdir. Sonuçta yaptıkları komşu dilenci devalüasyonu ile krize yol açmıştır."⁸²

"Esnek döviz kuru sisteminin uygulanmasında ise gelen yabancı sermaye yerli paranın değerlenmesine neden olacaktır. Özellikle enflasyonist süreç yaşayan ülkelerde yerli paranın değerlenmesi veya enflasyon oranının altında değer kaybetmesi uluslararası ticarete, ülkenin dış rekabet gücünü kaybettirecektir. Çünkü uluslararası ticarete rekabet edebilmenin iki yolu vardır. Birincisi sürekli olarak verimliliği arttırmaktır. İkincisi ise ekonomide verimlilik artışı sağlanamıyorsa döviz kurunda devalüasyona giderek değer kaybetmesini sağlamaktır. Ancak esnek döviz kuru sisteminde piyasaya müdahale edilmediğinden, kısa vadeli sermaye akımı nedeniyle reel olarak değer kazanan yerli para verimlilik artışı ile telafi edilmediğinde ülke uluslararası rekabet gücünü kaybedecektir."⁸³

Uygulanan kur sistemi esnek veya sabit kur sistemi olsa bile ekonomilerde kriz meydana gelebilmektedir. Özellikle spekülörlerin davranış biçimleri sadece gelişmekte olan ülkelerde değil, gelişmiş ülkeleri de etkileyebilmektedir.

Örneğin, İsveç'te İsveç Kronu'na karşı Dolar başta olmak üzere diğer yabancı paralarla -Dolar ve Yen- kitleyecek düşüncesiyle bir saldırı başlamış ve İsveç Kronu'nu %25 düzeyinde devalüe ettirmiştir. İsveç'te de faiz oranlarının yükseltilmesi bu sonucu değiştirmemiştir.⁸⁴

Yüksek enflasyon oranlarını düşürme çabası içinde olan bazı ülkelerin uyguladığı kura dayalı istikrar programlarında, kur enflasyon oranının altında ve belirli bir zaman

⁸¹ Mustafa Sönmez, "Kara Çarşamba", *Ekonomik Forum Dergisi*, Cilt.8, Sayı.3, (Mart 2001), s.22-23.

⁸² Mc Kinnon, a.g.e., s.280.

⁸³ Parasız, a.g.e., s.79-80

⁸⁴ Uygur, a.g.e., s.4.

diliminde devalüe edilerek, bir anlamda sabit kur sistemi uygulanmakta ve para arzı ülke ekonomisine giren döviz giriş çıkışına bağlanmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye ülke içine girmeye başladığında, ülke içindeki para arzını arttırmakta ve gelir düzeyi artmaktadır.

Yine istikrar programı uygulanmaya başlandıktan sonra, başlangıçta reel ekonominin genişlemesi⁸⁵ cari işlemler açığının artması ile sonuçlanabilmektedir. Cari işlemler açığının artması reel kur üzerinde baskı yaratmakta ve ihracat sektörü küçülürken, ithalatta genişlemeye neden olmaktadır. İstikrar programının ilerleyen aşamalarında reel sektör istisnasız bir biçimde daralmakta,⁸⁶ cari işlemler açığı yerli paranın aşırı değerlenmesinden dolayı artmakta, yabancı sermayenin ülkeyi hızla terk etmesine yol açmaktadır. Böyle bir durumda döviz talebi artmakta, ancak kur sabitlendiğinden Merkez Bankası varlıklarından döviz talebini karşılaya bile, öz kaynakları yeterli olmayan bazı bankaların açık pozisyonlarını kapatamamaları nedeniyle finansal kriz çıkabilmektedir.

2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİ VE SONUÇLARI

GOÜ'ler için uluslararası finansal akımların serbestleştirilmesi hem önemli hem de spesifik bir karardır. Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin yavaşça ve kademeli olarak sona erdirilmesi ile uygulanan makro ekonomik uygulamalı ekonomiler arasında zamanlama oldukça önem taşımaktadır. Özellikle 1980'lerde bir çok GOÜ, makro ekonomik istikrarsızlık ortamında iç ve dış finansal serbestleştirme politikaları uygulamış; zamansızlık ve kontrolsüzlükten dolayı bir çok ülke ekonomisinde finansal bunalımlar ve krizler görülmüştür.

21. yüzyılda küreselleşen dünyamızda özellikle GOÜ'lerin liberalleşme hareketlerine başlarken kararlı ve istikrarlı olmalı; serbestleşme sürecinde finansal

⁸⁵ Koray Akay, M. Ege Yazgan, **Kura Dayalı İstikrar Programları: Teori ve Uygulama**, (Birinci Basım, İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi, Mayıs 2000), s.51.

⁸⁶ Akay-Yazgan, a.g.e., s.51.

reformların sıralanmasını ve zamanlamasını iyi tahmin etmeleri gerekmektedir. “Finansal serbestleşmenin başarılı olabilmesi için finansal reformların uygulanmasında zamanlama ve sıralama oldukça önem taşımaktadır. Buna göre ;

- a. Genel anlamda tasarrufları harekete geçirecek etkin bir finansal sektörün geliştirilmesi önemlidir. Ancak finansal reformlar öncesi mal ve emek pazarlamada tam serbestlik uygulanmalıdır. Aksi takdirde finansal pazarlamadaki fiyatlar aşırı yükselmektedir.
- b. Finansal reformlar tasarrufların özellikle yatırım kararlarının piyasa mekanizması içinde alınmasını sağlamaktadır. Ve yatırım kararlarını yönlendirmektedir. Bu nedenle yatırımlarla ilgili alt yapının önceden hazırlanması gerekmektedir.
- c. Etkin çalışmaya ve oligopolistik yapılardaki para ve kredi pazarlarının yer aldığı GOÜ’lerde finansal serbestleşme istikrarlı makro ekonomik çevre yaratılana kadar geciktirilmeli ve sermaye kontrolleri uygulanmalıdır. Aksi takdirde ani serbestleşmeler nominal ve reel faiz oranlarının aşırı ölçüde yükselmesine neden olmaktadır.
- d. Ayrıca yerel finansal serbestleşme sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden önce gelmelidir.
- e. Faiz oranları serbest bırakılmadan ve sermaye kontrolleri kaldırılmadan önce kamu maliyesi ile ilgili yapısal reformlar gerçekleştirilmelidir.
- f. Yeterli sermaye de banka denetimi ve gözetimi başarılı bir finansal serbestleşme için gereklidir. Finansal piyasalarda etkin bir denetim ve gözetim mekanizması kurulmalıdır.
- g. Finansal serbestleşme ile birlikte dış ticarete de serbestleşmeye gidilmelidir. Böylece dış ticari işlemler ve ödemeler dengesinde istikrarın bozulması engellenmelidir.⁸⁷

⁸⁷ Uzunoğlu, Aldun ve Gülel, a.g.e, s.44-45.

Bu bağlamda finansal kriz beklentileri uluslararası mali piyasalarda hem gelişmiş ülkelerde hem de sermaye akımlarının yönlendiği GOÜ'lerde farklı yöntem ve izlenimlerle oluşabilmektedir.

Finansal liberalizasyon uygulamaları esnasında gelişmiş ülkelerde özellikle ödemeler dengesindeki açıklar, döviz kurlarındaki dengesizlikler ve özellikle de kamu kesimi açıkları finansal bir kriz için etkili olan faktörlerdir. Kamu dengesi açıklarının finansmanı için gelişmiş ülkeler çoğu kez uluslararası piyasalardan fon talep eder. Böylece uluslararası mali piyasalar olumsuz etkilenebilir. Bu ülkeler finansal reformları uygulamaya çalışırken; Merkez Bankası kaynaklarına kamu finansmanı için başvurulması ekonomide enflasyonist bir etki yaratır.

GOÜ'lere yönelen uluslararası sermayenin bir kısmı büyüme ve yatırım finansmanı için kullanılırken bir kısmı ise kısa vadeli portföy yatırımları şeklinde görülmekte ve tüketimi canlandırıp tasarrufları azaltmaktadır. Ancak hızla geri çekilince makro ekonomik dengeler bozulmaktadır. İşte kısa vadeli sermaye hareketleri veya güncel ismiyle "sıcak para" dediğimiz bu tip sermaye akımları ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan "arbitraj" ögesine dayanmaktadır. Uluslararası para ve sermaye piyasalarında fon yöneticilerini günlük işlem hacmi çok büyük hacimlere ulaşmış ve büyük bölümü sıcak para olarak hareket eden bu fonlar gelişmiş ülkelerin döviz kurlarındaki dengelerin belirleyicisi olarak istikrarsızlık ile sonuçlanırken; GOÜ'de de makroekonomik alanda bozulmalara neden olmuştur.

Genel bir ifadeyle ulusal paraların değişim hadlerindeki belirsizlik ve bunun yarattığı spekülative olanakları da yaratmaktadır. Bu belirsizliğin ulusal piyasalarına yansımalarının diğer bir biçimi de ülkelerin döviz rezerv hareketlerinin giriş ve çıkış çevrelerindeki "kısa-vadecilik" ve ulusal finans piyasalarının giderek daha çok spekülative saldırılara açık hale gelmesi sonucu ortaya çıkan belirsizlik ve risk ortamıdır. Böylece ulusal Merkez Bankalar'ı giderek daha yüksek miktarlarda rezerv tutmaya zorlanmakta, bu da reel fiziksel yatırımlara ayrılacak kaynakların giderek daraltılması anlamına gelmektedir. Nitekim IMF ve UNCTAD kaynaklı verilere göre günümüzdeki GOÜ'ler

yüksek reel faizler pahasına sağladıkları sermaye girişlerinin yaklaşık 1/3'ünü rezerv birikimine ayırmaktadır.⁸⁸

Uluslararası finansal liberalizasyon uygulamalarının başladığı ve küreselleşmenin etkilerinin görüldüğü 1980 sonrasında, özellikle GOÜ ekonomileri sermaye hareketlerinin zamansız ve belirsiz giriş çıkışlarından etkilenmişlerdir. 1980 sonrasında kalkınmakta olan ülkelere yönelen net sermaye hareketlerinin boyutları dönemsel olarak Tablo 8'de gösterilmektedir. Tablo'da GOÜ'ler ile 14 yeni gelişen ülke ekonomisinin ödemeler dengesinden seçilmiş kalemleri özetlenmektedir.

Tablo 8. GOÜ'ler ve 14 Yeni Gelişen Piyasa Ekonomisinde Net Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi (milyar dolar)

	Tüm Gelişmekte Olan Ülkeler		Yeni Gelişen Piyasalar (a)		
	1990/94	1995/98	1990/98	1980/89	1990/97
Net Sermaye Girişi	825,8	1064,9	1890,6	355,3	1083,8
Net Sermaye Çıkışı	-142	-435,3	-577,2	-49,6	-256,2
Net Sermaye Hareketleri	683,8	629,6	1313,4	305,7	827,6
Net Hata Noksan	-49,9	-16,3	-156,2	-39,5	-53,2
Rezerv Hareketleri(b)	-221,2	-216,5	-437,7	-10,6	-231,6
Cari İşlemler Dengesi (c)	-412,7	-306,8	-719,5	-255,6	-542,7

Net girişlerin yüzdesi olarak

Net Sermaye Çıkışı	17,2	40,9	30,5	14	23,6
Net Hata Noksan	6	10	8,3	11,1	4,9
Rezerv Hareketleri(b)	26,8	20,3	23,2	3	21,4
Cari İşlemleri(c)	50	28,8	38	71,9	50,1

Net akımların yüzdesisi olarak

Net hata noksan	7,3	16,9	11,9	12,9	6,4
Rezerv hareketleri(b)	32,3	34,4	33,3	3,5	28
Cari işlemleri (c)	60,4	48,7	54,8	83,6	65,6

Not: a. Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Kore Cumhuriyeti, Güney Afrika, Türkiye

b. Negatif yönlü değerler rezerv artışlarını gösterir.

c. Net sermaye hareketleri; net hata ve noksan ve rezerv hareketleri kalemlerinin toplamıdır.

Kaynak : Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi.....*, s. 21

⁸⁸ Erinç Yeldan, *Küreselleşme sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, (Altıncı Basım, İstanbul: İletişim Yayınları, 2002), s.19-20.

Tablo 8'deki verilere göre; 1990 – 1998 yılları arasında, toplam 1890.6 milyar dolar, 14 yeni-gelişen piyasa ekonomisine yönelmiştir. Aynı dönemde kalkınmakta olan ülkelerden 577.2 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaşandığı; dolayısıyla, 1990-1998 yılları arasında toplam net sermaye girişinin 1313.4 milyar dolar olduğu görülmektedir. Net sermaye girişlerine göre oranlama yapıldığı zaman uluslararası döviz rezervi birikimi %33.3'e ulaşmaktadır. Aynı oran yeni gelişen piyasa ekonomileri açısından %28'dir. Yani uluslararası sermaye net girişlerinin yaklaşık 1/3'ü doğrudan doğruya rezerv birikimi olarak tutulmakta, yatırımın finansmanı olarak reel sermaye birikimine katkı yapmamaktadır. Bu olguya koşul olarak net sermaye girişlerinin kalkınmakta olan ülkelerde, genelinde %30.5'inin net hata ve noksan kaleminden oluştuğu ayrıca hesaplanmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinde formel kayıt-dışında kalan bu tür akımlar, bize kayıt dışı mal ticareti ve kaynağı belli olmayan spekülasyon nitelikli kazançların büyüklüğü hakkında ipucu vermektedir.⁸⁹

Tablo 8'den de görüldüğü gibi sermaye çıkışının büyüklüğü ve daha da önemlisi arbitraj amaçlı sermayenin kısa vadede kaçışlarının miktarı ile ilgili hesaplar muhtemelen gerçeğin çok altında rakamlar olabilir. Sermaye kaçışının sonuçlarına bakacak olursak; ilk etkisi ithalat için gerekli olan döviz miktarını azaltması veya dışarıdan daha fazla borç almayı gerektirmesidir. Eğer ülke borç alamıyorsa iç üretim veya yatırım oranları düşmeye başlar. Daha düşük yatırım ve üretim borç servisini daha da zorlaştırır. Yani tipik bir kısır döngü ile karşı karşıya kalınabilir. Böyle zorluklar mali ve siyasi iktidarsızlık beklentilerini artırabilir, bu da daha fazla sermaye kaçışına neden olur.

Uluslararası finansal sermayenin kısa vadeli akışkanlığının GOÜ ekonomisine etkilerini incelediğimizde “kısa vadeli sermaye hareketleri” veya diğer adıyla “sıcak para” “spekülasyon” ve “aşırı dalgalanma ve akışkanlık” gibi faktörler içerdiği için iktisadi istikrarsızlıklara anlık olarak neden olmaktadır. Bu istikrarsızlığın odak noktası kısa dönemli yabancı sermaye bolluğunun neden olduğu döviz kurunda ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi olgusudur. Sıcak para akımları ulusal piyasalardaki yüksek reel faize yönelirken; kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal paranın diğer paralara

⁸⁹ Yeldan, a.g.e., s.20-21.

karşı değer kazanmasına yol açmaktadır. Böylece ithalat malları ucuzlarken, ihracat geriler ve buna bağlı olarak cari işlemler açığı büyür. Bu şekilde gerçekleşen iktisadi büyüme ise dışa bağımlı ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla dibe vurabilir.⁹⁰

GOÜ'ler üzerinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin bir diğer sonucu ise; Merkez Bankalar'ı açısından bağımsız bir para, faiz ve döviz kuru politikası izleme olanağı bırakmamalarıdır. Sıcak para hareketlerine denetimsiz olarak açık olan bir ekonomide atık faiz ve döviz kuru birleşerek tek bir finansal unsura dönüşmekte ve stratejik yatırım ve ticaret hedeflerini içeren bağımsız bir kalkınma stratejisi izleme olanağı kalmamaktadır.

Dolayısıyla bir yandan ticarete açık üretken sektörlerin gerilemesine, bir yandan da aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralmasına yol açan bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını bozarak çarpık ve istikrarsız bir büyüme trendi yaratmaktadır. Reel üretim sektöründe yaratılan bu çarpıklaşmaya ek olarak Merkez Bankaları'nın para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmakta, ulusal ekonomilerin para piyasaları da dışsal üyelerin spekülasyonlarının altında kontrolden çıkmaktadır. Bu süreç altında ulusal mali piyasalar giderek kısa vadeli sermaye akımlarının denetimi altına girmekte ve bu akımların yönüne bağlı olarak yapay bir şişme ve daralma sendromu göstermektedir. Reel üretim sektörleri böylece finansal kesim ile birbirinden giderek uzaklaşmakta ve aynı zamanda spekülasyon veya rantiyer kazançları besleyerek gelir dağılımında adaletsizliklere neden olmaktadır.⁹¹

Sonuç olarak GOÜ'lerde uluslararası sermaye hareketlerinin yaratacağı olumsuz etkiler önceden görülmeye çalışılmalı ve aynı zamanda bu ülkelerde olumsuz etkileri en aza indirmeye yönelik makroekonomik politikaların uygulanması ve bir kriz anında da bunun, uluslararası mali piyasalara etkisinin en aza indirilmesi için çalışmalar yapılması gerekmektedir.

⁹⁰ Yeldan, a.g.e., s.23

⁹¹ Yeldan, a.g.e., s.23-24

2.1. Sermaye Hareketleri Serbestliğinin Ekonomik Etkileri

2.1.1. Sermaye Girişinin Etkileri

GOÜ'lerin çoğunda finansal serbestleşme hareketleri sonucunda dışa açılma politikaları uygulanırken ülke ekonomilerinde hızla para girişi ve çıkışı yaşanmış ve bu süreç sonunda, ülkeler kendilerini yoğun bir borç bunalımında bulmuşlardır.

Geleneksel düşünceye göre; GOÜ'lerde yurtiçi serbestleşme sonucu, faiz hadleri yükselince; bunun hem ülkede tasarruf oranını yükselteceği hem de yabancı sermayenin GOÜ'lerce cezbedileceği ön görülmektedir. “Yabancı sabit sermaye yatırımları faize değil karlı görünen iş alanına yönelir. Yabancı portföy yatırım kararında ise ülkelerarası faiz karşılaştırmasının yanı sıra kar değişim beklentisinde rol oynadığından, küçük faiz hadleri kendi başına yabancı sermaye plasmanlarını cezbetmez. Ancak bir GOÜ, uluslararası finansal kurumlarının telkin ettiği serbestleştirme politikalarını uygulayınca, uluslararası finans kuruluşları kredi açmaktadır. Büyük ticari bankaların fazla likitlerinin bulunması halinde GOÜ devletinin ve özel kuruluşların borçlanma talepleri karşılanmakta ve sonuçta bu ülkelere finansal serbestleşme sonrasında büyük yabancı sermaye girişi gözlenmektedir. Bu da yerli paranın aşırı değerlenmesine sebep olmaktadır. Yerli paranın değerlenme eğilimine karşı bir politika seçeneği, ithalatı artırmaktır. Doğrudan yabancı yatırımlar sermaye malı ithalatı gerektirdiğinde bu problem ortaya çıkmaz veya hafifler. Kalkınmaya yönelik yatırım malları ithalatını arttırmak, sermaye girişinin değerlendirilmesinin en akılcı yoludur. Sermaye girişlerini; ekonomideki verimi ve ihracatın gücünü arttırmada kullanmak ekonominin borç ödeme gücünü artırır ve gelecekteki dış şoklara karşı ekonomiyi güçlü kılabilir.”⁹²

Özellikle GOÜ'lerde sermaye girişlerinin kur etkisini olumlu kılmak için ithalat uyarılırken, bu ithalat ülkenin üretim potansiyelini genişletmekte kullanılmazsa, ülke ekonomisi yabancı sermaye girişinden zarar görebilir. Genel olarak GOÜ'lerde kısa vadeli

⁹² Önder, Türel, a.g.e., s.90.

veya uzun vadeli sermaye girişlerinin yerli paranın değerini yükseltmesi ve ihracat imkanlarının kısıtlanmaması için devlet döviz piyasasına müdahale ederek kurun istikrarlı bir seyir izlemesini sağlamak için çalışabilir. Devletin bu tarzda bir uygulamada bulunması dahilinde, sermaye girişi, ülkenin para tabanına kıyasla büyüyecek ise yüksek bir enflasyonist etki yapabilir. Ayrıca devlet uzun vadeli yatırım amaçlı sermaye girişini teşvik edip kısa vadeli sermaye girişlerini engelleyerek; sermaye girişini caydırmak için çeşitli uygulamalara geçebilir. Ancak bu uygulama bir GOÜ için zordur. Bu durumda en rasyonel tedbir enflasyon haddini düşürerek faiz hadlerinin de düşmesini sağlamaktır. Faiz hadlerinin düşürülmesi arbitraj imkanlarını azaltır ve uzun vadeli yatırımcıları ise kaçırmayacaktır.⁹³

2.1.2. Sermaye Çıkışının Etkileri

GOÜ'lerde sermaye akımları tutarsız makro ekonomik politikalardan doğabilecek geçici kar fırsatları avantajlarından yararlanmak amacı ile, kısa vadede yüksek kazançların beklendiği ülkelere kayabilmektedir. Sermaye akımları olan ülkeler genellikle bu fonları olumlu karşılarken, bunların makro ekonomik açıdan ve finansal yönetim açısından bazı sorunlar yaratacağı da bilinmektedir. Sermaye hareketleri özellikle de kısa dönemler itibariyle daha çok dışsal etkilerden ya da ülkedeki kredi kısıtlamalarından kaynaklanmakta ise; ortaya çıkabilecek etkiler istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Bu nedenle sermaye akımlarının gittiği bir çok ülke, bunların istikrarsızlık yaratan etkilerini önlemek için bazı politikalar izlemişlerdir. Bu ülkelerin çoğu büyümeye yönelik bir çerçeve içinde sıkı makro ekonomik politikalar izlerken bir yandan da bir önceki konularda da değindiğimiz gibi mali reformlar uygulamaktadır.

“Ülke ekonomisinde kur değişikliği beklentileri, ya da aktiflere el konması veya yeni vergi uygulamaları gibi siyasal beklentiler tasarrufların ülke dışına çıkmasına neden olabilmektedir. Ancak devalüasyon beklentisinden kaynaklanan sıcak para akımları bu beklentiyi gerçekleştirebilmektedir. Devalüasyon beklentisi yerli paranın aşırı değer kazandığı konusundan kaynaklanır ve bu konuyu da oluşturan cari işlemler açıklarıdır.

⁹³ Önder, Türel, a.g.e., s.90-91

Ancak devletin döviz kurunu, sermaye kaçırılmasını engelleyecek şekilde sürekli ayarlanmasında da sakıncalar vardır. Bunlardan birincisi, devalüasyonun ithal girdi maliyetleri yolu ile enflasyonist etkisidir. İkincisi ise devalüasyonun yerli para cinsinden devletin dış borçlarının yükünü arttırmasıdır.

Teorik olarak devalüasyon beklentisinin yarattığı bir sermaye çıkışı tehlikesi karşısında devletin yapabileceği faiz hadlerini yükseltmektir. Devalüasyonun büyük oranlı olacağına inanılıyorsa, yurtiçi faiz haddinin uluslararası faiz hadlerinin çok üzerine çıkartılması daha çok işe yarayabilir. Faiz haddinin bu şekilde kullanılması, yatırımı ve sermaye birikimini yakından ilgilendiren bir iktisadi değişkenin kar istikrarı amacına tahsis edilmesi demektir.⁹⁴ Sermaye çıkışının yol açtığı devalüasyon da, faiz yükseltme tedbiri de sonuçta gelir dağılımını olumsuz etkileyebilir.⁹⁵

Kötü dış şoklar oluştuğunda (Rusya Krizi gibi) ve bunlar gelişmiş politika hataları ile birleştiğinde (uygulanması gerektiği halde uygulanmamış istikrar politikaları, uyum yerine kolay dış kaynakla geçiştirilmiş ödemeler dengesi bunalımları) yerleşikleri ve yabancıları devalüasyon beklentisi içine sokarsa yerleşikler de, yabancılar da dolara hücum eder, yabancıların parası kaçır, ihracatçı dövizini yurda getirmez, ithalatçı faturasını şişirir. Gerekliliği açıksa uyarılma bekletmeden yapılmalı, spekülörlere fırsat verilmemelidir. Her şeye rağmen para kaçmaya başlamışsa ve bunun nedeni genel olarak yatırımcı psikolojisi olarak değerlendiriliyorsa⁹⁶ uluslararası sermaye hareketlerine ve özellikle spekülatif amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerine mümkün olduğunca bazı kısıtlamalar ve kontroller getirilmelidir.

⁹⁴ Dış şoklardan kastımız ülkenin ödemeler dengesini etkileyen dışsal gelişmelerdir. Ülke içinde bir kuraklıkta bu anlamda bir şoktur. Çünkü ülke ithalatını arttıracaktır.

⁹⁵ Yeldan, a.g.e., s.94.

⁹⁶ Hakan Ercan, *Açık Ekonomi İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye*, (İkinci Basım, Ankara: MPM Yayınları, 2000), s.26-27.

2.1.3. Küresel Mali Krizler

“1990’ların ikinci yarısında GOÜ’lerde gerçekleşen finansal krizler ve kriz sonrası dönemde makro düzeyde gerçekleşen değişiklikler özel bir ilgiyi hak etmektedir. 1995 Meksika Krizi, 1997 Güney Doğu Asya Krizi ve bunu izleyen yıllarda Rusya, Arjantin ve nihayet Türkiye’de meydana gelen krizler ortaya çıkış mekanizmaları ve sebepleri itibari ile daha önce yaşanan krizlerden çok farklı değildir. Bununla beraber bu krizlerin öncekilerden ayırt edici özellikleri; krizlerden sonra uygulanması gereken ekonomik politikalar konusundaki görüşlerin değişmiş olmasıdır. Bu değişikliklerin en önemli kısmı, kur politikalarından gelmektedir. Daha önceki tarihlerde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerden sonra ya çıpa uygulamalarına ya da kontrollü kur politikası uygulamalarına yer verilmiştir.”⁹⁷ GOÜ’lerde mali krizler sonrasında özellikle de, son 20 yılda en yaygın olarak çıpa politikaları uygulanmıştır.

Mali krizlerle karşı karşıya kalan bazı ülkeler “döviz kuru çıpasına dayalı anti enflasyonist istikrar programı” modelini uygulamışlardır. Bu uygulamaların ortak özelliği, hızlı bir canlanma aşamasını izleyen bir daralma sarkacını içermesidir. Sermaye girişlerinden kaynaklanan ve yerli paranın değerlenmesi ile desteklenen canlanma, cari işlem açığını büyütür; açığın sürdürülemez olduğu anlaşıldığı andan itibaren daralma konjektörü başlar; açığın görece büyüklüğü ne kadar fazla ise daralma da o derece derin olur. Daralma konjektörü büyük boyutlu sermaye çıkışları ile birleşirse, bir finansal kriz de gündeme gelebilir.⁹⁸

Bu konuda özellikle Asya Krizi’nden sonra çıpa politikaları tartışılmaya başlanmış, “iktisatçılar tamamen serbest kur ya da tam dolarizasyon gibi çözümleri gündeme getirmişlerdir. Bu tarihten sonra finansal kriz yaşayan GOÜ’ler serbest kur politikalarını daha çok tercih etmişlerdir. Arjantin, Türkiye, Malezya ve Meksika hariç diğer Güney Doğu Asya ülkeleri bunlara birer örnek sayılabilir. Serbest kur uygulamasının tercih

⁹⁷ E.Alpay İnan, “Finansal Krizler , Serbest Kur Ve Ekonomik Büyüme”, **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Cilt.13, Sayı 41, (Haziran 2002), s.51.

⁹⁸ Korkut Boratav, “Dalgalı Kur İle Daraltıcı Politikalar Kabul Edilmemeli”, **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt. 8, Sayı.3, (Mart 2001), s.19.

edilebilmesi, bu ülkeler açısından yeni durumlar yaratmıştır. Çünkü GOÜ'ler, 1980'lerden bu yana kontrollü bir kur politika izlemiş olmaları bu durumun büyümemiş dış kaynakla finansmanını son derece kolaylaştırdığı, ayrıca enflasyonist baskıları azalttığı ve iç faiz hadleri üzerinde parasal otoritenin kontrolünü zayıflattığını düşünürsek; bu ülkelerin kendilerine alışık olmadıkları bir finansal yapı içine girmiş olduklarını söyleyebiliriz. Bu finansal yapı eski alışkanlıkların tamamen değişmesini gerektirmektedir. Çünkü serbest kur politikasının uygulandığı bir ülkede dış kaynak sağlamak zorlaşmakta ve dış kaynak eksikliği ekonomik büyüme için ihracat, iç talep, hatta kamu harcamaları gibi “alınmamış” değişkenlerin kullanılmasını gerektirmektedir. Öte yandan şöyle ya da böyle kurun kontrol edilmesi üzerine kurulan finansal politikalar son 15–20 yılda GOÜ'lerin çoğunda ekonomik büyümenin dış kaynaklara dayanması sonucuna getirmiştir.⁹⁹

Bu bağlamda özellikle GOÜ'leri vuran finansal krizlerin ve bunu izleyen “ekonomik çöküntülerin en önemli nedenlerinden sayılan sermaye hareketleri serbestliği tartışılmaya başlanmış ve özellikle sıcak para da denilen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ne derece önemli olduğu araştırmalarda konu olmaya başlamıştır. Sermaye hareketliliği serbestliği başlangıçta ön görüldüğünün aksine sermaye birikimi düşük ülkelere paranın bol olduğu ülkelerden sermaye akışı sağlamaktadır. Tam aksine o ülkelerden esasen kıt olan sermayenin dışarıya kaçmasına sebep olur. Üstelik yüksek reel faizlerle ülkeye gelen yabancı sıcak para, yurt dışına kaynak aktarır.¹⁰⁰ Böylece sermaye serbestliğini seçen ülkelerin ekonomilerini krizle karşı karşıya bırakır. Bu noktada özellikle en çok etkilenen ülkeler Latin Amerika ülkeleridir.

“Sınırların kalkması gümrüklerin ve yasakların azaltılması, para ve sermaye piyasalarının liberalleştirilmesi anlamındaki globalleşme en çok uluslararası sermayeye yarmakta, bu sermaye bütün dünya mali sermaye piyasalarını gözeterek, karlı alanlara ani giriş ve çıkışlar yapmaktadır. Bu giriş ve çıkışlar spekülatif olduğu gibi manipülatif de olabilmekte ve ilgili ülkelerin önce mali piyasalarında daha sonra da reel piyasalarında dalgalanmalar meydana getirebilmektedir. Ünlü para spekülörü Saros'un 1992 yılında

⁹⁹ İnan, a.g.e., s.51-52.

¹⁰⁰ Ege CANSEN, “Sermaye Hareketleri”, [http:// www.hurriyetim.com.tr/](http://www.hurriyetim.com.tr/), (24.10.2002), s.1

İngiliz Sterlini'ne karşı aldığı pozisyon, bu para birimini Avrupa döviz kuru mekanizmasının dışına itmiş, 1997 Asya Krizi'nde de yine spekülâtör ve manipülâtörlerin çok önemli fonksiyonlar gördükleri tartışılmıştır. Ülkemizde de gerek 1994 Krizi'nde gerekse de 2000 Kasım ve Şubat Krizleri'nde yine 5–7 milyar dolar civarındaki sıcak paranın ani çıkışları krizlerin derinleşmesinde etkili olmuştur.¹⁰¹

Finansal krizin etkilerine baktığımızda; “eğer bir ülkede döviz kuru sabit veya yarı sabit bir kur politikası gereği denge gereğinden saptmışsa; finansal aracılardan kısa vadeli ve döviz cinsinden borçları ve uzun vadeli / yerli para cinsinden alacakları varsa, banka bilançoları geri dönmeyen borçlarla bozulmuş durumdaysa, bankaların ödeyememe ve organizasyon bozukluğu sorunları var demektir. Böyle bir durumda parlayan devalüasyon finansal şokların büyüklüğünü şiddetle arttırmaktadır.

Kur üzerinde spekülâtif bir atak ortaya çıktığında politika seçenekleri iklim yaratır. Kuru korumak için faiz oranlarını kullanmak, örneğin faiz oranlarını düşürmek, dövize saldırıyı arttırırken; faiz oranlarını yükseltmek de borç yükünü ağırlaştırarak bankacılık sektörünü daha da kötü duruma düşürmektedir.¹⁰² Bu gibi makro ekonomik göstergeler krizin hangi boyutlarda yaklaştığını anlamlı bir şekilde yansıtabilir.

2.1.4. Uluslararası Finansal Krizler ve Bulaşma Etkileri

1990'lı yıllardaki para krizleri üç bölgesel dalga halinde ortaya çıkmıştır. 1992–1993 yıllarında Avrupa'da yaşanan ERM (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) krizi, 1994–95'te Latin Amerika'da görülen kriz ve günümüzde Asya'da hala süre gelen para krizi. Peki neden krizler bölgesel dalgalar halinde olmaktadır? Bu sorunun cevabı krizlerin bulaşıcı veya yayılma özelliğinin ardında aranmaktadır.

¹⁰¹ Muhammed Akdiş, “Globalleşme, Global Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler”, <http://makdis.pamukkale.edu.tr>, Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, (24.10.2002), s.26.

¹⁰² Turan Yay, G. Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, (İstanbul: ITO yayınları, Yayın no:47, 2001), s.26.

“Farklı ülkelerde eşanlı olarak ortaya çıkan krizlerle ilgili ileri sürülen bir tez, ülkelerin kendi içlerinde benzer kırılma noktaları taşıdıkları ve bu yüzden ortak şoklarla sarsıldıkları belirtilmektedir. Ortak şokların olmadığı durumlarda ise, bir kriz bir ülkeden diğerine çeşitli kanallarla yayılmaktadır. Bu kanallardan biri, ülkelerin birbirleriyle olan ticari ilişkileridir. Birbirleriyle ticari ilişkileri olan ülkelere birinin devalüasyon yapması, diğer ülkelerde rekabet edebilirliği sağlamak için devalüasyona zorlayabilir. Buradaki geçiş etkisi sadece ülkelerarası ticaretin genişliğine değil, rakip olmalarına da bağlıdır. Ticari bağların dışında, finansal piyasaların karşılıklı bağımlılığı, ortak kredilerinin borçlanma veya kredilerinin portföylerinin karşılıklı bağımlı olması ya da yayılma etkisini sağlayan kanallardır. Asya’da olduğu gibi piyasadaki bir litikite eksikliği durumunda borç verenler ve yatırımcılar diğer piyasalardaki aktiflerini likit hale getirmeye çalışmaktadır. Borç verenler her piyasa hakkında bilgiye sahip olmadıkları ve yeni bilgi de maliyetli olduğu için, bir ülkedeki borçlular ödemelerini yerine getirmediğinde diğer ülkelerdeki borçluları da geri çağırılmaktadırlar. Bu da yatırımcıların “sürü” (herding) davranışı ile yayılma etkisini hızlandırmaktadır.”¹⁰³ Ayrıca bulaşma etkisi, komşu ülkelerin, krizin maliyetini düşürmek için birlikte devalüasyon yapma taahhütleri nedeniyle de ortaya çıkabilir.

Spekülatif amaçlı sıcak paranın yüksek oranlarda kar sağlama güdüsüyle o ülkeden diğer ülkeye denetimsiz olarak girmesi de bulaşma etkisinin oranını etkileyecektir.

2.2. Sermaye Hareketliğinin Kontrolü

Özellikle AGÜ ve GOÜ'lere doğru başı boş yönelen sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri ülkelerin finansal yapılarına ve ödemeler dengesine olumsuz etkiler hissettirir. Bundan dolayı sermaye akımlarının gittiği her ülke istikrarsızlık yaratabilecek tüm risklerin üstesinden gelebilen bir yapıyı oluşturacak politikalar izlemelidir.

¹⁰³ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.27.

“Sermaye hareketlerinin kontrolü; sermaye kaçırılmaması ve spekülâtif müdahalelere karşı kar istikrarını korumak için alınan bir tedbirdir. Uluslararası nitelikte finansal işlemleri dış ticaret ve turizm gibi dış alemle iş yapan sektörlerin faaliyetlerini etkileyemeyecek şekilde kısıtlamaktadır. Genel olarak GOÜ’lerin sermaye hareketlerinin kontrolünde başarısızlıkları duyulmuş sanki bunu yapmak imkansız gibi bir izlenim yaratılmıştır. Sermaye hareketlerini kontrol edebilme kolaylığı ve zorluğu kısmen GOÜ’nin cazip finansal piyasalara coğrafi yakınlığı ve ülke dışında çalışan yurttaşlarının çok olması gibi etkenlere bağlıdır. Örneğin ABD finansal piyasalarının Latin Amerika ülkeleri yurttaşları (özellikle Meksikalılar) üzerindeki cazibesidir. ABD’nin yerleşik olamayanların finansal gelirlerini vergilendirmemesi ve uzun Meksika sınırı üzerindeki büyük trafik, ülkenin sermaye hareketlerini denetlemesini zorlaştırmaktadır.

Kontrolün etkinliğinde ikinci önemli faktör, ekonominin makro ekonomik istikrarı ve buna bağlı olarak yabancı finansal aktiflerin görece cazibesidir. En önemli konu olarak sermaye hareketlerini kontrol politikasında kararlılık ve idare, kontrolün etkililiğinde belirleyicidir.¹⁰⁴

Ülkelerin sermaye hareketlerine getirdikleri kısıtlama ve “kontrollerde bekledikleri faydalar genelde şu konularda yoğunlaşmaktadır:

- KVSH’nin artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi
- Yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlarda kullanılmasını sağlamak ve yabancıların yurtiçi üretim faktörlerini sahip olmalarını sınırlamak
- Yurtdışına çıkabilecek sermaye akımını önlemek
- Yurtiçi dengeleri uluslararası faiz ve kar dalgalanmalarından kısaca dış şoklardan korumak

Bu beklenen faydaların istikrarlı bir makro ekonomik yapı içinde sermaye kontrolünü sürdüren ülkeler için ne kadar sağlandığı tartışılmaktadır. Özellikle de tasarruf

¹⁰⁴ Önder, Türel, a.g.e., s.98.

açıkları bulunan ülkelerde sermaye kısıtlamalarının ekonomi politikalarındaki etkinliği kısa dönem için geçerli olmaktadır.”¹⁰⁵

2.2.1. Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi

“Sermaye hareketlerini azaltmak için önerilen bir tedbir, uluslararası sermaye işlemlerinin vergilendirilmesidir. Uzun vadeli yatırımları caydırmamak için sadece kısa vadeli sınır ötesi sermaye hareketlerini vergilendirilmesi önerilmektedir. Tobin, uluslararası finansal işlemleri % 1 oranında bir vergi salınmasını önermiştir. Ancak kısa vadeli-uzun vadeli sermaye işlem ayrımı zor olabileceği gibi, bütün ülkelerin bu vergiyi uygulamamaları halinde hiç biri tek başına uygulamak istemeyebilir.”¹⁰⁶

“Finansal piyasalar her zaman için mal piyasalarına oranla daha fazla değişkenlik ve dalgalanma gösterir. “Derin” finansal piyasalar bile sürü psikolojisi etkilerlerinden bağımsız değildir, yani spekülâtif balonlar her ekonomide olabilir. Her ülkenin kendi Merkez Bankası bu türlü etkilerle kısmen de olsa baş edebilir. Ancak dünya genelinde uluslararası bir Merkez Bankası yoktur ve küresel düzeyde sermaye hareketlerine bir denetim (küresel sterilizasyon) söz konusu değildir.”¹⁰⁷

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini literatürde en çok savunan Bhagwati ve Kruqman bile artık sermaye hareketlerinin denetiminden yana görülmektedirler. Harward Üniversitesi’nde Uluslararası Siyasi Ekonomi Profesörü olan Dani Rodrik ise şu sözleri ile vergileme taraftarı olduğunu belirtmiştir:

“ Hükümet ciddi bir cari dengesizlik oluşturduğu takdirde kısa vadeli sermaye girişlerine vergi koymaya hazır olmalıdır (örneğin münzam karşılık olarak) ve programda eksik olan unsurun, gelir politikalarına da uygulanmaya koymalıdır.”¹⁰⁸

¹⁰⁵ Akman, *Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz.....* s.49.

¹⁰⁶ Önder, Gürel, *a.g.e.*, s.98.

¹⁰⁷ Ercan, *a.g.e.*, s.54-55.

¹⁰⁸ Ercan, *a.g.e.*, s.73.

Finansal piyasalara baktığımızda; Şili'nin, kısa vadeli sermaye hareketlerinden vergi aldığını görebiliriz. Şili 1991 yılından bu yana ülke sınırlarına giren her portföy yatırımlarından bir depozito şeklinde % 30 oranında vergi uyguluyor. Dolayısı ile ülke para girişlerini bir şekilde önlemiş oluyor. Fakat bunun dezavantajı; bu uygulanan verginin bir yan etkisinin olmasıdır. Bu yan etkiyi ise şöyle açıklayabiliriz: Şili kökenli hisse senetlerinin % 75'i artık New York Borsası'nda işlem görüyor ve para arayışındaki şirketler böylelikle yurt dışına gitmiş oluyorlardı. Bu katı uygulamayı Şili 1998 yılında biraz yumuşatmıştır.

2.2.2. Spekülatif Saldırıların Mekanığı ve Karşı Tedbirler

Sabit döviz kuru rejimlerine karşı yapılan spekülatif saldırılar yeni bir olgu olmakla birlikte, 1992'den bu yana artan sermaye hareketliliği ve onu izleyen büyük krizler nedeniyle büyük Merkez Bankaları'nın ne tür savunma önlemleri alabileceği bir çok defa gündeme gelmiştir. Bütün tedbirler hem döviz piyasasına müdahaleyi hem de kısa satıcılara kredi arzını denetlemeyi içermemekte ve henüz denetlenmemiş kimi yöntemler önerilmektedir. Para krizi sırasında standart savunma ise faizleri yükselterek kısa satıcıları sıkıştırmaktır. Ancak bu büyük Merkez Bankası'nın borç vermeyi sürdürmesi ve bir anlamda kendisine yapılan saldırıyı da iç kredi talebi genişlemesinden tavan faiz üzerinden kısmen finanse etmesi demektir. Bu savunmanın dayandığı nokta spekülatörün finansman maliyetini, beklenen devalüasyondan gelecek sermaye kazancından daha yüksek kılmaktadır. Bu yöntemin sakıncası ise; spekülatörü sıkıştırmanın sonucu olarak, faiz maliyetini spekülatör dışındaki kesimlerin de ödemesidir.

Saldırıda ilk savunma hattı sterilizasyondur. Merkez Bankası'nın sattığı döviz nedeniyle daralan parasal taban Merkez Bankası'nın satın aldığı kamu kağıtları ile dengelenmeye çalışılır. Sterilizasyonun başarısı ve boyutu ülkenin döviz rezervleri ve dışarıdan sağlanabilecek taze kaynak ile sınırlıdır.¹⁰⁹ Finansal krizi yaşayan ülkelere IMF destekli para sağlanmasının ve kredi açılmasının sebebi de budur. Sterilizasyon, beklendiği

¹⁰⁹ Ercan a.g.e. s.56.

kadar başarı getirmezse kısa vadeli faiz oranları artırılır. Yerli para cinsinden borçlanarak kısa pozisyon almanın maliyeti yüksek tutulur. Ancak faizlerin yükselmesinin etkileri ekonomide hemen hissedileceğinden bu savunma girişimleri uzun sürmez.¹¹⁰

2.3. Ülke Deneyiminden Örnekler

2.3.1. 1990'larda Yaşanan Krizler ve Sermaye Hareketlerinin Rolü

“1990'larda yaşanan krizlerin pek çok ortak özelliği vardır ama hiç bir kriz birbirinin aynısı değildir; özellikleri ve bunların görece ağırlıkları birbirinden farklıdır. Örneğin 1990'lı yılların başında AB ülkelerinde çıkan ve bir para krizi olan ERM Krizi, sıkı para politikalarından kaynaklanan bir krizken; Meksika Krizi aşırı tüketim, Asya Krizi de bir aşırı yatırım krizi özelliği taşımaktadır. Ancak bazı ortak özellikleri paylaştıkları da açıktır. Her üçü de temel makro ekonomik değişkenlerdeki sorunlardan değil, daha çok sabit, yarı-sabit ve ortak bir para birimine bağlı döviz kuru sistemlerinden ve yoğun sermaye giriş/çıkışlarından kaynaklanmıştır. Meksika ve Asya da bunlara ilaveten bankacılık kesimi sorunları da etkili olmuştur. Rusya ve Brezilya krizlerinde ise hakim etken makro ekonomik temellerdeki bozukluklardır. Şimdi bu krizleri tek tek ve özellikle de sermaye hareketleri ve sıcak para giriş-çıkışlarının etkisi üzerinde yoğunluklu duralım:”¹¹¹

2.3.1.1. ERM Krizi (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması), (1992-93)

“1992 yılının sonlarına doğru AB ülkeleri arasında ortaya çıkan dev boyutlu sermaye akışı İngiltere, İtalya ve İspanya'nın Avrupa Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizmasının dışına çıkmasına neden olmuştur. 1993 yılında ise ikinci bir sermaye akışı dalga yaratmış ve Fransız Frangı'nın öngörülen değişim bandında kalmasını sağlamak

¹¹⁰ Bu durumda IMF yerli finans kurumlarının spekülâtorlere özellikle de yabancı spekülâtorlere kredi verilmemesini önermektedir.

¹¹¹ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.30.

amacı ile döviz kuru bandının genişletilmesi yönünde bir kararın alınmasına yol açmıştır. Takip eden yıllarda gelişmeler şaşırtıcı bir şekil almıştır: Fransa, Frank'ı kullanmayı reddetmiş ve Alman Markı karşısında dar dalgalanma bandına dönmüş, bu arada ERM'den çıkışın ardından yükselişe geçen İngiltere ekonomisi Pound'u ERM'den çıktığı düzeylere geri getirmiştir. ERM'de meydana gelen krizler spekülâtif saldırılara iyi bir örnektir.”¹¹²

Kriz sürecince İngiltere ve Fransa döviz kuru rezervlerine bir kısıtlama koymamışlar ve uluslararası piyasalardan borçlanmak için gerekli kredibilitelerini korumuşlardır. Para birikimlerini dalgalanmalardan korumak için yurtiçi faizleri yüksek tutmuşlardır. Bu olgunun dolaylı sonucu “yetersiz talebe bağlı işsizlik” olmuştur.

Sistemde yüksek enflasyonlu olan ülkelerde (İngiltere, İspanya ve İtalya) sıkı para politikaları, faiz oranlarını diğer ERM ülkelerinden farklı kılıyordu. Bu yüksek faiz oranlarında yabancı sermayeyi cezbediyordu. Bu ülkelerdeki faiz oranları Almanya'dan yüksek olduğu için, Almanya'dan borçlanıp bu ülkelerde yatırım yapmak karlı oluyordu. Sermaye akışının yaklaşık 300 milyar dolar olduğu tahmin ediliyordu. Sermaye akışı bu ülkelerin paralarını aşırı değerli hale getirip cari dengelerini bozmaya başlıyordu.¹¹³

1990'larda para sihirbazı olarak anılan “George Soros'un krizin tetiğini çekmede oynayacağı rolü de büyüktür. Soros daha işin başında Sterlin'deki devalüasyon olâsılığını kısa dönemli krediler şeklinde yaklaşık 15 milyar dolarlık kısa pozisyon almıştır. Kısa pozisyonun amacı döviz kuru rejimindeki bir çöküşten kar etmektir ve Soros kendi satışlarıyla bu çöküşü hazırlamaya çalışmıştır.”¹¹⁴

Sonuç olarak ERM Krizi'ni yaratan etkenleri kısaca şöyle toparlayabiliriz: “Özellikle ABD oranlarına göre, faizleri yüksek olan Avrupa ülkeleri faiz oranlarının yabancı sermayeyi bu istikrarlı bölgeye çekerek sermaye akışını sağlaması ülke paralarının aşırı değerlendirilmesi ve cari açıkların artması en önemli faktördür. İkincisi ise; Avrupa

¹¹² Mesut Aslanbaş, Necmi Odyakmaz, “Para Krizleri” Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, www.foreigntrade.gov.tr, (27.10.2002), s.8.

¹¹³ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.37.

¹¹⁴ Aslanbaş, Odyakmaz, a.g.e., s.8.

ülkelerinde krizden önce uygulanan nispeten gevşek maliye politikalarıyla sıkı para politikasının sonuçlarının verimli olmamasıdır; cari açıkları finanse etmede gerekli olan yabancı sermayeyi çekmek için yüksek tutulan faiz oranları yatırım ve iş yaratmayı engellemiş ve daha sonra resesyona yol açmıştır. Ayrıca paralarını Alman Markı'na bağlayan diğer Avrupa ülkeleri de Almanya'nın bu sıkı para politikalarına uyumlaşmasını zorunda kılarak onları da resesyona itmiştir. Bütün bu faktörlere göre ERM Krizi, sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli paraların, finansal liberalizasyonun, çelişkili politikaların ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyonların bir sonucu olarak oluşan bir para krizidir.”¹¹⁵

2.3.1.2. Meksika Krizi (1994 – 1995)

“1980’li yılların ortalarından itibaren Meksika ekonomisinde başlayan yapısal değişim ve reform sürecinde istikrarlı büyüme hedeflenmiştir. 1994 yılında para politikası uygulanmasında önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin korunması ancak zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlı kılınmıştır. Ne var ki Meksika parası olan Pezo’nun aşırı değer kazanması ekonomik dengeleri bozmuştur. 1990’lı yıllarda finansal sabitleşme ve büyük sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılmalara ilaveten 1990 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altında iken Aralık 1994’de bir ödemeler dengesi krizine ve”¹¹⁶ saf bir finansal krize yol açmıştır.

Saf finansal kriz derken; sermaye hareketlerinin hacim ve hızının krizin önemli bir unsuru olarak ele alınmasını kastetmekteyiz. 1990-1994 yılları arasında Meksika’ya 104 milyar dolar sermaye girerken; bu miktar o dönemde GOÜ’lere akan toplam sermayenin %20’sini oluşturmaktadır.

Bu sermaye akışı Meksika ekonomisinin cari dengesinde önemli bir açığa neden olmuştur. Özel sektöre açılan banka kredilerinin hacmi ve yoğunluğu büyürken; para

¹¹⁵ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.32.

¹¹⁶ Alparslan, a.g.e., s.36-37.

değerlendi ve döviz tutabilmek zorlaştı. Dünya genelinde artan uluslararası faizler krizi tetikledi ve para ülke dışına kaçtı.

1995’de ABD, Meksika için 20 milyar dolarlık bir paket hazırladı. Meksika’nın para krizi böylece tam bir iflas haline dönüşmedi. Yine de Meksika’da iki yıl süren bir durgunluk yaşandı. Başkan Zellillo’nun uyguladığı istikrar paketi enflasyonu %50’lerden % 15’lere kadar indirdi.¹¹⁷

Genel olarak Meksika Krizi’nin temel nedenleri arasında kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen büyük cari işlemler açığının bulunması, dolayısıyla dış yükümlülüklerinin artması, kamu borçlarının kısa vadede yoğunlaşmış olması, hükümetin likit almaması ve güvenirsizliği ile süregelen bankacılık krizleri etkilidir.

Diğer bir yandan “kurun istikrarı enflasyon oranının düşmesi ve faiz gelirin cazip olması yabancı portföy yatırımlarını Meksika’ya çekiyordu. Meksika’da cari açıklarını sermaye girişleriyle kolayca finanse ediyordu. Meksika’nın yabancı döviz rezervleri 1990’da 9.4 milyar dolardan 1994’te 25.7 milyar dolara çıkmıştır.”¹¹⁸

1994 yılı başlarında hissedilmeye başlayan kriz sinyalleri sonucu yatırımcılarda pezonun yakında devalüe edileceği beklentisi yarattı. Bunun yanı sıra “Ekim 1993’ten itibaren para politikasını sıkılaştırmaya başlayan ABD’nin 1994 Şubat’ından başlayarak aşamalı olarak faiz oranlarını yükseltmesi ülkeye giren sermaye hareketini azalttı. Kamu açıklarını azaltmak için gerekli olan sıkı maliye ve kredi politikaları rafa kaldırıldı; tek yapılan şey, kurun bandın en alt sınırına düşmesine izin verilmesiydi. Bunun yanında seçim zamanı siyasi belirsizlik de işin içine girince sermaye çıkışları arttı ve döviz rezervleri hızla eridi. 1994’ün Ocak ayında 29 milyar dolar olan döviz rezervi Nisan Ekim arasında 16 milyar dolar ve Aralık’ta da 6 milyar dolar oldu. IMF’ye göre; devalüasyon öncesi bu sermaye çıkışı döviz rezerv erimesi, yabancı yatırımcıların kaçışından çok Meksika vatandaşlarının spekülâtif pozisyon almalarından kaynaklanıyordu.”¹¹⁹ Bunların

¹¹⁷ Ercan, a.g.e., s.36.

¹¹⁸ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.34.

¹¹⁹ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.34.

sonucunda ise Pezo %15 devalüe edildi. Daha sonra dalgalanmaya bırakıldı ve borsa çöktü. Faizler yükseldi ve bankacılık sistemi de krizden payını aldı.

Yayıma etkisi görülen Meksika Krizi'nden, Arjantin ve Brezilya'da kötü anlamda etkilendi. Bu ülkelerde de ABD tarafından yapılan yatırımlar azaltıldı.

2.3.1.2.1. Meksika Krizinden Çıkarılan Dersler

- 1) "Sabit veya yarı sabit kura dayalı istikrar politikalarının ilk etkileri olumlu olsa da orta ve uzun vadede aşırı değerli döviz kuru yaratacak cari açıklara yol açtığı.
- 2) Geniş cari açıkları, kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse etmenin ciddi sorunlar yarattığı,
- 3) Portföy yatırımlarının, kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı şekilde değişken ve istikrar bozucu olduğu,
- 4) Bankaların denetim ve düzenlemelerinin yapılma gereği zayıf bankacılık, krizin başlamasına yol açtığı gibi Merkez Bankası'nın kriz zamanında faiz oranları silahını kullanmasını da engellediği,
- 5) Finansal işlemlerdeki şeffaflığın yatırımcıların güvenini tesis etmede çok önemli rolü olduğu"¹²⁰ gibi unsurlar Meksika Krizi'nden alabileceğimiz en önemli derslerdir.

Üzerinde durduğumuz bu derslere rağmen, dünya ekonomisini büyük ölçüde etkileyen Asya Krizi'nde de (1997-98) aynı unsurların mevcut olması yeterince ders alınmadığını göstermektedir.

¹²⁰ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.34-35.

2.3.1.3. Asya Krizi (1997–1998)

1990–1996 yılları arasında Asya ülkelerinden Endonezya, Malezya, Filipinler, G.Kore ve Tayland'ın geleneksel içsel ve dışsal makro ekonomik koşullarda görünürde bir rahatsızlık yoktu. Beş Asya ülkesinin genel ekonomik bazda; bütçe fazlaları, tek haneli ve ılımlı enflasyon oranları, yüksek yatırım ve tasarruf oranları, yüksek büyüme hızları, artan sürdürülebilir net sermaye girişi, düşük işsizlik oranları gibi tüm ekonomik göstergeler normal bir izlenim sergiliyordu.

Uluslararası ekonomik koşullara baktığımızda ise; ABD, Japonya ve birçok GOÜ'de faiz oranları düşük, büyüme oranı ise (Japonya hariç) yüksekti. Dolayısıyla geleneksel makro ekonomik göstergeler bir kriz olacağını işaretini vermiyordu. Asya Krizi diğer krizlerin aksine önceden tahmin edilemedi Derecelendirme kuruluşlarının ülke borç derecelendirmeleri, yabancı kredilerdeki ülke risk primleri ve borsa indeksleri kriz öncesinde belirgin bir¹²¹ değişkenlik hissettirmedi.

“Bu krizde temel teşkil eden nedenlerin başında, ne kamu açıkları ne de kamu kesiminin önemli miktardaki borç stoku yer almaktadır. Krizin temelinde, özel sektörde tüketimdeki artış değil, yatırımlardaki artış yatmaktaydı. Bu nedenle de cari açıklar kriz için bir sorun teşkil etmiyordu.

Bunun yanında yanlış bir biçimde yönlendirilen finansal serbestleşme düzenlemeleri sonucu, iç finansal piyasaların kırılganlığının artması ile çok fazla miktarlarda değişkenlik gösteren ve önemli boyutlara ulaşan sermaye hareketleri ve sıcak para hareketleri, krizlerden sorumlu tutulmaktadır.

Asya Krizi'nin önceki krizlerden bir farklılığı da yarattığı bölgesel ve uluslararası etkidir.”¹²² Kriz sonrası uzun bir süre resesyon yaşanmış, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bir çok ülkede durgunluk sinyalleri görülmeye başlanmıştır.

¹²¹ Mustafa Özer, *Finansal Krizler , Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar* (İkinci Basım, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları, 1999), s.101.

¹²² Özer, a.g.e., s.101-102

“Asya Krizi'nin bölgesel olarak yarattığı sorunlar ise, ulusal paraların önemli ölçüde değer kaybetmeleri, borsalardaki ani düşüşler ve ülkelerde baş gösteren durgunluktur. Artan işsizlik ve yolsuzluk, şirket iflasları da krizin önemli sosyal maliyetleri arasındadır.”¹²³

2.3.1.3.1. Krize Yol Açan Makro Ekonomik Koşullar

Önce Tayland'da başlayan ve Asya'nın özellikle 5 ülkesini (Tayland, G.Kore, Filipinler, Malezya, Endonezya) vuran Asya Krizi'nin kronolojik oluşumu şu şekildedir:

“1989 sonrasında dar bir bantta (1\$=B25–25.5) dolara bağlanan Tayland parası Baht'la ilgili olarak, 1996'nın sonunda ihracattaki düşme, cari açıklardaki açıklar, şişen gayri menkul fiyatlarının düşmeye başlaması ve bazı finans şirketlerinin zor duruma düşmesi ile devalüasyon beklentisi arttı. Merkez Bankası'nın kuru tutma girişimi için piyasaya yaptığı yoğun müdahaleler ve şirketleri desteklemek için likitite vermesi, sermayenin kaçmasına ve uluslararası rezerv kayıplarına yol açtı. 1997 Temmuz'unda sabit kur kaldırılıp Baht devalüe edildi. Baht'ın devalüasyonu Güney Doğu Asya bölgesinde finansal panik yarattı. Baht'ın devalüasyonundan sonra Filipinler Pesosu'nun dalgalanmasına izin verildi. (11 Temmuz 1997) Malezya da Ringgit'in sabitlenmesini kaldırdı. (14 Temmuz 1997) IMF, Tayland'la 14 Ağustos'ta anlaşma paketini imzaladığında Endonezya da Rupiah'ı dalgalanmaya bıraktı. Döviz piyasası baskısı nedeni ile Tayvan da yeni Tayvan Doları'nı 17 Ekimde dalgalanmaya bıraktı. Hong Kong para kurulunu savunmak için faiz oranlarını yükseltti. Bu Heng Seng indeksinde kesin bir düşüş yarattı. IMF'nin Endonezya'ya yardım paketinden sonra da Rupiah'taki değer kaybı sürdü. G.Kore'de para bandını genişletip Aralık'ta IMF ile 35 milyar dolarlık yardım anlaşması yaptıktan sonra bandı kaldırarak Won'u dalgalanmaya bıraktı.”¹²⁴

¹²³ Özer, a.g.e., s.103.

¹²⁴ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s. 35-36.

Genel olarak krizden önce bu ülkelerin hepsinde ortak bazı ekonomik olumsuzlar görülmektedir. Cari açık, aşırı borçlanma, artan reel döviz kuru, ihracatta azalma, kısa vadeli yükümlülüklerde artma, dönmeyen kredilerde artış, banka ve şirket bilançolarında bozulma ve özellikle şirketlerde düşük sermaye oranları...

Belirttiğimiz bu “ekonomik olumsuzlukları yaratan temel nedenleri ise şu şekilde sıralayabiliriz:

İlk neden kısa vadeli global özel sermaye akımlarına yol açan liberalizasyon politikalarıdır. Doğu Asya ülkeleri 1990’lardan itibaren hem deregülasyona hem de sermaye hesaplarını dışa açmayı içeren hızlı bir finansal liberalizasyon sürecine girdiler. Ancak bu liberalizasyon kısmi ve sağlıksızdı. Finansal sektöre giriş engelleri, şirketlerin borçlanmayla finansmanına ilişkin sınırlar, faiz oranları ve borçlar üzerindeki düzenleyici kurallar kaldırıldı. Buna karşılık doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının girişinde ve bankacılık sektöründe yabancıların mülk edinmesi konusundaki sınırlamalar sürdürülmüştür. Bu konudaki ihtiyatlılık kısa vadeli portföy fonlarının girişinde gösterilmemiştir. Ancak yine de ülke uygulamalarında farklılıklar vardır. Endonezya sermaye kontrollerini en erken kaldıran, kısa vadeli sermaye girişlerine izin veren ülke olmuştur. Tayland 1993’de yabancı sermayeyi çekmeye yardımcı olabilmek için bir hükümet kurumu oluşturmuştur. Malezya, kısa vadeli sermaye hareketlerine uyguladığı bazı kontrolleri sürdürmüştür. Kore ise istisnai olarak, en azından kağıt üstünde kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde kuşkuculuğunu sürdürmüş ama yine de uluslararası bankalardan kısa vadeli olarak yoğun bir şekilde borçlanmaya izin vermiştir.”¹²⁵

Aşağıdaki Tablo’da finansal krizi geçtikten sonra serbest kur rejimine geçmiş olan dört ülkenin kriz öncesi (1994–1997) ve kriz sonrası (1998-2000) dönemlerinde cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri verilmiştir. Veriler yıl bazında ortalama ve milyon dolar cinsindedir.

¹²⁵ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.36.

Tablo.9 Kriz Öncesi ve Kriz Sonrası Asya Ülkeleri İçin Bazı Seçilmiş Veriler
(milyon dolar)

	Tayland	G.Kore	Endonezya	Filipinler
Cari işlem dengesi				
Kriz Öncesi(1994–1997)	- 9.838	-10.887	-5.444	-3.309
Kriz sonrası (1998–2000)	12.013	25.416	5.956	6.179
Sermaye hareketleri				
Kriz öncesi(1997–1997)	10.377	10.684	6.086	7.051
Kriz sonrası (1998–2000)	-11.790	5.684	-7.825	-2.415

Kaynak: IFC Statistical Yearbook

“Güney Doğu Asya’da, krizden en çok etkilenen beş ülkeden (G.Kore, Endonezya, Filipinler, Tayland, Malezya) Malezya hariç, dördü krizden sonra serbest kur rejimine geçmişlerdir. Tablo 9’dan da görülebileceği gibi bu dört ülkeden üçünde kriz sonrası dış kaynak girişi tersine dönmüş ve ülkeden sermaye çıkışı olmuştur. G.Kore açısından, krizden sonraki iki sene ise sermaye girişi gerçekleşmiştir. Net sermaye girişi son iki senede (1999–2000) artmasının en önemli nedeni; 2002 yılında düzenlenen Dünya Futbol Şampiyonası için gerekli yatırımların gerçekleştirilmesidir. G.Kore bu çerçevede yaklaşık olarak, 7 milyar dolârlık bir yatırım yapmıştır. Dolayısı ile istisnai bir durumu vardır.

Cari işlemler dengesi her dört ülke için kriz öncesi dönemde büyük ölçüde açık verirken, kriz sonrası dönemde bu açık fazlaya dönüşmüştür. Bunun nedeni krizi geçiren ülkelerin ekonomik büyüme için ihracata ağırlık vermeleridir. İhracatı desteklemek için serbest kur rejimini bir ölçüde katılaştırmışlardır. Nitekim aynı dönemde bu ülkelerin ithalatlarında da tedrici bir gerileme görülmektedir.”¹²⁶

Yaşanan krizden sonra yine de finansal panik durdu ve “sıcak para Asya ekonomisine dönmeye başladı. 1996’da büyük açık vermiş olan cari dengeleri, 1998’de fazlasıyla geçti. Bunun nedeni ise ithalattaki azalmadır. 1999 Ağustos’unda G.Kore ve Malezya borsa indeksleri kriz öncesi seviyelerine döndüler. Sıcak para yeniden girmeye başlayınca da hükümetlerin reform kararlılığı, özellikle G.Kore’de büyük işçi

¹²⁶ İnan, a.g.e., s.54.

gösterilerinden sonra azaldı. Kriz döneminde fazla veren bütçeler, son çeyreklerde yine eski sermayelerine geçti. Özellikle Tayland çok sayıda batık banka için kaynak akıttı.”¹²⁷

2.3.1.3.2. Asya Krizinden Çıkarılan Dersler

Asya krizinden çıkarılan derslerden ilkinin üç madde şeklinde yazabiliriz:

- Finansal serbestleşme konusu ihtiyatlı bir biçimde ele alınmalıdır.
- Finansal kesim, varlık fiyatları ile sermaye hareketlerinde ani değişimlere karşı hazırlıklı olmalı, bu anlamda ülkelerin etkin, idari ve denetleyici mekanizmaları yaşama geçirmeleri gerekir.
- Piyasada disiplini sağlamak amacı ile, finansal piyasalarda açıklığı arttıracak yasal ve idari düzenlemeler yapılmalıdır. Finansal kesimi güçlendirmek amacı ile belli bir türde sermaye hareketleri üzerine geçici kısıtlamalar konulmalıdır.

İkinci ders döviz kuru sistemi ile ilgilidir. Asya Krizi sabit veya sabit-yakın döviz kuru sistemlerinin, ne kadar tehlikeli olabileceğini göstermiştir. Sabit kur sistemi, yüksek oranlı enflasyonun düşürülmesinde ve nispeten zayıf paraların dalgalanmalarını azaltılmasında yararlı olabilmektedir. Ancak sabit kur piyasalarında ortaya çıkan aşırı dalgalanmalar varsa, sürdürülmesi oldukça zor bir sistemdir.

Üçüncü ders, Asya Krizi’nde uluslararası toplum ile IMF’nin tepkisi ile ilgilidir. Özellikle IMF ve ABD hazinesinin krizin başlangıç aşamasında kriz azaltmaktan çok; arttırıcı davranışlarda bulunduğu söylemek mümkündür. IMF, krizi tipik bir ödemeler dengesi krizi olarak görmüş ve bu nedenle kriz içersindeki ülkelere krizle mücadele etmek için sıkı para ve maliye politikaları önermiştir. Oysa bu tür politikalar bütçe açığı ve yüksek enflasyon sorunları olan ve özel sektör borçlarından kaynaklanan Asya Krizi için uygun politikalar olmamıştır.

¹²⁷ Hakan, a.g.e., s.40.

Dördüncü ders, gelişmekte olan piyasalarda ortaya çıkan finansal krizleri önlemek için, yeterli mekanizmaların olmaması ile ilgilidir. Gerçekte de Asya Krizi, bu tür krizlerin çözümünde yardımcı olarak yeterli mekanizmaların olmadığını açıkça ortaya koymuştur.¹²⁸

“Asya Krizi’nin bir diğer özelliği ve alabileceğimiz son ders, dış kredilerin oynadığı roldür. Eğer dış kaynaklar daha sınırlı olsa, proje talebi iç faizlerin artmasına neden olacak ve yatırım fulyası yavaşlayacaktır. Kendi mali sektörünü derinleştirip, olgunlaştırmadan şeffaflaştırmadan, gerekli denetimleri uygulamadan piyasalarını dış yatırımcılara ağzına kadar açmak temel bir yanlıştır. Türkiye bu tür sıcak fonların girişini yüksek faizlere teşvik etmeden önce Asya’dan alınacak dersleri değerlendirmek zorundadır. Kriz’den etkilenen beş ülkeye kriz öncesindeki üç ayda giren yabancı fonların yıllık tutarı 22 milyar dolarken, kriz sonrasındaki çıkışlar 32 milyar dolara ulaşmıştır. Bu gelgitin gücünü ise çok iyi hesaplamak gerekmektedir.”¹²⁹

2.3.1.4. Rusya Krizi (Ağustos 1998)

Büyük Asya Krizi’nden sonra 1998 yılının Ağustos ayında kriz Rusya’yı da vurdu. 17 Ağustos 1998’de Rusya hem devalüasyonu hem de bankaların borçlarını tek taraflı olarak ödeyemeyeceklerini ilan etti ve kriz böylece baş gösterdi. Krizin nedenlerini incelediğimizde etkenleri içsel ve dışsal etkenler şeklinde incelememiz daha uygun olacaktır.

“İçsel etkenlerin başında makro ekonomik temellerindeki olumsuzluklar yatmaktadır. Rusya 1992’den itibaren piyasaya ekonomisini açmış ve özelleştirme çabalarını hayata geçirmeye çalışmıştı. 1995’de IMF ile görüşmelere başlayarak Mart 1996’da seçimlerden birkaç ay önce stand-by anlaşması imzalandı. Buna göre; yeni hükümet 1995’de %30 olan enflasyon oranını düşürmeyi, bütçe açıklarını küçültmeyi ve yapısal reformlar yapmayı taahhüt ediyordu. Ancak seçimlerden sonra gelen iktidar zayıftı.

¹²⁸ Özer, a.g.e., s.141-142.

¹²⁹ Cem Kozlu, *Türkiye Mucizesi İçin Vizyon Arayışları Ve Asya Modelleri*, (İkinci Basım, Ankara: İş Bankası Yayınları, 1994), s.89.

Sıkı para politikası ile döviz kuru bandını uygulamaya koyarak enflasyonu düşürmeyi başardıysa da¹³⁰ gevşek bütçe uygulamasını değiştiremedi. Reformcu hükümet sübvansiyonları azaltmak, vergi gelirlerini artırmak, hedeflerde parlamentonun tutucu kararlarına takılarak başarısız oldu. Vergi gelirlerinin arttırılamaması hükümeti iç borçlanmaya yöneltti. Devlet kağıtlarının yıllık getirileri diğer ülkelere göre yüksek olduğundan yabancı sermaye akımları özellikle Meksika Krizi sonrasında Rusya'ya yöneldi. Rusya'nın finansal kurumları da portföylerinde devlet tahvilini arttırarak dışarıdan döviz cinsinden borçlandılar.

Genel olarak Rusya'nın makroekonomik temelleri açısından durumu, zayıf bir mali yönetim, yüksek dış borçlanmaya bütünleşmiş sıkı bir para politikasıyla düşürülen enflasyon ile belirginleşiyordu. Aşırı yüksek dış borçlanma herhangi bir kriz beklentisi halinde sermaye akışını tersine çevirebilirdi.”¹³¹

“Sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur politikalarının cesaretlendirildiği ülke içine doğru olan sermaye akımları, 1997'nin ortalarında tersine dışarı kaçmaya başladı. Bunun başlıca nedeni; Doğu Asya Krizi ve portföy fiyatlarının düşmesi sonucunda Rusya'nın ihracat gelirlerinin azalması ve ödemeler dengesi üzerinde baskı yaratmasıydı.

Dışsal şok Rusya'nın ödemeler dengesini vururken, bütçeyi borçlanmayla finanse eden hükümetin Ruble'nin istikrarını koruma çabası, kamu kağıtlarının değerinin düşmesine neden oldu. Kamu kağıtlarını kullanarak dış bankalardan borçlanan bankalar, kamu kağıtlarını değeri düştükçe borçlarını döndüremez hale geldiler. Rusya, Temmuz 1998'de IMF'den 4,8 milyar dolar yardım aldıysa da bu yetersiz sayılıyordu. Rus Hükümeti 17 Ağustos 1998'de Ruble'nin bant aralığını (1\$=Rb 6-Rb 9,5) düşürdü ve özel dış borçları için 90 günlük moratoryum ilan etti. Rusya 1996'da IMF ile tekrar anlaşma yaptı. Bugün gelinen noktada büyüme oranları artıp, enflasyon %10'lara düşmesine rağmen 2000 ve 2001'de GSMH'nin %18'e varan cari fazlalar nedeniyle artan yabancı sermaye rezerv

¹³⁰ Enflasyon oranı 1995'de %30 iken 1996'da %22'ye düşürülmüştür. Uygulanan sıkı para politikalarında döviz kuru bandı 1\$=Rb.4,3-Rb.4,9 olarak belirlenmiştir.

¹³¹ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.40.

birikimi enflasyonun artması yönünde baskı oluşturmaktadır.”¹³² Bunun yanında kriz sonrasında dünyanın en borçlu ülkeleri arasına giren Rusya'nın 2000 yılı itibarı ile dış borcu 183 milyar doları bularak, dünyada Brezilya'dan sonra ikinci en borçlu ülkesi durumuna geldi.¹³³

Günümüzde Rusya ekonomisine baktığımızda ise; en çok dikkati çeken unsurun ülkeyi yoğun bir yabancı sermaye girişinin olmasıdır. 2002 yılının ilk üç ayının, 2001 yılının ilk üç ayına göre yabancı sermaye girişinin artış oranı %39'lara kadar ulaşmıştır.

“Yabancı sermaye yatırımlarının artmasında da, Rusya'da 2001 yılının son aylarında üretimde yaşanan durgunluğun aşularak dış ticaret için daha uygun şartların hazırlanması, siyasi istikrar, kayıt dışı ve illegal gelirin kontrol altına alınması konusunda yasama ve icrası devlet kuruluşlarının işbirliği içine girmeleri ve Rusya Federasyonu'nun Dünya Ticaret Örgütü'ne (WTO) üye olmaya yönelik olarak ciddi girişimlerde bulunması yatmaktadır.”¹³⁴

2.3.1.5. Brezilya Krizi (1999)

“Dünyada hiperenflasyonlarıyla tanınan ve dünyanın en borçlu ülkesi haline gelen Brezilya, krizi ağır yaşayan ülkelerin başında gelmektedir. İlk borç krizini 1980'lerde yaşayan Brezilya'da 1981–1994 yılları arasında enflasyon oranı ortalama %100 iken 1993–1994 yıllarında ise hiperenflasyon yaşamış ve enflasyon oranı %2700'leri bulmuştur. Bu tarihlerden sonra ülke bir çok istikrar programı devreye sokmaya başlamıştır.

1980'lerden bu yana ülke para birimini dört defa değiştirdi. 5 kere fiyat ve ücretlerini dondurdu. 9 ayrı ekonomik ve istikrar programını ortaya koydu 12 tane maliye

¹³² Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.41.

¹³³ Sönmez, a.g.e., s.12.

¹³⁴ “2002 Yılı Sermaye Hareketleri” www.rusya.ofisi.com Araştırma Yayınları, (19.11.2002), s.1.

bakanı tanıdı. Neticede 1980 yılında 22 Cruzeiro'ya satılan bir fincan kahve 1990 yılında 22 milyar Cruzeiro'ya satılmıştır.”¹³⁵

1990–1994 yılları arasında kamu sektörünü tamamen yeniden yapılandıran, yoğun bir özelleştirme programını devreye sokan ve dış rekabete açılan Brezilya bir yandan da ekonomideki endekslenmeyi giderici bir çok önlem almış, borçları konusundaki moratoryum durumunu IMF ile görüşmeye başlamıştır. 1993 yılında devreye giren “Real Planı” mali ayarlama parasal reform ve kuru çapa olarak kullanan politikalara dayanıyordu. Real planı, enflasyonu hızla kontrol altına alıp, 1994’de dört haneli rakamlardan, 1995’te iki hanelilere, 1998’te ise %2’den daha aza düşürdü. Büyüme artarken ihracat ve tüketimde patlama yaşandı. Bundan sonra hükümetler mali ve ticari açıklarla ve değişken sermaye girişleriyle başa çıkmak için çelişen politika seçeneklerini denemek zorunda kaldılar.

Sermaye hareketlerini cezbetmek için gerekli yüksek faiz oranları, kamu borçlarının GSMH’ya oranına 1995–1999 arası iki katı arttırdı ve bu oran %45’e ulaştı.¹³⁶ Cari açıklar sermaye hareketleriyle finanse edilirken; kamu açıkları da iç borçlarla finanse ediliyordu. Sermaye akımları geniş cari açıklarla destekleniyordu.

“Real planı altında paranın hızla değerlenmesi 1995’te başladı. 1995–1998 arasında ortalama reel döviz kuru, bir önceki 10 yıl ortalamasının %30 üzerindeydi. Paranın aşırı değerlenmesinin asıl delili, ihracat artış hızının 1991–1994 döneminde ortalama %11 olmasına karşılık, 1995–1998 arasında %4 olmasıydı. Artan mali açıklar ve cari açıklarla beraber, Rusya’daki kriz’de Brezilya’yı etkiledi. 1999 başında Real dalgalanmaya bırakıldı. Ocak’ta 1 Dolar 1.2 Real’e eşit iken; Şubat ayında 2.5 Real’e eşitlendi.

Brezilya bu krizden sonra 35 milyar dolar dış yardım sağladı. Haziran 1999’da enflasyon hedeflenmesine geçildi. Özetle krize tepki politikası; sıkı maliye politikası, enflasyon hedefleme ve dış destekten oluşmaktaydı.”¹³⁷

¹³⁵ Kozlu, a.g.e., s.129.

¹³⁶ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.41-42

¹³⁷ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.42.

2.3.1.6. Arjantin Krizi (2001–2002)

Geçmişte Avrupa sermayesi için çok gözde bir ülke olan Arjantin, günümüzde büyük kriz süreci içersine girmiştir. Arjantin'in krize sürüklenmesindeki neden, ekonominin durgunluk içine girmiş olmasının yanı sıra dış borçların bozuk yapısı, IMF desteğinin kesilmesi ve uluslararası piyasalarda yalnız kalması da önemli bir yer tutmaktadır.

“1980’lerde ve 1990’lı yılların ilk yarısında hızlı bir büyüme yaşayan Arjantin ekonomisi 20 yıl içinde GSYİH’nı 77 milyar dolardan 285 milyar dolara çıkarmayı başarmıştır. Fakat Arjantin’in bu süre zarfında yaşadığı en büyük sorunu; 1980 yılında 27 milyar dolar olan dış borç tutarının 2001 yılında 146 milyar dolara çıkmasıdır.

1982 yılında başlayan ve 2,5 ay süren Folknad Savaşı, ardından gelen Meksika’nın yaşadığı borç krizi tüm Latin Amerika ülkelerini etkilediği gibi Arjantin’i de etkilemiş, ülke ekonomisindeki istikrarsızlık kronik hale gelmiştir. Bu durum Arjantin’in uzun yıllar bütçe açıklarını kapatmak için para basma yoluna gitmesine ve hiperenflasyon sürecinin yaşanmasına neden olmuştur. 1980’lerin sonunda enflasyon %200’lere kadar ulaşmıştır.”¹³⁸

1989 yılında Ekonomi Bakanlığı’na getirilen Cavallo, kamu açıklarını kapatmak ve enflasyonu kontrol altına alabilmek amacı ile para kurları uygulamasına geçmiş ve bu uygulama sonucunda Arjantin ekonomisi %7,7 oranında büyümüştür. 1989 yılları sonlarına doğru gerçekleşen enflasyon oranı büyük bir fark atarak %3000’leri bulmuştur. Amacı enflasyonu düşürmek olan “para kuru” başarılı olmuş, 1994 yılında enflasyon %4 iken; 1995 yılında enflasyon %2’ye inmiştir. Para kurunun bir başka yararı ise enflasyonun kontrol altına alınması ve döviz kurunun istikrara kavuşması olmuştur. Bu sayede 1994 yılına gelindiğinde Arjantin dünyanın en büyük doğrudan yabancı sermaye gelen ülkesi olmuştur.(Bkz. Tablo 10)¹³⁹

¹³⁸ Barış ÇİLOĞLU “Arjantin Ekonomik Krizi : Bir Arjantin kadar Zengin Değiminden Ekonomisi Çöken Arjantin’e” www.haberbilgi.com Sholejik Analiz, Cilt 2, Sayı 22, (Şubat 2002), s.2.

¹³⁹ Çiloğlu, a.g.e., s.5–6.

Tablo 10. Arjantin'e Gelen Yabancı Sermaye (milyon dolar)

Arjantin'e gelen Yabancı Sermaye				
	1980	1990	1999	2000
Uluslararası Yabancı Sermaye	678	1.836	8.236	10.696

Kaynak: Çiloğlu, "Arjantin Ekonomik Krizi...", www.haberbilgi.com, s.5.

Bu süreçte Arjantin, Meksika'nın aksine para birimini savunmayı seçmiş bankaların duracağına ve izlenen yöntemin doğruluğuna finans piyasalarını inandırmak için mücadele etmiştir. Nihayetinde 1996 yılında pozitif büyümeye başlamıştır.

Para kuru sistemi uygulamasında, sermaye kaçıışı para hacminde hızlı bir düşüşe yol açmıştır. Bu da bankacılık sisteminde Meksika Krizi kadar olmasa da, ciddi sonuçlar doğurabilecek bir krize yol açmıştır. Her ne kadar Meksika örneğindeki miktarlara ulaşmasa da, bankacılık sektörünü desteklemek için uluslararası resmi borçlara ihtiyaç duyulmuştur.¹⁴⁰

1990'lı yılların başında ülkeye hücum eden yabancı yatırımcılar, Arjantin'in 23 Aralık'ta 132 milyar dolarlık borcunu ödeyemeyeceğini ilan etmesi ile¹⁴¹ bir o kadar hızla ülkeyi terk etmişler ve bunun yanında da IMF gereken desteği sağlamada çok yavaş davranmıştır.

Genel anlamda Arjantin ekonomisindeki krizin nedenlerine baktığımızda şunları sıralayabiliriz:

1. **Yolsuzluklar:** Dünya yolsuzluk indeksinde Arjantin, 52. sıra gibi oldukça geri düzeyde bir ülkedir. Gelir dağılımının bozukluğu ve yüksek işsizlik ülkede rüşvet ve yolsuzlukları arttırmaktadır.
2. **Özelleştirme:** 1990 yılından itibaren uygulanan hatalı özelleştirme politikaları ile oluşturulan verimsiz şirketler ve karteller ülke ekonomisine zarar vermiştir.

¹⁴⁰ Aslanbaş, Odyakmaz a.g.e., s.10.

¹⁴¹ Doni Rodrik, "Arjantin Çok Çalışmalı, Çok" *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt.17, Sayı.191, (Şubat 2002), s.15.

3. Sıcak para girişi : 1990–2000 yılları arasında Arjantin'e 150 milyar dolar sıcak para girişi olmuştur. Bu durum Arjantin ekonomisinin dengesini bozmuştur.
4. Dış borçlar: Asya, Meksika, Rusya Krizleri'nin etkisi ile ekonomisi zayıflamış olan Arjantin'in oldukça kısa vadeli, ödenmesi zor dış borçları 146 milyar dolar olmuştur.

Bunun yanında Arjantin de krizin oluşmasında asıl faktör IMF ile olan ilişkilerdir. 2001 yılının ortalarına doğru Arjantin de ekonomik politikalarına duyulan güvensizlik, özellikle Temmuz ayında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Arjantin'in kredi notlarını düşürmesi ile açıkça ortaya çıkmış, ardından özellikle Arjantin'de önemli aktifleri bulunan İspanyol bankaların piyasalardan çekilmeye başlamaları ile birlikte iyice artan güvensizlik ortamında ülkeden hızlı bir şekilde sermaye çıkışı yaşanmaya başlanmıştır. Zamanın ekonomi bakanı; Cavollo bu durumun önüne geçmek için IMF ile tekrar anlaşma yapmak zorunda kalmıştır. Ancak IMF Arjantin'den para kurulu uygulamasına son vermesini ve aynı Türkiye'de olduğu gibi dalgalı kur rejimine geçmesini istemiştir. Cavollo IMF'nin bu isteğini kabul etmeyince IMF, verilmesi gereken 1,5 milyon dolarlık kredi birimini durdurmuştur. Bu durum ülkeden sermaye kaçışını hızlandırmıştır.¹⁴²

“Arjantin için ekonomideki belirsizliğin sosyal kaos ortamına dönüşmesi, bu ülke için zor günlerin henüz gelmediğini gösterir niteliktedir. Bu nedenle devalüasyon ve moratoryumun ardından hızlı düşüşler kaydeden hisse senetleri piyasaları, hızla yükselen faiz oranları ve değerini yitiren Pezo için akıbetin ne olacağı”¹⁴³ tamamen IMF ile ilişkilere bağlı olarak değerlendirilmektedir. Bu beklentilerin ise 2004 yılından önce olmayacağı yönünde düşünceler yoğunluktadır. -

1982 Latin Amerika Krizi, 1984 Meksika Krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1999 Brezilya Krizi, 2001 Türkiye Krizi ve 2001 sonu ve 2002 başında tekrar Latin Amerika'dan bir ülke olan Arjantin Krizi... Krizlere giden yollar her ne kadar farklı da olsa ulaşılan sonuç açısından değerlendirildiğinde krizler benzer etkiler yaratmaktadır.

¹⁴² Çiloğlu, a.g.e., s.3.

¹⁴³ www.yfas.com.tr/web/acrobat/aflık/2002eylül/arjantin/paf, “Gelişmekte olan ülkelerde Kriz Sürecinde Borç Sarmalı; Arjantin (2)”, (Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma Yayınları (19.11.2002), s.6.

Uygulanan liberalizasyon politikaları sonucunda özellikle GOÜ'lere giren ani sıcak para girişleri ve ani sıcak para çıkışlarının ülkenin krize girmesi ile çok yakından bir ilişkisi olduğu açıktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1980 SONRASI FİNANSAL SERBESTLEŞME

Türkiye’de 1980 öncesi uygulanan içe dönük sanayileşme stratejisi, yerini 80’li yıllardan sonra dışa dönük sanayileşme politikalarına bırakmıştır. ‘Ekonomik Stabilizasyon Programı’ olarak da adlandırılan ‘24 Ocak İktisadi Kararlarının’ kabul edilmesi ile 1980 öncesi sıkı kambiyo denetimini ve yoğun koruyuculuk duvarları arkasında uyguladığı ithal ikamesi politikalarını terk ederek, ihracatın özendirilmesine dayanan bir stratejiye yönelmiştir. Ekonominin yapısal dönüşümünü amaçlayan bu kararlar, ülkeyi etkisi altına alan yoğun döviz darboğazının ve çok yüksek enflasyonun olduğu bir dönemde uygulanmaya konulmuştur. Bu dönemde Türkiye’nin ihracata yönelik sanayileşmeyi benimseyerek ihracat hacmindeki genişleme ile ülke içinde bulunduğu döviz darboğazının aşılması döviz üretebilir hale geçmesi hedeflenmiştir.

“24 Ocak Kararları, o dönemin Başbakanlık Müsteşarı olan Turgut Özal’ın ifadesi ile ‘uzun vadeli açılma ve serbest piyasa ekonomisinde istikrar sağlanmasında atılan adımın başlangıcı’ idi. Buradan da anlaşılacağı üzere Türkiye Ekonomisi’nin yeniden dünya ekonomisi ile bütünleştirilmesi hedeflenmiştir. Dış açıkları gidermede, ekonomide devletin rolünü küçültme, fiyat kontrollerini kaldırma ve kaynakların piyasa koşullarına

göre tahsisini sağlama amaçlarını hedefleyen bir ekonomik reform paketi olarak tanıtılan 24 Ocak Kararları aşağıda özetlenmiştir:

- a. Dış ticarete kademeli olarak liberalizasyona gidilecek; kotalar kaldırılacak; gümrük tarife oranları düşürülecek.
- b. Kambiyo denetimi yumuşatılacak; döviz giriş ve çıkışlarındaki engeller kaldırılacak, esnek kur sistemi ile döviz kurları piyasada arz ve talebe göre belirlenecek “gerçekçi” kur politikaları uygulanacak, Türk Lirası’nın konvertibilitesi sağlanacak.
- c. Faizler serbest bırakılacak, enflasyon üzerinde yükselmesine izin verilecek, böylece fiyatlar ve faiz oranları piyasa koşullarına göre belirlenecek.
- d. Finansal piyasalar genişletilerek yapısal değişim finansmanı için gerekli çağdaş ortam sağlanacak.
- e. KİT’ler piyasa koşullarına göre faaliyette bulunacak ve belirli bir süre içinde özelleştirilecek.”¹⁴⁴

‘Yapısal Değişim Programı’ çerçevesinde başlayan serbest ekonomiye geçiş yönündeki bu çalışmalar öncelikle kambiyo alanında etkisini göstermeye başlamıştır. Türkiye’de 1980 öncesi Türk Lirası konvertibil bir para olma özelliğini yitirmiş; fakat 24 Ocak Kararları ile sabit kur sisteminden piyasa koşullarına göre belirlenen esnek kur sistemine geçilmesi hedeflenmiştir. Bu süreçte Türk Lirası’nın konvertibilitesini sağlamak, sermaye hareketliliğini serbestleştirmek ve sermaye girişlerinde önemli gelişmeler elde etmek amaçlanmıştır.

1.1. Faiz Oranlarının Üzerindeki Baskının Kaldırılması

Finansal serbestleşmenin ilk adımı finansal daralmanın ortadan kaldırılmasıdır. Bu ise nominal faizlerin serbest piyasa koşullarına göre belirlenen denge faiz oranlarının altında kalmasına yol açan “tavan” politikasına son verilmesi ile mümkün olmaktadır.

¹⁴⁴ Tefik G. Uyar, *Ekonomide Özal’lı Yıllar 1980-1990*, (1. Basım, İstanbul: Afa Yayınları, 1993), s.29.

1980 yılından önce uygulanan ‘güdümlü faiz politikası’ sonucu faiz oranları enflasyonun altında seyretmiştir. Bu durum tasarruf sahiplerinin tasarruflarını reel olarak eritirken, tasarrufların finansal sistem dışındaki verimsiz alanlara yönelmesine neden olmuştur. Ayrıca düşük faiz nedeni ile işletmeler öz kaynakları yerine yabancı kaynaklarla çalışmayı tercih etmiş ve işletmenin öz kaynak/yabancı kaynak dengesi önemli ölçüde bozulmuştur. Böylece yatırım kararlarında verimlilikten uzak, rekabet gücü olmayan işletmeler ortaya çıkmıştır.

1980 yılının Temmuz ayında finansal serbestleşme konusunda Türkiye önemli bir adım atmış ve “vadeli mevduat faizlerini” serbest bırakmıştır. Aynı dönemde bankalara mevduat sertifikası çıkarma olanağı da verilmiştir. 1981 yılı içerisinde de vadeli tasarruf mevduatlarına da uygulanan vadeler aşamalı olarak kısaltılmış ve 3 ay vadeli mevduat kabulüne geçilmiştir. Faizlerin serbest belirlenmesi zaman zaman büyük bankaların “centilmenlik anlaşmaları” ile son bulsa da, 1982 yılında yaşanan banka krizi ve ekonomide devam eden etkilerini önlemek için 1983 yılında mevduat faizlerini belirleme yetkisi TCMB’ ye verilmiştir. Bu dönemden sonra mevduat faizlerinin serbest bırakılması ancak 1988 yılı Ekim ayından sonra mümkün olmuştur. Kredi faizlerindeki serbestlik ise 1983 yılının Aralık ayında gerçekleştirilmiştir.¹⁴⁵

Yine Merkez Bankası bünyesinde bankanın aracılık görevini üstlendiği Bankalararası Para Piyasası (İnterbank) oluşturulmuştur. Bu piyasa, bankaların kısa dönemli fon arz ve taleplerini en uygun ve en kolay bir şekilde karşılanması işlevini üstlenirken, piyasanın likidite durumu hakkında önemli ipuçları vermiş ve piyasadaki fiyatların (faiz, kar) oluşmasında büyük rol oynamaya başlamıştır.

“1980 sonrasında “iç finansal serbestleşme” ilk adım olarak değerlendirilen faiz serbestliği genelde uygulanmıştır. Bunun yanında tasarruf sahibine, işletmelere ve finansal

¹⁴⁵ Belgin Akçay, “Mali Sistemde Faiz”, **Banka ve Ekonomik Mali Yorumlar Dergisi**, Cilt.32, Sayı.4, (Nisan 1995), s.31.

kurumlara faiz piyasalarında bir çok alternatifler sunulmuş ve yapısal değişim konusunda önemli adımlar atılmıştır.”¹⁴⁶

1.2. Kur Politikasındaki Değişim ve Açık Kambiyo Rejimine Geçiş

Finansal serbestleşmenin diğer önemli bir parçası da, sabit kur sisteminden piyasa koşullarına göre belirlenen kur sistemine geçmek, bunun devamında kambiyo kontrollerini kaldırılarak Türk Lirası'nın konvertibiletisini sağlamak ve sermaye hareketlerini serbestleştirmektir.

Gerçekçi kur uygulamasına geçilmesi yönünde sabit kur sisteminin bırakılması, döviz kurlarında şok bir devalüasyon yapılmasını gerekli kılmıştır. Çünkü 1980 yılına kadar uygulanan sabit kur sistemi ile Türk Lirası diğer paralar karşısında önemli ölçüde değer kazanmıştır.¹⁴⁷ Böylece 24 Ocak Kararları çerçevesinde döviz kurları her ay TCMB tarafından belirlenmeye başlanmıştır. 1981 yılında ise döviz kurlarının aylık değil günlük olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır.¹⁴⁸ Bu uygulama ile TCMB'nin uluslararası para piyasasında ortaya çıkacak günlük değer değişikliklerinin kısa zamanda Türk Lirası'na yansıtılması amaçlanmıştır.

1980–1988 dönemi içerisindeki en önemli gelişmelerden biri de Türk Kambiyo Rejiminde bir devrim yaratan, 29.12.1983 tarihinde yürürlüğe giren 28 sayılı karardır. Daha sonra TPKK'da 30 sayılı karar olarak geçen bu karar kambiyo rejiminin serbestleşmesinin önemli bir dönüm noktasıdır. Bu karar'a göre; Türkiye'de yerleşik kişilerin döviz taşıması, alıp satmaları ve bankalarda döviz hesapları açmaları serbest bırakılmıştır. Bu dönemde Türkiye'ye her türlü yoldan ve cinsten döviz ithalatı hiçbir kayda tabi tutulmadan serbest bırakılmıştır.

¹⁴⁶ Uzunoğlu, a.g.e., s.93

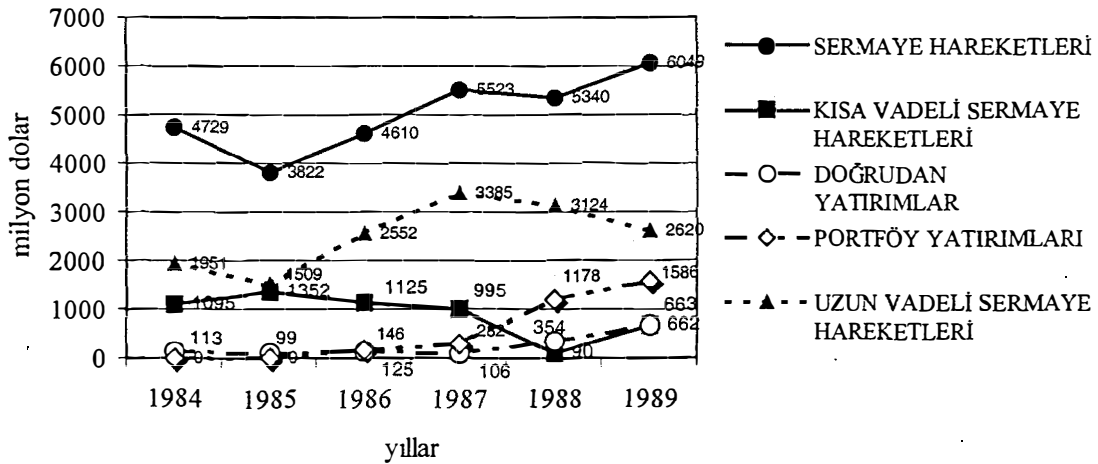
¹⁴⁷ Doların karaborsa fiyatı, 1971 yılı sonunda 15.35 TL , 1975 yılı sonunda 16.85 TL, 1976 yılında 18.10 TL, 1977 yılında 26.25 TL, 1978 yılında 37.90 TL ve nihayet 1979 yılında 54.00 TL olarak yükselmiştir. Bu tarihler arasında resmi kur ise 14.00 TL olarak devam etmiştir.

¹⁴⁸ Uzunoğlu, a.g.e., s.93-94

Böylece 1984 yılından itibaren özel kesime gereksinimi olan finansman yalnızca iç piyasadan değil, karlılık ilkesine göre yurt dışından da sağlayabilme olanağı verilmiştir. Yurt dışından borçlanma isteği özel kesimin finansman alternatifini arttırmıştır. Bu durum ödemeler dengesinde sermaye hareketleri kaleminin klasik işlevini ortadan kaldırması, anlamına gelmektedir. Cari işlemler açıklarını kapatma görevini üstlenen sermaye hareketleri kalemi özel kesime borçlanma özgürlüğünün tanınması ile birlikte önemli büyüklüğe ulaşmıştır.¹⁴⁹ Yarı açık kambiyo rejimi olarak adlandırılan 1984-1989 dönemi süresince ödemeler dengesinde, cari işlemler dengesinin bir fonksiyonu olarak görülen sermaye hareketlerinin ve bunun yanında kısa vadeli sermaye hareketlerinin dağılımı Grafik 1'de görülmektedir.

Grafik 1. Yarı Açık Kambiyo Rejimi Dönemi Sermaye Hareketleri

Yarı Açık Kambiyo Rejimi Dönemi Sermaye ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1984-1989)



Kaynak: TCMB, "Grafik TCMB İstatistiksel verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur."

Dış finansal serbestleşme arttıkça ödemeler dengesinin sermaye hareketleri ile ilgili kalemlerin genel izleniminin de oldukça hareketli bir seyir izlediği görülmektedir. Grafik 1'de yarı açık kambiyo rejimi dönemi sermaye hareketlerinin yanı sıra bu kalemin alt kalemleri olan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, uzun vadeli sermaye hareketleri ve

¹⁴⁹ Uzunoğlu, a.g.e., s.96.

kısa vadeli sermaye hareketlerinin de seyri görülmektedir. Grafik'te de görüldüğü gibi sermaye hareketleri ile kısa vadeli sermaye hareketleri artış oranlarının genel yapısını tam olarak doğru orantılı değildir. Ve bu dönemde sermaye hareketlerinin, kendisinin farklı değişkenlerden de etkilenecek bağımlı değişken haline geldiği dikkati çekmektedir.

Aynı zamanda 1984-1989 yılları arasında kısa vadeli sermaye hareketlerinin, sermaye hareketleri içerisindeki payının az olduğu da yine göze çarpmaktadır. Sermaye gelirleri kalemlerinden doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının miktarı kısa vadeli sermaye hareketlerinin altında seyretmektedir. Dolayısı ile sermaye hareketlerini oluşturan en önemli pay uzun vadeli sermaye hareketleridir.¹⁵⁰

Cari işlemler dengesi 1984-1987 yılları arasında açık vermiş ve bu açığın finansmanında büyük ölçüde dış borçlanma kullanılmıştır. Özellikle 1986-1987 yıllarında sırası ile 1 milyar 41 milyon dolar ve 1 milyar 453 milyon dolar dış borçlanmaya gidilmiştir. Doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımlarının bu dönemdeki katsayısı ise önemli boyutlara ulaşmamıştır.

11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren 32 Sayılı TPKK hakkındaki karar; dış finansal serbestleşmenin en son adımı olmuştur. Türk Lirası'nın konvertibilitesinin de sağlandığı bu tarihten itibaren Avrupa'nın bir çok ülkesinden daha da fazla finansal serbestliğe sahip hale gelen Türkiye, tam açık kambiyo rejimini benimsemiştir. Söz konusu 32 Sayılı Karar'ın en önemli özelliği sermaye hareketlerinin tamamen serbest hale gelmesidir. 32 sayılı kararla birlikte, bireylerin sahip oldukları tasarrufların mobilitesi artmış ve yatırım tercihleri de iç ve dış piyasalar olmak üzere çeşitlenmiştir. Aynı şekilde, firmalar özellikle de kamu kuruluşları ve belediyeler, iç piyasayı daha pahalı bulduklarından uluslararası piyasalardan serbestçe borçlanabilmektedirler. Keza bankalar uluslararası piyasalardan elde ettikleri fonları yurtiçinde kredi olarak kullandırabilmektedirler. Böylece Osmanlı döneminden bu yana ilk kez dış borç,

¹⁵⁰ Kısa vadeli sermaye hareketlerinin miktarının en az olduğu (90 milyon dolar) 1988 yılında uzun vadeli sermaye hareketleri ise 312 milyon dolardır. Dolayısı ile artış oranlarının ters orantılı olduğu gözlenmektedir.

ekonominin döviz gereksinimlerini karşılamak için değil, yurtiçi finansmana bir alternatif olarak kullanır hale gelmiştir.¹⁵¹

“Kambiyo rejimi liberalizasyonun nihai bir adımı olan 32 sayılı karar sonrası Türkiye Ekonomisi’ne yönelik bir sermaye akımlarının hacminde bir sıçrama olmuş ve sermaye hareketlerinin boyutları, türleri ve sonuçları değişmiştir. Bu bağlamda hem sermaye girişinin boyutları genişlemiş hem de sermaye türleri ve vade yapısı farklılaşmıştır.”¹⁵²

1990 sonrası ülkemizde gelişen sermaye hareketlerinin boyutlarını incelemeyen önce sermaye hareketlerini belirleyen makro ekonomik faktörlere kısaca değinelim.

2. TÜRKİYE’YE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYENLERİ

Türkiye, dünya ekonomisindeki globalleşme hareketlerine entegre olmak için, 1989 yılında sermaye hareketlerini liberalize ederek önemli bir adım atmıştır. Bunun sonucunda finansal sistem hızlı bir şekilde finansal piyasalara entegre olurken, Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarında da önemli gelişmeler olmuştur. Yabancı sermaye girişlerine sağlanan kolaylıklar, faiz oranları liberalizasyonu ve yeni ürün ve hizmet izinleri gibi finansal sektörün daha hareketli olması yönünde gelişmeler sağlanmıştır. Bu doğrultuda tabii ki ülkemize yönelik sermaye hareketlerini belirleyen değişkenlerin neler olduğu ve etkileri de tartışılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen başlıca üç araçtan söz etmek mümkündür:

- Döviz kuru değişkenleri
- Sermaye hareketlerine konulan kısıtlamalar
- Faiz oranları değişkenleri

¹⁵¹ Alparslan Işıklı, “Kur-Faiz Makası ve Sıcak Para Üzerine” *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, Cilt.15, Sayı 133, (Temmuz 1992), s.5.

¹⁵² Berksoy, Sultoglu, a.g.e., s.47.

Söz konusu faktörler genel olarak uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörler olmasının yanı sıra Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri için de geçerlidir. Ayrıca bu etmenlerin yanında, sermaye hareketlerinde yaşanan bölgesel ve global düzeydeki serbestleşmeler ile serbest piyasa ekonomisinin işlerlik kazanması, Türkiye Ekonomisi'ne yönelik sermaye hareketlerinin artmasına neden olan diğer önemli etkenlerdendir.¹⁵³ Türkiye Ekonomisi'ne yönelik sermaye hareketlerinin hızını sınırlayacak belirli finansal, bazı makro ekonomik faktörleri ele almak gerekir. Bu faktörlerin uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki etkisine kısaca değinelim:

2.1. Hazine Bonosu Faiz Oranları

GOÜ'lere yönelik sermaye hareketleri uluslararası bazda faiz farklılıklarına karşı duyarlıdır. Uluslararası ülkelerde geçerli olan faizler arasında farklılıkların olması, önceki konularda da değindiğimiz üzere sermayenin daha yüksek getiri sağlayacağı ülkelere doğru yöneldiğini göstermiştir. "Türkiye Ekonomisi'nde de "Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin" sürekli yüksek olması ve kamu açıklarının iç borçlanma yöntemi ile finanse edilmesi nedeni ile yüksek tutulan faiz oranları yabancı fonların Türkiye'ye gelmesine neden olmaktadır. Burada önemle üzerinde durulması gereken konu, yabancı yatırımcılar yatırım yaparken getiri oranlarını reel olarak değerlendirmektedirler. Dolayısı ile getiri dolar bazından hesaplanmaktadır.

Genel anlamda hazine bonosu faiz getirileri ile sıcak para genellikle doğru orantılı yani pozitif bir ilişki içersindedir. Aynı şekilde hazine bonosu getirisindeki değişkenliğin sermaye hareketlerinde değişkenlik yarattığı ve oynamaların %95 güvenle hazine bonosu getirisindeki değişimle ilgili olduğu analitik çalışmalarla ortaya konmuştur."¹⁵⁴ Hazine bonosu faizlerinin durgun olduğu dönemlerde ise; portföy yatırımlarında belirli bir artış ve hareketlenme olduğu göze çarpmaktadır. Yani hazine bonosu faizleri ile portföy getirileri arasında negatif bir ilişki vardır diyebiliriz.

¹⁵³ Ulusoy, Karakurt a.g.e., s.47.

¹⁵⁴ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.48.

2.2. İMKB Getiri Değişkeni

1989 yılında kabul edilen 32 sayılı karar ile Türkiye yatırım fonları kapılarını dünyaya açmıştır. Bu gelişme borsaya yeni bir canlılık ve derinlik kazandırmıştır. “Fakat aynı zamanda da dış etkenlere karşı hassasiyetini de arttırmıştır. Batı dünyasında baş gösteren durgunluk ile Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin aynı zamana gelmesi, yüksek getiri arayan yabancı yatırımcıları İstanbul Borsası’na yönlendirmiştir. Buna bağlı olarak da işlem hacminde bir önceki yıla oranla muazzam bir artış olurken, işlem miktarında bir rekor kırılmıştır. İMKB getiri değişkeni, Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerini portföy yatırımları yolu ile açıklayan bir değişkendir. Teorik olarak bu değişkenin yüksek getiri sağladığı dönemlerde sermaye akımlarının hızlanması, getirinin düştüğünde ise sermaye akımının azalması beklenmektedir. İMKB getirisi diğer piyasaların sunduğu ortalama getiriden daha yüksek ise ülkemize yönelik sermaye hızlanması beklenmektedir. Çünkü bu getiri farklılığı Menkul Kıymetler Borsası’nı yabancı yatırımcılar için cazip kılmaktadır.”¹⁵⁵

2.3. Cari Açık

Sermaye hareketlerinin belirleyenleri arasında diğer bir değişken ise cari açıktır. Ülkemize yönelen ve ulusal ekonomiye akan sermaye ve kısa vadeli sermaye temelde ekonominin dış dengesizliği ile ilgilidir. Bu nedenle ödemeler bilançosunda cari açık olması, ortaya finansman sorununu çıkartmaktadır. Bilindiği gibi ülkemizde ise cari açıkların yıldan yıla arttığı göz önünde bulundurulursa sermaye hareketlerinin payındaki artışların önem derecesi görülebilmektedir. Cari açığın kısa dönemli sermaye hareketleriyle genellikle pozitif yönlü ilişkide olduğu gözlenmiştir. Aynı durum portföy hareketleri ve cari işlemler arasındaki ilişki için de geçerlidir. Cari açığın uzun dönemli sermaye

¹⁵⁵ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.48.

hareketleri üzerinde de önemli etkisi olduğu ortaya konmuştur. Yani tüm sermaye değişkenlerinin cari açık ile pozitif yönlü ilişkisi olduğu söylenebilir.

Türkiye'nin 1980 sonrası dönemde yabancı sermaye girişlerinde etkili olan bir diğer gelişme, kamu kuruluşlarının özelleştirilmesidir. Tekel konumunda olan, mal ve hizmet üreten kuruluşların özelleştirilmesinin yabancı yatırımcılara sağladığı en önemli yarar; geniş tüketici kitlesine sahip bir piyasaya girebilme şansını elde etmesidir. Bu avantajdan yabancı sermayenin kısmen de olsa yararlandığı, özelleştirme sonrası ülkemizde faaliyet gösteren yabancı sermayeli şirket sayısının artmasından anlaşılmaktadır.¹⁵⁶

3. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ BOYUTLARI

3.1. Sermaye Hareketlerinin Boyutları

“Kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucunda parasal sermaye dolaşımının ulusal piyasalarda oluşan faiz oranları arasındaki farklılaşmalara karşı duyarlılığı artarken hareket alanı genişlemiş, hareket hızı yükselmiştir. Böylece getirilen serbestlik ile birlikte, yurtiçi ekonomik dengeler uluslararası piyasalardaki hareketlere karşı duyarlı hale gelmiştir.”¹⁵⁷ 1980 ile 1990 ve 1990 ile 2000 yılları arasında serbestleşme sonucunda sermaye hareketleri boyutlarının ne derece etkilendiğini çeşitli veriler yardımıyla inceleyelim.

1980'li yılların ilk yarısında sınırlı boyutta ve oldukça dalgalı bir seyir izledikten sonra, 1980'lerin ikinci yarısından itibaren uluslararası sermaye akımının boyutunun görülür biçimde büyüdüğü dikkat çekmektedir. 1980–1984 döneminde toplam sermaye girişini yıllık ortalama 561 milyon dolardır. 1985–1989 döneminde ise bu ortalama, 1988 yılındaki 985 milyon dolarlık net çıkışı da hesaba katılması halinde; 980 milyon dolara, sadece sermaye girişlerinin ortalaması olarak da 1.465 milyon dolara yükselmiştir. Bu

¹⁵⁶ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.49.

¹⁵⁷ Uzunoğlu, a.g.e., s.100.

rakamlar Türkiye'ye uluslararası sermaye girişlerinin 1980'lerin ikinci yarısından itibaren hızlandığını ve bunun da ekonomide yaşanan finansal liberalleşme ile yakından bağlantılı olduğunu göstermektedir.

Tablo 11'de 1990-2001 yılları arası sermaye hareketlerinin yıllık hacmi verilmiştir. Görüldüğü gibi sermaye girişleri 1990'larda daha da hızlanmış ve hacmi giderek büyümüştür. 1991 ve 1994 yıllarındaki net sermaye çıkışlarını da dikkate alan hesaplamada 1990-1996 dönemi yıllık sermaye girişi ortalaması 3.469 milyon dolardır. Salt pozitif sermaye girişi ortalaması için bulunan boyut ise 6.172 milyon dolardır. Her iki hesaplamada sermaye hareketlerinin adeta sıçrama niteliğinde bir artış gösterdiğini de işaret etmektedir.¹⁵⁸

Tablo.11 Türkiye'de 1990 Sonrası Sermaye Hareketleri (milyon dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kısa vadeli sermaye hareketleri	3000	-3020	1396	3054	-5127	3713	5922	1761	2601	759	4200	-11321
Portföy yatırımları	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429	1022	-4515
Doğrudan yatırımlar	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2769
Uzun vadeli sermaye hareketleri	-210	-783	-938	1370	-784	-79	1636	4788	3985	345	4276	-1131
Sermaye hareketleri	4037	-2397	3648	8963	-4194	4643	8763	8737	448	4671	9610	-14198

Kaynak : TCMB .Üç aylık bülten . www.tcmb.gov.tr

Tablo 11'de açıkça görülebileceği gibi "1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinde hacimsel büyümenin yanında, yıllık hareketlerde de dalgalanmanın boyut kazandığı görülmektedir. Söz konusu dalgalanmanın çok belirgin bir şekilde gözlendiği yıllar olan 1991, 1994 ve 2001 yıllarında ise net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Her üç yıl da özellikleri olan yıllardır. 1991 yılında yaşanan tersine sermaye hareketi, Körfez Savaşı nedeniyle ortaya çıkmıştır. 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan net sermaye çıkışı ise ulusal ekonomide yaşanan 1994 ve 2000-2001 Krizleri sonucu, olumsuz yönde etkilenmiştir. 1994 krizi ile

¹⁵⁸ Taner Berksoy, Burak Sutoğlu, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, (İstanbul: ITO Yayınları,1998), s.48.

birlikte GOÜ'lere yönelik kredilerde 75 milyar dolarlık bir daralmanın olması ve faizlerin yükselmesi, Türkiye'de de faizlerin tırmanmasına neden olmuştur. Üretim kesimindeki talep daralmasına bir de peşin vergi ödemeleri eklenince ekonominin içine düştüğü kriz daha da derinleşmiştir."¹⁵⁹ Böyle bir dönemde 5 milyar dolarlık sermaye çıkışı ülkede likidite daralmasına neden olmuştur.

“Öte yandan, sermaye girişlerinin çıkışlardan daha fazla olduğu yıllarda Türkiye'nin yurt dışındaki yatırımları önemli miktarlara ulaştırmıştır. 1994'den önce Türk bankaları yabancı varlık cinsinden önemli düzeyde yatırım yapmışlardır. 1994 yılında yaşanan krizin nedenlerinden biri olarak da dış piyasalara yönelik portföy yatırımları gösterilmiştir.

Genel olarak Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri 1990'lı yıllarda durmadan artmış ve 1996 ve 1997 yıllarında GSMH'nin %4'ünden daha fazla düzeylere ulaşmıştır. Sermaye hareketlerinde yaşanan değişkenlik ekonomik aktivitelerdeki değişikliği yansıtmaktadır. Toplam net sermaye girişi yıllık olarak (1991, 1994 ve 2001 yılları hariç) GSMH'nin %2'sinin üzerindedir. 1991 yılında sermaye çıkışı GSMH'nin %2'sini oluştururken; 1994 yılında bu oran krizden dolayı %4'e ulaşmıştır. 1998 yılında ise yaşanan Asya ve Rusya krizlerinin etkisi ile oluşan sermaye çıkışlarının büyük bir bölümünü portföy yatırımları oluşturmuş ve GSMH'nin %5.3'ünü bulan bir seviyeye ulaşmıştır.”¹⁶⁰

1994 ve özellikle de 2001 yıllarında yaşanan krizler sonucu sermaye hareketlerinin boyutları ve sonuçları üçüncü bölümde daha ayrıntılı bir şekilde işlenecektir.

3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Boyutları

Türkiye Ekonomisi'nde 1990'lı yıllardan sonra dikkati çeken en önemli nokta sermaye hareketlerinin birleşimidir. Bu dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı yükselirken doğrudan yatırımların payının gerilediği görülmektedir. Aşağıda yıllar

¹⁵⁹ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.55.

¹⁶⁰ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s:55-56

itibariyle sermaye hareketlerinin bileşenlerini ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin boyutlarını çizimler yardımıyla görmeye çalışalım:

3.2.1. 1990-1991 Dönemi KVSH'nin Boyutları

1990 ve 1991 yıllarındaki sermaye hareketleri dağılımına girmeden önce 1989 yılından 1990 yılına geçişin sermaye hareketleri açısından önemini kısaca yineleyelim:

“32 Sayılı Karar’ın kabulü ile sermaye hareketlerine getirilen serbestlik, nominal faiz oranlarının da Türk Lirası’nın değerinin artması ile birleşince ülkede dışarıdan borçlanmak daha cazip hale gelmiştir. Örneğin ticari bankaların yurt dışında sağladıkları kısa vadeli krediler; 1989 yılında 29 milyon doları net çıkış, 1990 yılında ise 1014 milyon dolarlık net girişe dönmüştür. Kuruluşların yurt dışından sağladığı kısa vadeli kredi miktarı ise 1989 yılındaki 40 milyon dolarlık düzeyde iken; 1990 yılında 1.1 milyar dolara ulaşmıştır. Sonuç olarak 1989 yılında 584 milyon dolar tutarında ki kısa vadeli sermaye çıkışı 1990 yılında 3 milyar dolarlık net kısa vadeli sermaye girişine dönmüştür.”¹⁶¹

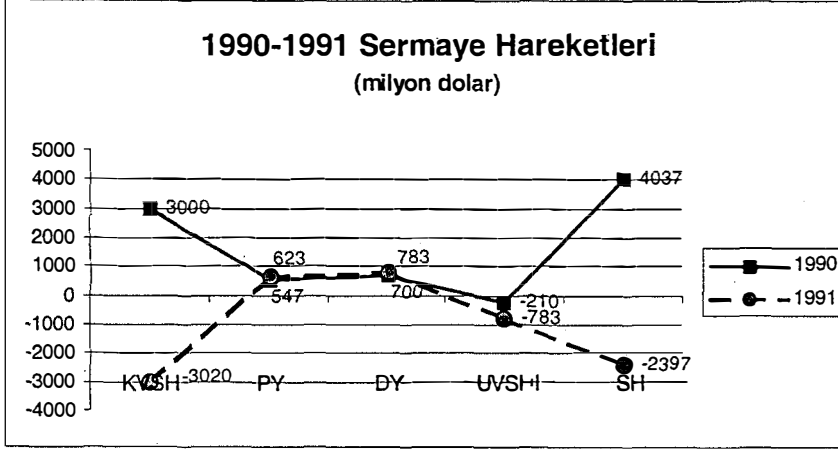
“1990 yılında KİT’ler dahil kamu sektörünün kısa vadeli borçlanması %187 oranında artarak 3 milyar dolar olmuş ve aynı dönemde özel sektörün kısa vadeli borç miktarı %45 artış göstererek 5.7 milyar dolara çıkmıştır. Bu artışın temel nedeni; ekonomik konjonktürün döviz üzerinden borçlanmayı cazip kılmasıdır. Çünkü bir yandan 32 sayılı karar ile uluslararası piyasalardan kolayca borçlanabilmenin önündeki engeller önemli bir ölçüde kaldırılmış, diğer taraftan da TL reel olarak değer kazanmıştır.

Sonuçta, kısa vadeli kaynak girişi ile, 2625 milyon dolar tutarındaki cari işlemler açığına rağmen, döviz piyasaları sıkışmamış ve gerek banka sistemi gerekse Merkez Bankası’nın rezervleri artmıştır. Bu durum, ulusal ekonominin dış dengesizlik boyutu ile sermaye girişi arasındaki bağlantının gevşediğini göstermektedir.”¹⁶²

¹⁶¹ TCMB, **Yıllık Rapor 1990**, (Ankara, 1991), s.24–26.

¹⁶² TCMB, **Yıllık Rapor 1990**, (Ankara, 1991), s.27–30.

Grafik 2. Sermaye Hareketleri Dağılımı (1990-1991)



Kaynak: TCMB, "Grafik, TCMB İstatistiksel Verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur."

Yukarıdaki grafikte dikey eksen milyon doları ifade ederken, yatay eksen ise sırasıyla kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar, uzun vadeli sermaye hareketleri ve bu kalemlerin toplamı olan sermaye hareketlerini oluşturmaktadır. Grafikte hacimsel olarak 1990 ile 1991 yılı sermaye hareketleri karşılaştırılması yapılmaktadır.

"1990 yılına oranla kısa vadeli sermaye hareketlerinde büyük bir düşüş gözlemlenmiştir. 1991 yılındaki yüksek oranlı sermaye çıkışlarının en önemli nedeni 1990 yılının Ağustos ayında başlayan Körfez Krizi ve ona takiben 1991 yılı Ocak ayında çıkan savaştır. Bunun sonucunda, Türkiye faiz oranlarına rağmen, savaş sebebi ile riskli ülke konumuna girmiştir. Sonuçta, 1990 yılında 3 milyar doları olan net kısa vadeli sermaye girişi, 1991 yılı sonunda 3 milyar dolar olarak net kısa vadeli sermaye çıkışına dönmüştür."¹⁶³

¹⁶³ TCMB, Yıllık Rapor 1991, (Ankara, 1992), s.23-24.

3.2.2. 1992–1993 Dönemi KVSH'nin Boyutları

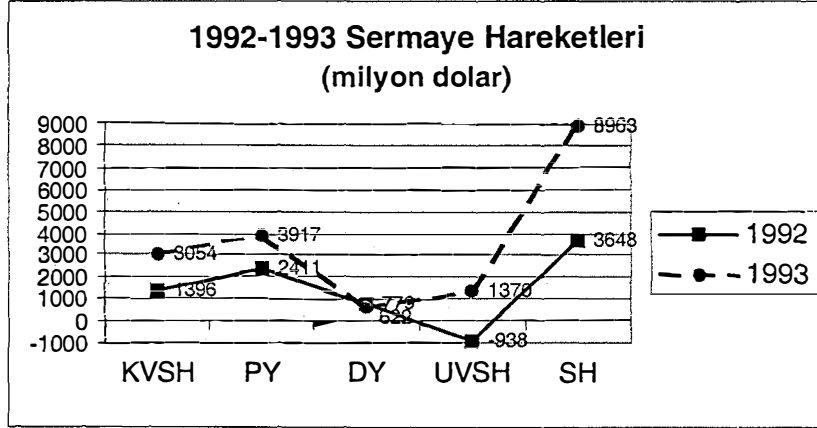
Bir önceki yıl net kısa vadeli sermaye çıkışı 3 milyar dolar iken 1992 yılında bu rakam 1.4 milyar dolar net girişe dönmüştür. 1992 yılında dikkati çeken bir başka nokta ise sermaye hareketlerinin yüzdesel bileşimidir. 1990 ve 1991 yılları arasında kısa vadeli sermaye hareketleri, toplam sermaye hareketleri içinde en yüksek paya sahip iken 1992 yılında sermaye hareketleri içinde en yüksek payı portföy yatırımları oluşturmuştur.

“Portföy yatırımları, 1992 de 1991 yılına göre %272 oranında artarak 2.4 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu artış özellikle kamu kesimin finansal ihtiyacını karşılamak amacı ile gerçekleştirildiği tahvil ihraçları sonucu ortaya çıkmıştır. 1992 yılında tahvil ihracı ile sağlanan krediler; Hazine'nin Londra piyasasından, Avrupa piyasalarından, ABD'de “Yankee” tahvil piyasasından, Japonya'da “Samurai” tahvil piyasasından Frankfurt piyasası ve Eurodolar piyasasından sağladığı krediler; Türkiye Kalkınma Bankası'nın Tokyo ve “Samurai” tahvil piyasalarından sağladığı krediler; İnterbank'ın Lüksemburg piyasasından sağladığı kredi ve Ankara Büyükşehir Belediyesi'nin Tokyo ve “Samurai” tahvil piyasalarından sağladığı kredilerden oluşmaktadır. Ayrıca, 1992 yılında Türkiye'de yerleşik kişiler ile yurt dışında yerleşik kişilerin tahvil alım satımları sonucunda 395 milyon dolar tutarında net sermaye çıkışı olmuştur.”¹⁶⁴

“1993 yılında ise oluşan sermaye hareketleri, 1992 yılına göre %46 oranında artarak, 8963 milyon dolar kadar giriş gerçekleşmiştir.(bkz. Grafik 3) Bu dönemde, dış borç/GSMH oranı da artarak; 1992 yılında %35.7 ve 1993 yılında (Eylül ayı sonu itibarı ile) %53 olmuştur.

¹⁶⁴ TCMB, **Yıllık Rapor 1992**, (Ankara, 1993), s.33–34.

Grafik 3. Sermaye Hareketleri Dağılımı (1992-1993)



Kaynak: TCMB, "Grafik TCMB İstatistiksel Verileri yardımıyla tarafımızca oluşturulmuştur."

Kısa vadeli sermaye girişi, MB dahil banka sisteminin rezerv düzeyinin artmasından etkilenmiştir. Daha çok bankalar aracılığı ile sağlanan kısa vadeli sermaye girişi, 6433 milyon dolar olarak gerçekleşen cari işlemler açığına rağmen, serbest döviz piyasalarında sıkışma olmamasını sağlamıştır.¹⁶⁵ Ticari bankaların yurt dışından sağladığı kredilerin net tutarı da 3782 milyon dolara ulaşarak; 1990-1998 yılları arasındaki en yüksek noktaya çıkmıştır.¹⁶⁶ "Sermaye serbestinden 1990 yılı sonuna kadar yurt dışında yerleşikler, toplam 225.7 milyon dolarlık menkul kıymet satın almış, bunun 220,1 milyon dolarını da hisse senedi oluşturmuştur. Aynı dönemde 154,2 milyon dolarlık hisse senedi satışı yapılmıştır.

Diğer yıllarda da bu değişmemiş, 1993 yılında 737 milyon dolarlık girişin 383 milyon dolarını hisse senedi oluşturmuştur."¹⁶⁷

¹⁶⁵ TCMB, *Yıllık Rapor 1993*, (Ankara,1994) s.49.

¹⁶⁶ TCMB, *Üç Aylık Bülten,1998-IV*, (Ankara, 1999), s.106.

¹⁶⁷ Uzunoğlu, a.g.e., s.126.

3.2.3. 1994-1995 Dönemi KVSH'nin Boyutları

“1994 yılında yaşanan ekonomik krize bağlı olarak anılan dönemde sermaye hareketlerinde rezerv hariç 4194 milyon dolar tutarında bir azalış meydana gelmiştir. Türkiye'nin yurt dışından borçlanma olanaklarının azaldığı 1994 yılında, portföy yatırımlarında önemli bir yer tutan ve kamu kesiminin finansman ihtiyacını karşılamaya yönelik tahvil ihracı ile borçlanma, hazinenin Samurai piyasasından sağladığı 75 milyar Japon Yeni karşılığı 721 milyon dolar ile sınırlı kalmıştır.”¹⁶⁸

“Hiç kuşkusuz uluslararası sermaye yüksek riske rağmen yüksek getiri ile bizim gibi gelişen borsaları tercih etmektedir. Ödemeler dengesi içinde yer alan toplam portföy yatırımları içinde yurt dışında yerleşiklerin aldıkları menkul kıymetler piyasaları kökünden sarsacak boyutta değildir. İMKB'de günlük işlem hacminin 300-400 milyon dolar civarında olması da bunu göstermektedir. 1989 yılında 1994 yılının ortalarına kadar yurt dışında yerleşiklerin hisse senedi yatırımları net olarak 700 milyon dolar civarındadır.”¹⁶⁹

“1993 yılında 3054 milyon dolar olarak gerçekleşen net kısa vadeli sermaye girişi 1994 sonunda 5127 milyon dolar tutarında net kısa vadeli sermaye çıkışına dönmüştür. 1993 yılında ticari bankaların doğrudan sağladığı kısa vadeli döviz kredileri 3782 milyon dolar artış göstermişken, 1994 yılında 6601 milyon dolar azalmıştır.”¹⁷⁰

Ülkemizde sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesinden 1994 yılına kadar geçen sürede, bir yandan “finansal serbestleşme çerçevesinde gerçekleştirilen araçların çoğunun kamu kesimi açığı finansmanı için yatırılan menkul değerlerin oluşturulması, diğer yandan ise para ikamesinin yarattığı tehdit 1994 Krizi'ne giden yolu hızlandırmıştır. Kamu kesimi menkul kıymet stokunun piyasa fiyatları ile GSMH'ya oranı 1988 yılında %6.3 den 1993 yılında %13.5'e ve 1994 yılında ise %15.4'e ulaşmıştır. Öte

¹⁶⁸ TCMB, **Yıllık Rapor 1994**, (Ankara, 1995), s.43.

¹⁶⁹ Uzunoglu, **a.g.e.**, s.126.

¹⁷⁰ TCMB, **Yıllık Rapor 1994**, (Ankara, 1995), s.43-44.

yandan Döviz Tevdiat Hesaplarının GSMH'ya oranı 1988 yılında %7.4 iken, 1993 yılında bu oran %9.5 ve 1994 yılında da %14.5'e çıkmıştır."¹⁷¹

1994 yılında bir yandan kamu açıkları finansmanı sorunu öte yandan para ikâmesi sorunu, faiz oranlarını yukarıya doğru çekmeye başlamıştır. "Bu durumda dış finansal serbestleşmesini tamamlamış bir ekonomiye faiz arbitrajından yararlanmak amacı ile uluslararası sermaye girişi başlamaktadır. Ancak bu tipteki sermaye hareketlerine açılan bir ülkenin temel ikilemi; bir yandan makro finansal dengenin sağlanması amacı ile reel faiz haddini döviz kurunun aşınma oranının üstünde tutma zorunluluğu, öte yandan da; ulusal paranın aşırı değerlenmesinin dış ticarete açık üretici sektörlerin gerileme olgusudur. Bu nedenle, "yüksek faiz-düşük kur" politikasına sıkışan bir ekonomide bu politika ile uyarılan uluslararası sermaye, bir yandan kamu açıklarını dış tasarruflar biçimiyle finanse ederken, öte yandan sabit yatırımlara yönelmek yerine ithalat ve tüketim hacmini genişleterek cari işlemler açığını tehlikeli bir biçimde yükseltmektedir."¹⁷²

"Bu süreçte dışarıdan gelen para, banka sisteminde ulusal paraya çevrilip doğrudan ya da çeşitli çevrimlerden geçtikten sonra devlet tahvilleri ve hazine bonolarına gitmektedir. Bankalar sisteminin devlet adına dolaylı borçlanmaları iki sonuç doğurmaktadır. Bunlardan ilki, asıl işlevlerinden uzaklaşıp spekülâtif amaçlı sermayeyi kamu harcamalarına dönüştürme misyonu üstlenmesi, ikincisi ise; bankaların büyüme dönemlerinde açık pozisyonlarını arttırmaları ve kriz anında da bu açığı kapatamayarak hem krizleri başlatan hem de hızlandıran bir yapı oluşturmalarıdır."¹⁷³

Döviz kurunun aşınma oranının, yurtiçi fiyat enflasyonunun geride kalması ve cari işlemler açığının artması 1994 krizinin oluşumunda etkili olmuştur. Sermaye hareketlerinin baskısı da dolaylı yönden bunların bir nedeni olarak gösterilmektedir. Bu gelişmenin uluslararası piyasalarda yarattığı güvensizlik ile birlikte sıcak paranın getirisinin sürdürülememesi direkt olarak 1994 krizine yol açmıştır. 1994 Krizi, bir önceki yılda 29.8 milyar dolar olarak gerçekleşen ithalat hacmini 1994 yılında 22.7 milyar dolara gerileterek

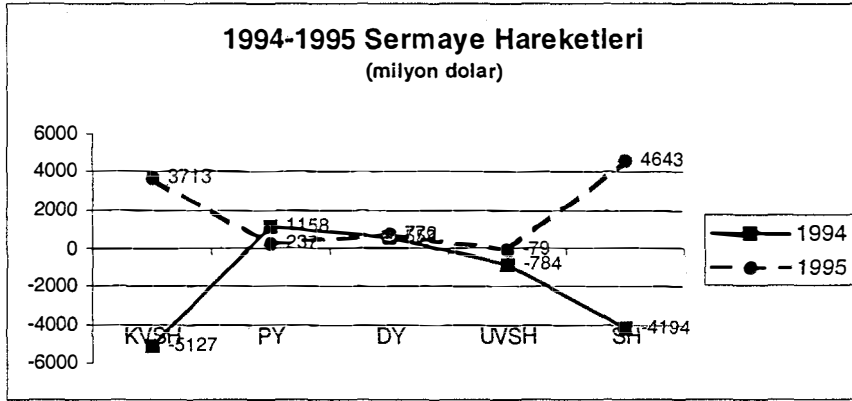
¹⁷¹ Erinç Yeldan , Erol Balkan, "Sıcak Para ve Türkiye" *Cumhuriyet*, 31 Temmuz 1996

¹⁷² Erinç Yeldan , Erol Balkan, "Sıcak Para ve Türkiye" *Cumhuriyet*, 31 Temmuz 1996

¹⁷³ Arslan Sanat, Işık Kansu, "Masaldan Bunalıma Yeni Bir Dünya Düzeni-2", *Cumhuriyet*, 24 Aralık 1998

cari işlemler dengesini 2631 milyon dolar fazlaya çevirmiştir. Ancak bu spekülâtif amaçlı sermaye giriş çıkışının maliyeti, GSMH'nın %6.1 gerilemesi, enflasyonun üç haneli rakama çıkması ve reel ücretlerde %30'a varan erozyon şeklinde gerçekleşen iktisadi kriz olmuştur.¹⁷⁴

Grafik 4. Sermaye Hareketleri Dağılımı (1994-1995)



Kaynak: TCMB, "Grafik TCMB İstatistiksel Verileri yardımıyla tarafımızca hazırlanmıştır."

1994 yılında yaşanan sermaye çıkışı tersine dönerek 1995 yılında 4643 milyon dolar tutarında net sermaye girişi şeklinde olmuştur. "Bu girişin 2.3 milyar doları kısa vadeli. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin önemli bir kalemi olan bankaların sağladıkları döviz kredileri, iç ve dış piyasalarda uygulanan faiz farkı ve döviz kuru gelişmeleri ile doğrudan ilgilidir. 1994 yılında yaşanan rekor azalış sonrasında, ticari bankaların doğrudan sağladıkları döviz kredilerinde 1995 yılında 801 milyon dolarlık bir net artış gerçekleşmiştir.

1995 yılında tahvil ihracı yolu ile sağlanan krediler (net) ve Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışında yerleşik kişilerle yaptıkları tahvil alım-satımlarından oluşan portföy yatırımları 1.7 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. 1995 yılında tahvil ihracı yolu ile Hazine, Japon ve Avrupa piyasalarından kredi sağlamıştır. Tahvil ihracına ek olarak alınan

¹⁷⁴ Erdinç Yeldan, Erol Balkan, "Sıcak Para ve Türkiye" Cumhuriyet, 1 Ağustos 1996

dönemde Türkiye’de yerleşik kişilerin menkul alım satımları sonucunda 1.3 milyar dolar tutarında net giriş olmuştur.”¹⁷⁵

3.2.4. 1996 – 1997 Dönemi KVSH’nin Boyutları

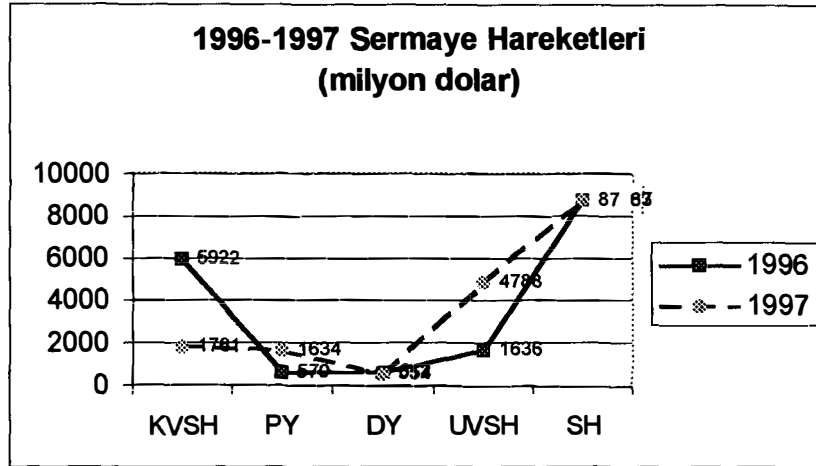
“1996 yılında 2437 milyar dolar düzeyindeki cari işlemler açığına karşılık 8763 milyon dolar tutarında net sermaye girişi gerçekleşmiş ve resmi rezerv artışı da 4545 milyon dolar olmuştur. Anılan dönemde kısa vadeli net sermaye girişi 5945 milyon dolar tutarında olmuştur. Bu dönemde ticari bankaların doğrudan sağladığı net döviz kredileri de 769 milyon dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.”¹⁷⁶

1997 yılında ise 2679 milyon dolar düzeyindeki cari işlemler açığına karşılık 8616 milyon dolar net sermaye girişi gerçekleşmiş ve resmi rezerv artışı 3316 milyon dolar olmuştur. 1997 yılında dikkati çeken nokta, sermaye hareketlerinin çoğunluğu uzun vadeli sermaye girişlerinin oluşturmasıdır. (bkz. grafik 5) Girişlerin 6,9 milyar doları uzun, 1,8 milyar doları ise kısa vadeli. 1997 yılında portföy yatırımları 1,6 milyar dolar net giriş şeklinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde tahvil ihracı yolu ile sağlanan kredilerin; Hazine’nin Euromark piyasasından sağladığı 1,7 milyar dolar, Eurodolar piyasasından sağladığı 1 milyar dolar, Chase Manhattan Bank Ajanlığı’nda Bankalar Topluluğu’ndan sağladığı 177 milyon dolar, Halk Bank’ın temin ettiği 147 milyon dolar, Emlak Bankası’nın sağladığı 236 milyon dolar ve Exim Bank’ın sağladığı 200 milyon dolar tutarındaki krediler oluşturmaktadır. Ayrıca Türkiye’de yerleşik kişiler ile yurt dışında yerleşik kişilerin menkul alım-satımları sonucunda 140 milyon dolar net çıkış gerçekleşmiştir. 1997 yılında bankaların doğrudan sağladıkları döviz kredisi net 724 milyon dolardır. Aynı dönemde ticari bankalar nezdinde açtırılan Döviz Tevdiat Hesapları’nda 152 milyon dolar azalış gerçekleşmiştir.¹⁷⁷

¹⁷⁵ TCMB, **Yıllık Rapor 1995**, (Ankara, 1996), s.35.

¹⁷⁶ TCMB, **Üç Aylık Bülten 1998-V**, (Ankara, 1999), s.107.

¹⁷⁷ TCMB, **Yıllık Rapor 1997**, (Ankara, 1998), s.52-53.

Grafik 5. Sermaye Hareketleri Dağılımı (1996-1997)

Kaynak: TCMB, "Grafik TCMB İstatistiksel Verileri yardımıyla tarafımızca oluşturmuştur."

3.2.5. 1998 – 1999 Dönemi KVSH'nin Boyutları

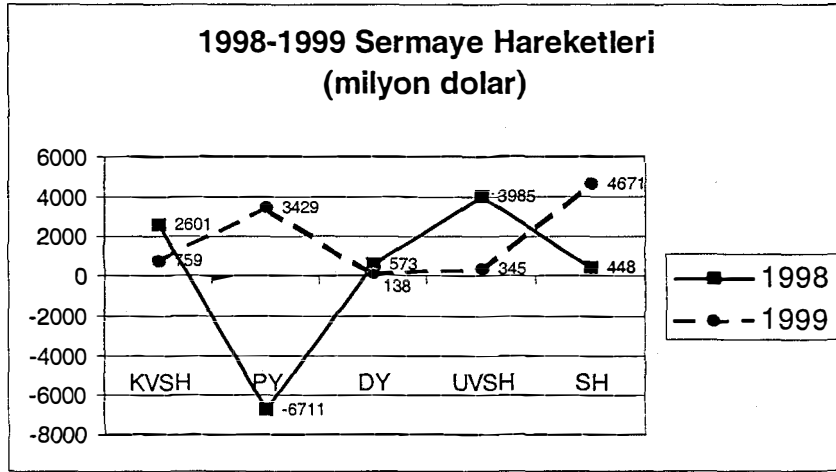
"1998 yılı Ağustos ayı başında Rusya'da yaşanan mali kriz ile birlikte yabancı yatırımcıların gelişen piyasalardan çıkışı başlamıştır. Bu gelişme Türkiye'yi de etkileyecek yılın ilk 6 ayında 7,8 milyar dolar tutarındaki gerçekleşen net sermaye girişi, Temmuz-Kasım döneminde tersine dönmüş ve 6,9 milyar dolar çıkış olarak gerçekleşmiştir. Net sermaye girişleri yılın ilk 11 ayında 925 milyon dolar olarak gerçekleşirken, resmi rezerv artışı 811 milyon dolar olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde 2601 milyon dolar giriş gerçekleşmiş, buna karşın doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve uzun vadeli sermaye hareketlerinde 2,4 milyar dolar çıkış görülmüştür. 1998 yılında, portföy yatırımlarında net 6,3 milyar dolar çıkış olmuştur. Portföy yatırımlarındaki çıkış daha çok Rusya'da yaşanan mali kriz ile birlikte Hazine'nin uluslararası piyasalarda borçlanma imkanının kısıtlanması ve yabancı yatırımcıların menkul kıymet piyasalarından çıkmalarından kaynaklanmıştır. Anılan dönemde bankaların uluslararası piyasalardan sağladığı krediler net 243 milyondardır."¹⁷⁸

¹⁷⁸ TCMB, **Yıllık Rapor 1998**, (Ankara, 1999), s.63.

Türkiye’de, 1998’deki kaçışın (sıcak para çıkışı) sonucunda, faizler yükselmiş; Hazine’nin borçlanma maliyetleri artmıştır. Bir yandan yavaş yavaş düşen enflasyon, bir yandan artan faizler reel faizi sıçratmış, reel sektörün krizi ağırlaştırmıştır. 1999 yazında da deprem felaketini yaşayan Türkiye, son üç yılda üç büyük olumsuz şok geçirmiş oldu. Deprem nedeni ile artan kamu harcamaları ve bu nedenle artan vergiler sonucunda tüketim kalemleri kısıldı. Yüksek kamu açıkları, yüksek faiz, düşen üretim durgunluğu sinyallerini vermeye başladı.

1999 yılında ise sermaye hareketleri ve kalemlerine bakacak olursak; 1993 yılına benzer bir hareketlenme görebiliriz. Yabancı sermayenin yoğun bir şekilde ülkeden kaçışını doğrudan yatırımları son on yılın en düşük seyrini izletmiştir. 1998 yılında 573 milyon dolar olan net doğrudan yatırımlar 1999 yılında 138 milyona gerilemiştir. KVSH 759 milyona gerilerken portföy yatırımlarında büyük bir yükselme gözlenmiştir. 3,4 milyar dolar portföy yatırımlarında giriş görülmüş, UVSH’nde ise 344 milyon dolar bir giriş yaşanmıştır. Ülkeye giren toplam sermaye hareketleri kalemi 4.6 milyar dolardır.

Grafik 6. Sermaye Hareketleri Dağılımı (1998-1999)



Kaynak: TCMB, Grafik TCMB İstatistiksel Verileri yardımıyla tarafımızca oluşturulmuştur.

1990-1999 yılları arası dönemde, sermaye hareketlerinin hacmi artarken kompozisyonları da farklılaşmıştır. Bu çerçevede, toplam sermaye hareketleri içerisinde kısa

vadeli sermaye hareketlerinin payı nispi olarak artmış ve yıllar içerisinde dalgalı bir seyir izlemiştir. Ancak, kısa vadeli sermaye kendi içerisinde spekülâtif amaçlı kalemler ve dış ticareti finanse eden kalemler olarak ikiye ayrılmaktadır. Faiz arbitrajından kazanç sağlamaya yönelik olarak hareket eden “uluslararası spekülâtif sermaye” ülkeye ödemeler dengesi bilançosu, kısa vadeli sermaye hareketleri alt kalemlerinden yerleşik olmayanlar “döviz tevdiat hesapları”, “bankacılık kesiminin sağladığı dış krediler” ve “portföy yatırımları” kanalı ile girmektedir. Bunun dışında, “net hata ve noksan kalemi” açıklanmayan sermaye giriş ve çıkışının ifade etmesi nedeni ile, ülkeye giren ve çıkan spekülâtif sermayenin brüt hacmi hesaplanırken, dikkate alınması gereken bir kalemdir.¹⁷⁹

4. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN REEL EKONOMİ ÜZERİNDE ETKİLERİ

“Finansal serbestleşme programının sonucu olan, kısa vadeli sermaye girişleri aşırı değerlendirdiği TL’nin yol açtığı ithal malları rekabeti sınai yatırımlar, istihdam ve ihracatın gerilemesinde önemli bir faktördür. 1993 yılı sonunda başlayan ve 1994 yılının ilk aylarında spekülâtif bir saldırı şeklinde ortaya çıkan ve reel sektörü de etkisi altına alan mali krizi, pek çok işletme istihdamı ve ücretleri düşürerek atlatmışlardır. Ülke ekonomisine reel olarak tasarruf açığının ve büyüme hızlarının yüksek reel faiz yolu ile sermaye hareketleri ile finanse edilmesi, enflasyonu düşürme adına döviz kurlarına düşük tutan politikalar reel sektörü vurmuş, ihracatı durma noktasına ve gelir bölüşümünü daha da etkisiz hale getirmiştir.”¹⁸⁰

Ekonomi dışı açılıp ticari ve mali serbestleşme arttıkça, sermayenin üretimden kopması ve önce dış ticaret ardından da finansal piyasalarda rant kollama faaliyetlerinin hacmi ve hızının artması, bu birikim modelinin dikkate değer bir çelişkisidir. Taşındıkları spekülâtif nitelik nedeni ile üretken yatırımlar ile ilgisi olmayan kısa vadeli sermaye hareketlerinin, giriş yaptığı ülkelerde kısa süreli bir zenginlik yarattıkları ve izleyen

¹⁷⁹ Erinç Yelden , Erol Balkan, “Sıcak Para ve Türkiye”, *Cumhuriyet* , 31 Temmuz 1996

¹⁸⁰ Uğur Eset “Türkiye’de Finansal Serbestleşme Deneğimi’nin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi”, *İktisat Dergisi*, Sayı.363, (Ocak 1997), s.76.

dönemde önce mali sektörde başlayan, giderek reel sektöre de yayılan ciddi krizlere yol açtıkları ülke deneyimlerinden de bilinmektedir. Daha 1970'li yıllarda üretim ve verimlilik krizlerinin ardından üretken sermayenin hızla spekülâtif alanlara kayması, sıcak para hareketleri ile pek çok ülke ekonomisini adeta kumarhaneye çevirmiştir. Finansal serbestleşme çerçevesinde faizlerin ve uluslararası yeni finans piyasalarına açılmanın, bu konudaki kuramın iddia ettiğinin aksine, yurtiçi tasarrufları artırıcı etkisinin olduğunu gösteren güçlü bulgular elde yoktur. Az sayıdaki yatırım fonu kurumları, ticari bankalar ve fon yöneticilerinin denetiminde olan maddi üretimde bağını koparmış küresel sermaye hareketleri, giriş yaptığı ülkelerde yatırım eğilimini zayıflatmak ve ülkelerin rekabet edebilmesinin kısa dönemli araçlarını ortadan kaldırmak ile kalmamakta, ekonominin makro yönetim araçları olan iktisat politikalarını hızla etkisiz hale getirebilmektedir.¹⁸¹

4.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Büyüme

Sermaye hareketleri ile makro ekonomik yapı karşılıklı etkileşim içerisindedir ve birbirlerini değişik açılardan etkilemektedir. Örneğin GSMH'deki yüksek büyüme oranı ve özel tüketim harcamalarının sürekli artışı altındaki yatan faktör dış finansman ve dolayısı ile ithal mal girişlerinin artmasıdır. Ulusal krediler ve finansal sistemdeki borç verilebilir fon miktarındaki artış, toplam talebi uyararak finansal gelişmeye ve sermaye girişlerinde artışa neden olmaktadır. Türkiye ekonomisindeki büyüme sermaye girişi miktarı ile yakından ilgilidir. Yani sermaye hareketleri ile büyüme arasında doğru orantı söz konusudur.

Sermaye girişlerindeki artışa paralel olarak büyüme oranlarında da artış meydana gelmiştir. Ancak sermaye çıkışının olduğu yıllar olan 1991 ve 1994 yıllarında büyüme de, sermaye çıkışlarında paralel şekilde negatif olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılında ekonominin içine düştüğü durgunluk üretimde daralmaya ve büyümede düşüşe sebep

¹⁸¹ Eset, a.g.e., s.78

olmuştur. 2001 yılında ise – 9,5'lik bir negatif büyüme ile ekonomik büyüme bakımından son 50 yılın en kötü sonucu gerçekleşmiştir.¹⁸²

4.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Tasarruflar

GOÜ'ler tasarruf açıklarını yabancı kaynaklarla kapatmaktadırlar. Bu nedenle, yabancı sermayenin bir ülkenin ortalama tasarruf eğilimi üzerindeki rolünün ve böylece ekonomik büyüme üzerinde meydana getireceği etkilerin incelenmesi, bütün ülkelerde olduğu gibi Türkiye için de önemlidir.

Yabancı sermayenin yurtiçi tasarruflara katkısı konusunda farklı görüşler söz konusudur. "Konuya ilişkin bir görüş, yabancı kaynakların yurtiçi tasarruflara katkıda bulunduğunu belirtmektedir. Bu görüşe göre yabancı sermaye bir ülkenin mevcut kaynaklarının toplam arzındaki bir artışı temsil etmekte ve böylece yurtiçi harcamaların gelecekteki boyutunu artırmaktadır. Dolayısıyla yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif bir etki meydana getirmektedir. Bu görüşe karşılık yabancı sermayenin tasarruflardan ziyade tüketime katkıda bulunduğuna dair görüşler de vardır.

Yabancı sermaye hareketlerinin Türkiye'deki yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisini inceleyen çeşitli çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalarda yabancı sermayenin Türkiye'deki yurtiçi tasarrufları çok fazla değiştirmedeği ortaya konulmuştur. Nitekim 24 yıllık bir dönemi kapsayan ekonometrik bir çalışmada yabancı sermaye girişlerindeki bir birimlik artışın Türkiye'de tasarrufları 0,42 oranında azalttığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca sonucun istatistiksel olarak anlamlı olması bu iki değişken arasındaki negatif ilişkiyi doğrulamaktadır."¹⁸³

Eğer tasarruf oranları yüksek ve ekonomi istikrarlı ise yabancı tasarruflar ülkenin parlak geleceğinde yer alabilmek için doğrudan yatırımlar şeklinde gelmeyi tercih

¹⁸² Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.60

¹⁸³ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.60-61.

etmektedir. Türkiye'nin durumu bu açıdan değerlendirildiğinde; sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı dönemle, ondan önceki döneme ilişkin tasarruf eğilimleri karşılaştırıldığında Türkiye'nin tasarruf eğiliminin pek değişmediği, %20-21 dolaylarında kaldığı görülüyor. Dolayısıyla yabancı tasarruflar yerli tasarrufları ikna etmemiş, önemli bir artış da sağlamamıştır. Türkiye ekonomisinin yeterli istikrar vermemiş olması ülkeye yönelik sermayenin düşük miktarda seyretmesine neden olmuş, bunun sonucunda da yabancı sermayenin ulusal tasarruflara olumlu bir katkısı olmamıştır.

Tablo 12. Büyüme ve Yurtiçi Tasarruflar (%),(1989-2001)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Büyüme	1,6	9,4	0,4	6,4	8,1	-6,1	6,2	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3	-9,5
Yurtiçi Tas.\GSMH	22,1	22,0	21,4	21,6	22,7	23,1	22,1	22,0	20,1	20,5	20,7	20,2	18,2

Kaynak: TCMB, İstatistiksel Göstergeler. www.tcmb.gov.

Tablo 12'de de görüldüğü gibi "Yurtiçi Tasarrufların GSMH'ya oranlarında çok büyük değişiklik olmamakla beraber sermaye girişleri sonrası yurtiçi tasarrufların küçük de olsa azaldığı görülmektedir. Dönemin başlangıcında %22'ler dolayında olan yurtiçi tasarruflar 2001'e gelindiğinde %18'lere inmiştir. Yani finansal liberalleşme ile birlikte Türkiye'ye gelen uluslararası sermayenin Türkiye ekonomisine etkisi yurtiçi tasarrufların azalması içinde kendini göstermiştir. Ancak bu durum ekonomik büyümeyi etkilememiş aksine yurtiçi tasarruflarla iç tüketime dayalı bir büyüme gerçekleşmiştir. Oysa uluslararası sermayenin tüketimi değil yatırımları finanse etmesi bir ekonomi için daha sağlıklıdır".¹⁸⁴

4.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Tüketim

"Celasun, Denizer ve He yaptıkları bir çalışmada tüketim ve sermaye hareketleri arasında bir ilişkinin varlığını test etmişlerdir. 1987-1996 dönemine ilişkin bu çalışmada, tüketim ile gelir arasında pozitif, tüketim ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya koymuştur. Özel tüketim ile sermaye hareketleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki varken, böyle bir ilişkinin kamu tüketimi için mevcut olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca

¹⁸⁴ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.62.

yapılan diğer çalışmalarda da Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri ile tüketim arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı saptanmış ve bu olumlu etkinin sermaye türlerine ve miktarına göre de farklılık gösterdiği tespit edilmiştir. Bunun dışında Türkiye'ye giren yabancı sermaye ile yatırım ve tüketim harcamalarının GSYİH'ya oranlarına ilişkin veriler yabancı sermayenin son 10-15 yıllık dönemde büyük bir çoğunlukla tüketime gittiğini göstermektedir. Bu durumda, görece fiyat yapısının doğurduğu avantaj nedeniyle, yurtiçi malları üreten kesim, ihraç malları üreten kesime göre daha hızlı bir büyüme göstermektedir.”¹⁸⁵

4.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Yatırım

“Yabancı sermayenin Türkiye'nin ulusal yatırımlar üzerindeki etkisini tahmin etmek amacıyla Eroğlu ve Hudson (1997) tarafından oluşturulan yatırım denkleminde yatırımların sermaye hareketlerine duyarlılığı test edilmiş ve yabancı kaynakların kısa dönemde Türkiye'nin yatırımlarına önemli katkıda bulunduğu ortaya konulmuştur.

Söz konusu analitik çalışmada Türkiye'ye yönelik 1963-1990 döneminde yabancı sermaye girişleri değişkenlerinin yatırımlar üzerindeki etkisine ilişkin istatistikler ele alınmış, bu değişkenlerin etkilerinin farklılık gösterdiği sonucuna varılmıştır. Yine aynı çalışmada tüm değişkenlerin anlamlı olması beklenmektedir. Ancak seyahat ve turizm gelirleri %10 seviyesinde anlamlı değildir. Denklem belirlilik katsayısına baktığımızda ise bağımlı değişkenlerin %97 gibi oldukça yüksek bir seviyede bağımsız değişkeni açıkladığı ortaya konulmuştur. Bu durum, sermaye hareketleri ile yatırımlar arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı anlamına gelmektedir.”¹⁸⁶

Kısa vadeli sermaye hareketleri ulusal mali sistemin kırılganlığını artırmakta ve spekülasyon/rantiyer faaliyetleri besleyerek, giderek gelir bölüşümünü bozucu bir etki yaratmaktadır. Bunun yanında bankalara rantier tipi spekülasyon finansman biçimlerine

¹⁸⁵ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s. 62-63.

¹⁸⁶ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.63.

yönelirken reel sektöre kaynak sağlama işlevini ikinci plana atmaları da göz ardı edilmemelidir.¹⁸⁷

Genel anlamda sermaye hareketlerinin ekonominin reel değişkenlerini pozitif etkilediği görülmektedir. Türkiye'nin sermaye hareketleri tecrübesi finansal liberalizasyon sürecinden sonra Türkiye'ye yönelen sermaye hareketleri ile büyüme, tüketim ve yatırımlar arasında anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Tasarruflarda ise aynı etkinin yaşandığı söylenemez.

“Türkiye ödemeler dengesinde sermaye hareketlerine 1989 yılında bütünüyle serbestleşmiş durumdadır. Bu adım ile dış sermaye hareketleri üzerindeki bütün kontroller kaldırılmış ve Türk finans piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. Böylece ulusal piyasalarda döviz ve faiz kuru birbirine bağlı hale gelmiş ve Merkez Bankası'nca birbirinden bağımsız biçimde birer politika aracı olarak kullanabilme olanağını yitirmiştir. Artık bu yapı altında makro finansal dengelerin sağlanmasının gerekli koşulu, yurtiçi faiz getirisinin dövize bağlı spekülatif getiriden yüksek olması; yani reel faiz haddinin aşırı yüksek tutulmasıdır. Böylece uyarılan kısa vadeli (spekülatif) yabancı sermaye, bir yandan kamu açıklarını “dış tasarruflar” biçimiyle finanse ederken, bir yandan da ulusal ekonominin ithalat ve tüketim hacmini genişletmektedir. Spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerine açılan bir ekonominin temel ikilemi, bir yandan makro finansal dengenin sağlanması, reel faiz haddinin TL'nin yabancı dövizler karşısındaki aşınma haddinin üstünde tutulma gerekliliği, diğer yandan da dövizde ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi sonucu dış ticarete açık üretici sektörlerin gerilemesi olgusudur. Yüksek reel faiz-aşırı değerli ulusal para politikasına sıkışan ulusal ekonomide kullanılabilir fonlar sabit yatırımlara yönelmek yerine tüketim ve ithalat patlamasına yönelmekte ve cari işlemler açığını tehlikeli biçimde yükseltmektedir.”¹⁸⁸

¹⁸⁷ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.63-64.

¹⁸⁸ Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi...*, s.135-136.

5. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN GENEL EKONOMİ ÜZERİNE YARATTIĞI ETKİLER

5.1. Olumlu Etkiler

5.1.1. Döviz Dengesizliğinin Giderilmesi

Bir ülkeye kısa vadeli sermaye hareketlerini teşvik eden unsurlardan birisi kaynak yetersizliği sonucu ülkede ihracat yolu ile döviz sorununun çözülmemesidir. Çünkü ekonominin gereksinim duyduğu ithalatının yapılabilmesi için ülkedeki döviz dengelerinin sağlanmış olması gerekir. Ülkemizde 1988 sonrasında yaşanan döviz yaratma sorununun çözülememiş olması, kısa vadeli sermaye hareketlerini teşvik edici politikaların başlamasına neden olmuştur.

Ekonomik büyümenin hızlandığı dönemlerde ithal girdilerin artmasına karşın ihracat, ithalatı karşılayacak düzeyde olmamıştır. Dolayısıyla büyüme hızının olduğu dönemlerde ihracatın ithalatı karşılama oranı hızla gerilemiş ve çözüm olarak da kısa vadeli sermaye girişini teşvik edecek politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Ülkeye giren döviz girişi hızlandırılmış ve döviz dengesizliği bu şekilde giderilmeye çalışılmıştır. Tablo 13'de ekonomik büyüme ihracatın ithalatı karşılama oranı, cari işlemler dış ticaret ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmeye ve gösterilmeye çalışılmıştır.

Tablo 13. Bazı Ekonomik Göstergeler (1990-2001)

Yıl	Büyüme Hızı (%)	İhracatın İthalatı K.O (%)	Dış Ticaret (milyon \$)	Cari İşlemler (milyon \$)	Doğrudan Yatırımlar (milyon \$)	Portföy Yatırımları (milyon \$)	KVSH (milyon \$)
1990	9,4	58,1	-9342,8	-2625	700	547	3000
1991	0,4	64,6	-7453,4	250	783	623	-3020
1992	6,4	64,3	-8156,4	-974	779	2411	1396
1993	8,1	52,2	-14083,4	-9433	622	3917	3054
1994	-6,1	76,8	-5164	2631	559	1158	-5127
1995	6,2	60,6	-4216	-2339	772	237	3713
1996	7,1	53,2	-13212	-2437	612	570	5922
1997	8,3	54,1	-15358	-2679	554	1634	1761
1998	3,9	58,7	-14332	1984	573	-6711	2601
1999	-6,1	65,4	-10443	-1360	138	3429	759
2000	6,3	51,0	-22375	-9819	112	1022	4200
2001	-9,5	75,7	-4643	3390	2769	-4515	-11321

Kaynak: Türkiye İşbankası Ekonomik Rapor, Ankara, 1990-2002

1989 yılında %1,6 olan ekonomik büyüme 1990 yılında %9,4'e yükselmiş, ithalat artmış ve dış ticaret açığı -4167,50'den -9342,8'e milyon dolara yükselerek cari işlemler dengesinin açık vermesine neden olmuştur. Bu dönemde doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları bu açığın ancak yarısını kapatabilmiş, kalan açık ise ancak kısa vadeli sermaye girişi ile mümkün olmuştur. Aynı şekilde 1993 yılında yüksek bir artış gösteren dış ticaret ve cari işlemler açığının kapatılmasında portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar yeterli olmamış ve döviz girişi şeklinde olan kısa vadeli sermaye açığı kapatabilmiştir. Aynı şekilde 2000 yılında dış ticaret açığı birden -22 375 milyon dolara fırlarken; cari işlemler dengesini alt üst etmiştir. Söz konusu açık ise çoğunlukla kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edilmeye çalışılmıştır. Bunun ardından 2001 Krizi sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinde -11.321 milyon dolar çıkış yaşanırken büyüme hızı -9,5'lere kadar inmiştir.

Yine 1995 yılında kur artışının sınırlı düzeyde kalması, ithalatın ihracattan daha hızlı artmasına ve cari işlemler kaleminin açık vermesine neden olmuştur. Aynı şekilde bu dönemde de kısa vadeli sermaye girişleri teşvik edilmiş ve döviz girişi sağlanmıştır.

Bir sonraki konuda da inceleyeceğimiz gibi 1994 ve 2001 yılları, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin net olarak yansıdığı yıllar olarak yaşanmıştır. Bu dönemlerde mali piyasalardaki krizin, reel kesime de yansımaları, iç talebin daralmasına, ithalatın yavaşlamasına ve ekonomik büyümenin de eksi değere düşmesine neden olmuştur. Yüksek kur artışı, ihracatın hızla artmasına, ihracatın ithalatı karşılama oranının yükselmesine ve dış ticaret açığının daralmasına neden olmuştur. Fakat, faiz-kur arasındaki marjın daralma hızı kısa vadeli sermaye çıkışına ve ülkedeki döviz arz-talep dengesinin bozulmasına neden olmuştur. İhracattaki artışın sağladığı döviz girişleri tek başına döviz dengesizliği gideremediği gibi, diğer cari gelirdeki artış da sermaye çıkışının neden olduğu döviz dengesizliğini telafi edememiştir. Bu yüzden alınan istikrar tedbirleri ile birlikte kısa vadeli sermaye girişi yeniden teşvik edilerek,¹⁸⁹ ülkedeki döviz dengesizliği giderilmeye çalışılmıştır.

5.1.2. Piyasalara Derinlik Kazandırma

1980'lerde liberalizasyon hareketleri ile sermaye hareketlerine getirilen serbestlik ve de faizlerin serbest bırakılması ile yükselen reel faizler kısa vadeli fonların ülkeye gelmesine yol açmıştır. Sermaye girişi ile ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybının enflasyonun altında seyir izlemesi ise ülkeye yönelik kısa vadeli fon akışını hızlandırmıştır.

1990 sonrası verilerini içeren Tablo 14'de de görüldüğü gibi yabancı sermaye girişi ile birlikte hem menkul kıymet satışlarında hem de işlem hacminde yıllar itibarı ile önemli artışlar meydana gelmiştir. Bu durum hem tahvil piyasasında ikincil piyasaların gelişmesini sağlamış hem de yabancı yatırımcıların hisse senedine olan ilgisi bu piyasadaki fiyatları yükseltmiş ve daha çok şirketin halka açılarak hisse senetleri işlem gören şirket sayısını artırmıştır.

¹⁸⁹ Erinç Yeldan, Erol Balkan, "Sıcak Para ve Türkiye", Cumhuriyet, 01 Ağustos 1996

Tablo 14. Finansal Varlıklar/GSMH (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Bankacılık Sektörü	20,6	23,7	23,9	21,1	28,1	28,3	33,7	34,2	35,8	48,9	47,6	56,4
- Vadesiz Mevduat	5,0	4,6	4,3	3,9	3,3	2,5	3,9	3,3	2,8	3,0	4,6	3,9
- Vadeli Mevduat	10,1	11,1	10,2	7,7	10,3	11,1	13,5	13,9	16,6	22,6	22,8	18,3
- Döviz Mevduatları	5,5	8,0	9,4	9,5	14,5	14,7	16,3	17,0	16,4	23,2	20,2	34,2
Sermaye Piyasaları	10,4	12,5	17,7	19,1	18,7	19,1	20,7	23,9	25,6	34,6	77,4	53,9
- Kamu Sektörü	6,4	7,0	12,2	13,6	15,3	15,3	19,0	20,7	22,0	29,8	37,6	23,4
Devlet Tahvili	4,7	3,9	7,8	9,5	6,0	6,5	8,3	12,1	10,8	25,2	32,3	3,2
Hazine Bonosu	1,4	2,9	3,8	3,2	7,8	8,0	10,2	8,1	10,9	4,1	5,2	23,0
Diğer	0,3	0,3	0,6	0,8	1,5	0,8	0,5	0,5	0,3	0,5	0,2	0,0
- Özel Kesim	4,0	5,4	5,5	5,5	3,4	3,7	1,7	3,2	3,5	4,9	4,6	3,2
Hisse Senedi	3,6	5,1	4,5	3,6	2,8	2,8	1,6	3,1	3,5	4,8	2,4	1,1
Tahvil	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansman Bonosu	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
V.D.M.K	0,0	0,0	0,8	1,8	0,5	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOPLAM	31,1	36,2	41,6	40,2	46,8	47,4	54,5	58,1	61,4	83,5	125,0	110,3
Borsada İşlem Gören Şirket Sayısı *	110	134	145	180	176	205	228	258	277	285	315	310

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı İstatistikleri, İMKB Yıllık Rapor (1990-2001)

*Halka açıklık oranının ve halka açık şirket sayısının artması suretiyle menkul kıymet ihraçlarında artış sağlanarak piyasaların derinliği de artmıştır.

“1990 yılında %31,1 olan “toplam finansal varlıklar/GSMH oranı 2001 yılında 110,3’e yükselmiştir. Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere finansal aktiflerin hacmindeki gelişme hem bankacılık sektöründe hem de sermaye piyasalarında yükselen bir trend şeklinde olmakla beraber, sermaye piyasalarının hacmindeki artış göreceli olarak daha yüksek olmuştur. Bu gelişmelerin ise asıl sebebi kamu borçlanma araçları stokundaki sürekli artış olmasıdır”¹⁹⁰.

¹⁹⁰ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, (Birinci Basım, Ankara: İMKB Yayınları, 2002), s.253.

5.2. Olumsuz Etkileri

5.2.1. Merkez Bankası Bağımsızlığının Kısıtlanması

“1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen serbestlik sonrasında, sermaye akımları, yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda belirlenen faiz oranları arasındaki net farklılığa ve devalüasyon oranına karşı aşırı duyarlı hale gelmiştir. Böylece merkez bankaları faiz oranı ve döviz kurları üzerindeki kontrolünü yitirmiş ve pratikte hem faiz oranı hem de döviz kurları birer dışsal değişkene dönüşerek uluslararası piyasalar tarafından kontrol edilir hale gelmişlerdir.”¹⁹¹

“Sermaye kaçıışı ve ulusal paranın ikamesi tehditleri, bir yandan reel faiz oranının yükselmesine yol açmakta, öte yandan da döviz kurlarının düşük tutulmasını gerekli kılmaktadır. Bu süreçte “yüksek reel faiz sarmalı” uluslararası piyasalarca dışsal olarak yönlendirilen bir mali araç haline dönüşmüştür. Bu olgu karşısında Merkez Bankası para politikasını sürdürülebileceği mali araçlar üzerindeki denetimini kaybederek, döviz kurlarını idare eden bir döviz kuruluşa konumuna indirgenmiş hale gelir. Ulusal piyasalara aktif olarak müdahale etme olanağını yitiren Merkez Bankasının gerçekçi bir reel kur ve ulusal kaynakları yatırım ve büyüme önceliklerine göre yönlendirebilecek bir bağımsız faiz politikası izleme olanağı kalmamıştır.”¹⁹² Bunun yanında Merkez Bankası, kısa vadeli spekülasyon sermayenin tehdidinde yönelik olarak, yüksek boyutlarda rezerv tutmak zorunda kalmıştır. Bu da sermayenin, tasarruf ve yatırıma yönelmesi yerine atıl olarak sistem dışına çekilmesine neden olmaktadır. Bunların sonucunda Merkez Bankası bir döviz idaresi kuruluşa olarak çalışmakta ve pasif bir konuma itilmektedir.

¹⁹¹ Erol Balkan, Erinc Yeldan, **Financial Liberalization in Developing Countries : The Turkish Experience, International Workshop on - Financial Liberalization in Developing Countries-**, (Ankara, Haziran 1996), s.13.

¹⁹² Yeldan, Balkan, “Sıcak Para ve Türkiye”, **Cumhuriyet**, 01 Ağustos 1996

5.2.2. Pahalıya Borçlanma

Hükümetin, kamu kesimi açığının finansmanı için iç borçlanmaya yönelmesi, yurtiçi faiz hadlerinin yükselmesine ve kısa vadeli spekülatif amaçlı sermaye akımlarının ülkeye girişlerinin hızla artmasına neden olmaktadır. Kamunun bu yolla finansman sağlamanın olumsuz etkileri ise şu şekildedir:

Birincisi, hükümetin iç borçlanma yolu; hem bütçe açıklarını kapatmaya çalışması hem de dış ödemeyi çalışması, iç borç senetleri faizlerinin yüksek seyretmesine ve dolayısıyla artan sermaye girişine neden olmaktadır. Böyle bir durumda ise, ülkeye giren sermaye ile döviz arzındaki artış döviz kurları üzerinde baskı yaratmakta ve ulusal paranın değerlenmesine sebep olmaktadır. Zaman içerisinde faiz-kur arasındaki marjın giderek açılması, ülkeye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının daha çok faiz ve kur beklentilerine göre hareket eden, duyarlılık derecesi yüksek, spekülatif amaçlara yönelik sıcak para niteliği taşımasına yol açar. Sıcak para bir anlamda geldikleri ülkeye verilen bir borçtur. Üstelik vade yapısı hem kısa hem de verimsizdir. Bu yüzden de bu tür sermaye akımları, ülkeye kısa vadeli çözüm getirmekle birlikte yüksek getiri peşinden koştuğundan ülkeden ne zaman ayrılacağını da önceden kestirmek oldukça güçtür. Genellikle ilk siyasi krizde ülkeyi terk eder ve bunun sonucunda da ülkeden çıkan sermaye finansman sorununun yeniden gündeme gelmesine ve varolan makro ekonomik istikrarsızlığı artırır.

Bu yolla finansmanın bir diğer olumsuz etkisi ise hükümetin pahalıya borçlanmasıdır. Kamunun bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanmaya yönelmesi, hem ekonomideki faiz hadlerini yükseltmekte, hem de kamunun iç borç stokunu artırmaktadır. Ülke yurtdışından daha ucuza borç temin edebilecekken, kısa vadeli sermaye teşvik edilerek daha kolay finansman sağlanması, ülkeyi pahalıya borçlanmaya itmektedir.

Buna bir örnek verecek olursak; Türkiye’de Hazine, uluslararası finans piyasalarından daha fazla tahvil ihraç etmek yoluyla ihtiyaç duyduğu dövizleri alma imkanına sahipti. 1987’den sonra ihraç ettiği tahvillerin vadesi on yıla kadar iken faizleri

ise %2 ve %4 civarındaydı. Teşvik edilen kısa vadeli fonların getirisi ise (dolar bazında) %10-30 aralığında gerçekleşmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerini kullanmayı tercih eden Türkiye bu tür fonlara %8-25 oranından daha fazla faiz ödemiştir. Bu durum ise ekonomi için büyük bir kayıp teşkil etmektedir.

Kısa vadeli sermaye girişinin kamuya getirdiği bir başka yük ise; sermaye akımını çekmeye yönelik uygulanan sterilizasyon politikası ile gelmektedir. Artan oranda sermaye girişi, ülkedeki döviz arzını artırmaktadır. Bu döviz artışının kurda bir değer artışına yol açmasını engellemek için Merkez Bankası döviz fazlasını satın almak zorunda kalır. Fakat bu durumda da para arzında sağlanan artışın engellenmesi gerekmektedir. Bu yüzden, kamu tahvil ihraç ederek, Merkez Bankası'na bu kıymetleri verir. Böylelikle Merkez Bankası da açık piyasa işlemleri ile söz konusu menkul kıymetleri satarak sermaye akımının yol açtığı parasal genişlemeyi sınırlandırmaya çalışır.¹⁹³ Ancak kamunun fazla tahvil ihraç etmesi faiz oranlarını artırır. Eğer tahvil faiz oranları, döviz rezervlerinden sağlanacak getiriden yüksekse bütçe tekrar açık vermeye başlar ve sermaye girişi devam eder.

5.2.3. Mali Piyasalarda Dengesizlik

“Gelişen ülkeler kambiyo ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaları kaldırmaları yanında, özelleştirme çalışmalarında ağırlık vererek bir yandan finansal piyasalardaki serbestleşmeyi diğer yandan da sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliği artırmaya çalışmıştır. Fakat tüm bu çabalara karşın, gelişen sermaye piyasaları gelişmiş piyasalara kıyasla halen sığ piyasalardır. Büyük miktarda alım satım emirleri, fiyat hareketlerinde ani iniş çıkışlara yol açmaktadır. Çünkü bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, gelişmiş piyasalara göre daha azdır.”¹⁹⁴ Yaşanan ekonomik istikrarsızlıklara bağlı olarak

¹⁹³ Miltiades Chacholiddes, *International Economics*, Mc Graw Hill, (International Editions, 1990), s.426.

¹⁹⁴ Musatafa Yılmaz, *Uluslararası Portföy Yatırımları ve Türkiye*, (İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, No:3 Kasım 1994) s:47

gerçekleşen sermaye girişi veya çıkışı gelişen ülkelerin mali piyasalarında aşırı dalgalanmalara neden olmaktadır.

Tablo 15. İMKB Bileşik Endeksleri (TL bazında)
(1995-2002)

	1995	1996	*1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ocak	25.228,78	49.489,50	*1.605	3.547	2.568	16.715	10.685	12.538
Şubat	29.122,91	60.546,51	1.612	2.973	3.890	13.447	8.791	11.055
Mart	39.837,33	67.045,18	1.613	3.266	4.554	15.920	8.022	11.679
Nisan	46.615,19	64.722,75	1.427	4.089	5.354	19.205	12.367	11.441
Mayıs	47.370,92	61.150,41	1.595	4.122	5.069	16.206	10.879	10.413
Haziran	48.233,01	70.489,22	1.857	4.007	4.950	14.359	11.204	9.379
Temmuz	51.943,75	63.365,64	1.953	4.322	5.805	13.870	9.914	10.236
Ağustos	45.139,57	64.533,36	1.980	2.238	5.018	13.132	9.878	9.547
Eylül	41.707,61	72.452,91	2.593	2.266	6.071	11.350	7.625	8.842
Ekim	46.324,64	82.006,10	2.846	2.196	6.556	13.350	9.848	10.251
Kasım	39.113,64	91.758,90	2.879	2.765	8.459	8.747	11.633	13.300
Aralık	40.024,57	94.107,12	3.451	2.597	15.209	9.437	13.782	10.369
Average	41.721,33	70.138,96	2.117	3.199	6.125	13.811	10.385	10.754

(*) Ocak 1997'de endeksten 2 sıfır atıldı.

Kaynak: İMKB, www.imkb.gov, Ekonomik Göstergeler

Tablo 15 ve Tablo 16, 1995-2002 döneminde İMKB Bileşik Endeksi'nde döviz kurlarında aylara göre meydana gelen değişimleri göstermektedir.

Bu tablolara göre Borsa'daki ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar spekülörlerin spekülatif alım satımlarının artması ile bu dönemde oluşan standart sapmanın da artmasına neden olmuştur. Standart sapma, bileşik endeksin o dönem boyunca ortalamadan ne kadar aşağı veya yukarı hareket ettiğini, dolayısıyla hisse senetleri piyasadaki dalgalanmanın şiddetini göstermektedir. Özellikle de bileşik endeks yıl ortalamalarına baktığımızda en yüksek dalgalanmayı 2000 yılında görmekteyiz. Daha önceki konularda da değindiğimiz gibi cari işlemler açığı kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmiş; bu da spekülatif alıcıların ve satıcıların canlanmasına neden olmuştur.

Döviz piyasasında özellikle 1994 yılında kısa vadeli fonların ülkeyi terk etmesi ile yaşanan kriz sırasında piyasa dengesizliğinden yararlanmak için yoğun olarak yapılan arbitraj işlemleri döviz piyasasında ani yükselmelere ve düşüslere neden olmuş ve döviz piyasasındaki dalgalanmanın şiddetini artırmıştır.

Tablo 15 ve 16 dan da görüldüğü gibi, mali piyasalardaki bu aşırı dalgalanma spekülörlerin (kısa dönemli büyük yatırımcıların) karlarına kar katarken küçük tasarrufçuların zararlı duruma düşmesine neden olmaktadır.

Aynı zamanda yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar sonucu ülkeye giren ve çıkan her spekülatif sermaye ülke ekonomisi için risk teşkil etmekte ve mali piyasada dengesizlikler yaratmaktadır.

Tablo 16. Döviz Kurlarında Meydan Gelen Aylık Artış (1994-2001) (TL)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1994												
ABD Doları	17.203,52	18.260,41	22.137,60	34.086,69	31.730,41	31.163,35	31.016,84	32.950,97	34.038,79	35.823,00	36.323,00	38.418,00
Alman Markı	9.949,98	10.646,22	13.173,24	20.479,87	19.279,62	19.711,00	19.440,20	20.881,47	21.947,68	23.692,00	23.232,00	24.806,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	27.153,50	28.906,63	35.310,84	54.566,56	51.010,03	50.874,35	50.457,04	53.832,44	55.986,47	59.515,00	59.555,00	63.224,00
% Değişim	%19,07	%6,46	%22,15	%54,53	% - 6,62	% - 0,27	% - 0,82	%6,69	%4,00	%6,30	%0,07	%6,16
1995												
ABD Doları	40.393,00	41.371,00	41.726,00	42.268,00	42.588,00	43.803,00	44.880,00	47.843,00	48.883,00	50.985,00	54.462,00	59.501,00
Alman Markı	26.685,00	28.185,00	30.198,00	30.600,00	30.708,00	31.661,00	32.540,00	32.648,00	34.381,00	36.136,00	37.874,00	41.524,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	67.078,00	69.556,00	71.907,00	72.868,00	73.296,00	75.464,00	77.420,00	80.491,00	83.264,00	87.121,00	92.336,00	101.025,00
% Değişim	%6,10	%3,69	%3,38	%1,34	%0,59	%2,99	%2,59	%3,97	%3,45	%4,63	%5,98	%9,41
1996												
ABD Doları	62.503,00	65.786,00	70.574,00	74.235,00	78.086,00	81.281,00	82.795,00	85.802,00	91.328,00	95.315,00	101.321,00	107.505,00
Alman Markı	41.968,00	44.851,00	47.825,00	48.457,00	50.478,00	53.383,00	56.362,00	58.072,00	59.786,00	63.165,00	66.059,00	69.073,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	104.471,00	110.637,00	118.399,00	122.692,00	128.564,00	134.664,00	139.157,00	143.874,00	151.114,00	158.480,00	167.380,00	176.578,00
% Değişim	%3,41	%5,90	%7,01	%3,62	%4,78	%4,74	%3,33	%3,38	%5,03	%4,87	%5,61	%5,49
1997												
ABD Doları	116.000,00	122.420,00	127.050,00	134.630,00	139.720,00	147.690,00	158.660,00	165.410,00	173.210,00	182.980,00	193.420,00	204.860,00
Alman Markı	71.128,00	72.365,00	75.759,00	77.718,00	82.094,00	86.684,00	86.631,00	92.208,00	98.089,00	105.040,00	109.710,00	114.300,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	187.128,00	194.785,00	202.809,00	212.348,00	221.814,00	234.374,00	245.291,00	257.618,00	271.299,00	288.020,00	303.130,00	319.160,00
% Değişim	%5,97	%4,09	%4,11	%4,70	%4,45	%5,66	%4,65	%5,02	%5,31	%6,16	%5,24	%5,28
1998												
ABD Doları	214.190,00	228.500,00	241.630,00	248.420,00	255.940,00	264.880,00	269.260,00	270.020,00	276.210,00	285.080,00	302.360,00	313.707,00
Alman Markı	119.990,00	126.080,00	130.900,00	138.140,00	143.540,00	146.600,00	151.420,00	155.920,00	164.900,00	172.580,00	177.740,00	187.230,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	334.180,00	354.580,00	372.530,00	386.560,00	399.480,00	411.480,00	420.680,00	425.940,00	441.110,00	457.660,00	480.100,00	500.937,00
% Değişim	%4,70	%6,10	%5,06	%3,76	%3,34	%3,00	%2,23	%1,25	%3,56	%3,75	%4,90	%4,34
1999												
ABD Doları	330.605,00	350.713,00	367.383,00	388.375,00	404.642,00	419.339,00	425.934,00	442.953,00	458.392,00	477.319,00	513.672,00	540.098,00
Alman Markı	192.515,00	197.715,00	203.243,00	210.408,00	216.365,00	221.438,00	233.021,00	239.297,00	249.817,00	257.570,00	265.395,00	277.169,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	523.120,00	548.428,00	570.626,00	598.783,00	621.007,00	640.777,00	658.955,00	682.250,00	708.209,00	734.889,00	779.067,00	817.267,00
% Değişim	%4,42	%4,83	%4,04	%4,93	%3,71	%3,18	%2,83	%3,53	%3,80	%3,76	%6,01	%4,90
2000												
ABD Doları	557.882,00	572.057,00	588.060,00	609.305,00	613.665,00	618.985,00	634.207,00	651.328,00	663.434,00	682.053,00	682.883,00	671.765,00
Alman Markı	279.735,00	283.976,00	287.290,00	283.931,00	293.147,00	301.513,00	300.171,00	298.484,00	299.927,00	295.372,00	302.296,00	316.265,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	837.617,00	856.033,00	875.350,00	893.236,00	906.812,00	920.498,00	934.378,00	949.812,00	963.361,00	977.425,00	985.179,00	988.030,00
% Değişim	%2,49	%2,19	%2,25	%2,04	%1,51	%1,50	%1,50	%1,65	%1,42	%1,45	%0,79	%0,28
2001												
ABD Doları	679.162,00	906.164,00	1.056.544,00	1.160.566,00	1.156.530,00	1.267.415,00	1.319.881,00	1.368.548,00	1.518.666,00	1.589.727,00	1.484.545,00	1.439.567,00
Alman Markı	319.226,00	424.674,00	476.782,00	535.889,00	507.297,00	551.658,00	590.759,00	638.012,00	721.248,00	737.710,00	675.466,00	648.377,00
Kur Sepeti (1\$+1DM)	998.388,00	1.330.838,00	1.533.326,00	1.696.455,00	1.663.827,00	1.819.073,00	1.910.640,00	2.006.560,00	2.239.914,00	2.327.437,00	2.160.011,00	2.087.944,00
% Değişim	%1,04	%33,2	%15,2	%9,33	% - 1,94	%9,33	%5,03	%5,02	%11,6	%3,90	% - 7,19	% - 3,33

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, Ekonomik ve Finansal Göstergeler

5.2.4. Reel Kesimde Küçülme

Son olarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomisini direk veya dolaylı yönden olumsuz bir başka etkisi de ülkede kısa dönemli akımların artması ile yurtiçi tasarruf oranlarının ve yatırımların düşmesidir. Kısa vadeli sermaye girişinin hızlanması ile birlikte reel faiz oranlarının yukarıya doğru hareket etmesi zamanla sabit yatırımların maliyetini artıracığından, gelen sermayenin uzun dönemli yatırımlara yönelmesini engellemektedir. Bunun yanında faiz geliri elde edenlerin kazançlarını ekonomiye tasarruf olarak değil de tüketim olarak yansıtmaları da, yurtiçi tasarruf oranlarının düşmesine ve sabit sermaye yatırımlarını finanse edecek kaynağın azalmasına neden olmaktadır.

Kısa vadeli fonları çekmeye yönelik düşük kur yüksek faiz politikasının teşvik edilmesi tasarrufçularda yüksek kar beklentileri oluşturularak, ödünç verilebilecek fonların reel yatırımlardan finansal aktif yatırımlara doğru kaymasına yol açmaktadır. Özellikle özel sektör yatırımlarının yüksek faiz nedeniyle repo gibi faaliyet dışı alanları daha cazip bularak üretime yönelik yatırımlar yerine spekülatif akımlara kayması üretici sermayesinin finansal alanlara kaymasına neden olmaktadır.¹⁹⁵ Kısa vadeli sermaye akımının bu etkisi ise dolaylı olarak ülke ekonomisindeki üretimi azaltan bir diğer etkendir.

Sonuç olarak, sermaye akımı sonrasında yükselen faiz oranları fon sahiplerinin üretici alanlara değil finansal alanlara kaymasına sebep olmuştur. Bu durum ise zamanla sanayileşmenin yavaşlamasına makro ekonomik dengelerin bozulmasına ve reel ekonominin küçülmesine neden olabilmektedir.

Türkiye'ye gelen sermayenin 1990 yılı itibarı ile büyüme hızı ve yurtiçi tasarrufları üzerindeki etkisi Tablo 12'de gösterilmiştir.

¹⁹⁵ İzzettin Önder, "Ekonomik Kriz Panoraması", *İktisat Dergisi*, Sayı 356, (Nisan 1996), s.17

Ülkeye giren sermaye tasarrufları ve yatırımları değil daha çok tüketimi finanse etmektedir. Tasarruf açığının ve büyüme hızlarının yüksek reel faizler yoluyla sermaye hareketleri ile finanse edilmesi; enflasyonu düşürme adına döviz kurlarını düşük tutan politikalar reel sektörü vurmuş, ihracatı durma noktasına getirmiş¹⁹⁶ ve gelir dağılımını daha adaletsiz duruma getirmiştir.

5.2.5. Finansal Sektör ve Reel Sektör Arasındaki Bağlantının Zayıflamasına Neden Olma

“Sıcak para olarak da adlandırılan uluslararası spekülative sermaye, yöneldiği gelişen piyasalar kanalıyla ulusal ekonomiyi reel sektör ve finans sektörü arasındaki bağı zayıflatarak menkul kıymetlerin fiyatlarında sabun köpüğü (bubble) türü şişmelere neden olmaktadır. Temelde, iyi işleyen bir sermaye piyasası, tasarruf artışı sağlama ve yatırım kaynaklarının etkin dağılımı yoluyla ekonomik gelişme sürecine katkıda bulunmaktadır. Ancak, gerek yüksek hacimdeki sıcak para giriş ve çıkışı, gerekse sıcak paranın devinim hızı ulusal finans piyasalarındaki mali araçların özgün gelişimini engellemektedir.”¹⁹⁷

Bir önceki konularda da değindiğimiz üzere gelişen piyasaların yabancı ülke fonları için cazip olmasının en önemli nedenlerinden birisi bu tür piyasalarda oluşan yüksek oranlı getirilerdir. Örneğin 1986 yılında İMKB endeksi 170.9'dan 1987 yılında 673'e çıkıp 1988'de 373.9'a düşmekte ve 1989 yılında 2217.7'ye fırlamıştır. Ancak gelişen bir piyasa olan İMKB'de gerek işlem gören şirket sayısının az oluşu, gerekse işlem hacminin düşük oluşu İMKB'nin uluslararası spekülative sermaye giriş çıkışları karşısında ne kadar sığ olduğunu göstermektedir. (bkz. Tablo 17) Bu durumda İMKB'de işlem gören menkul kıymetlerin hacim değeri sıcak para girişlerini özümseyebilmekten uzaktır. Dolayısıyla spekülative arbitraj amacıyla hareket eden uluslararası sermaye, ulusal menkul kıymet havuzunu doğrudan etki alanı içine alabilmektedir.

¹⁹⁶ Esel, a.g.e., s.76.

¹⁹⁷ Balkan, Yeldan, *Financial Liberalization in Developing Countries...*, s:13

Tablo 17. İMKB Göstergeleri ve Kısa Vadeli Sermaye Girişi
(milyon dolar)

Yıllar	Kısa Vadeli Sermaye Girişleri	İMKB'de İşlem Gören İşletme Sayıları	Toplam İşlem Hacmi
1990	3000	110	5854
1991	-3020	134	8502
1992	1396	145	8567
1993	3054	160	21770
1994	-5127	176	23203
1995	3713	193	52357
1996	5922	213	37737
1997	1761	244	58104
1998	2601	262	70396
1999	759	256	84034
2000	4200	287	181934
2001	-11321	279	80400

Kaynak: <http://imkb.gov.tr/veri/hissedur.htm>, "İMKB Hisse Senedi Piyasası Verileri" s:1-5

Ancak sermaye piyasasında işlem gören araçlar giderek üretken yatırımların finansmanı amacıyla değil, kamu açığının finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Örneğin 1990 yılında menkul kıymetler stokları içinde özel sektör menkul kıymetlerin yüzdelik dağılımı %38,9, kamu kesimi menkul kıymetlerin yüzdelik dağılımı %56,1 iken; 1997 yılında bu oran özel sektörde %13,3, kamu kesiminde ise %86,7 olmuştur.

Sonuç olarak bir yandan piyasaların sığ oluşu, diğer yandan bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin üretken yatırımların finansmanı yerine kamu açığının finansmanına yönelik olması nedeniyle menkul kıymetler getirilerinin yüksek oluşu, spekülatif amaçlı uluslararası sermayenin giriş ve çıkışlarını artırarak, ulusal mali piyasalarda sürekli bir dalgalanma ve istikrarsızlık unsuru yaratmaktadır.¹⁹⁸ Bu durum ise mali piyasalarda istikrarsızlık yaratarak finansal sistemin işlevini olumsuz yönde etkileyip; etkin kaynak dağılımında zorluklara neden olmaktadır.

Kısa vadeli sermaye giriş ve çıkış işlem hacminin büyüklüğü karşısında ulusal mali piyasaların göstergeleri bağımsızlığını yitirmekte ve özgün gelişim olanakları ortadan kalkmaktadır. Türkiye'de de örneğin İMKB endeksinin gelişimi incelenirse

¹⁹⁸ Yeldan, Balkan, "Sıcak Para ve Türkiye", Cumhuriyet, 01 Ağustos 1996

(bkz. Tablo 18) İstanbul Borsası'ndaki dalgalanmalar ile spekülâtif kısa vadeli sermaye giriş işlem hacmi arasındaki bağımlılık kolayca görülmektedir. İMKB'de gözlenen artışların aslında reel üretim kaynaklı bir performans yerine doğrudan doğruya dış kaynaklı spekülâtif hareketlere bağılı yapay şişmelerden ibaret olduğunu yakın tarihimiz belgelemektedir.¹⁹⁹

6. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN 1990 SONRASI TÜRKİYE'DE YAŞANAN KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

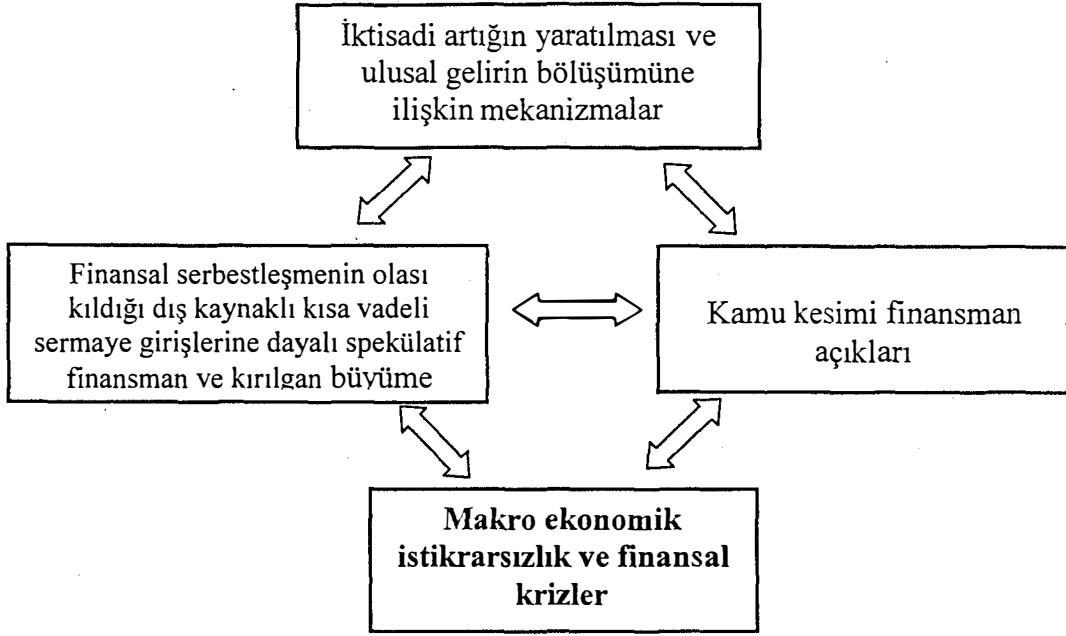
Uluslararası spekülâtif amaçlı sermaye GOÜ'lerde ilk aşamada döviz arzını boşaltarak ulusal paranın değerlenmesine yol açmakta ve bunun sonucunda da ihracat hacmi daralmaktadır. Diğer yandan gelen bu para, yeni ve üretken yatırımlara yönelmek yerine; ekonomide tüketim ve ithalat patlaması yaratarak cari işlemler açığının tehlikeli bir biçimde yükselmesine neden olmaktadır. Cari işlemler açığının artması devalüasyon beklentisini gündeme getirmekte, bu durum da kısa vadeli sermayenin ülkeyi hızla terk etmesine yol açarak makro ekonomik dengelerin alt üst olmasına ve ekonominin krizsel bir sürece girmesine neden olmaktadır.

“Türkiye ekonomisinde finansal küreselleşme deneyiminin birbirine bağılı şu üç olguyu yansıttığını söyleyebiliriz:

- İktisadi artığın yaratılması ve ulusal gelirin bölüşümüne ilişkin süreçler
- Söz konusu bölüşüm dinamiklerinin düzenlenmesinde devletin değışen rolü ve bunun yol açtığı kamu kesimi finansman açıkları
- Finansal serbestleşmenin olası kıldığı dış kaynaklı kısa vadeli sermaye girişlerine dayalı spekülâtif finansman ve büyüme

¹⁹⁹ Yeldan, a.g.e., s.139.

Şekil 1.



Kaynak: Erinç Yeldan, "Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi" s:28

Şekil 1'den de görüldüğü gibi öngörülen ikinci ve üçüncü olguların döngüsel sonucu makro ekonomik istikrarsızlık ve finansal krizdir.

Özet olarak bölüşüm sorunu, kamu kesimi açıkları, dış sermaye girişlerine dayalı finansman şeklinde vurgulanabilecek bu üçgen²⁰⁰ Türkiye'de oluşan finansal krizlerin basamaklarıdır diyebiliriz.

Spekülasyon amaçlı sermaye, fon kullanımında özellikle makro ekonomik dengeler açısından son derece sakıncalıdır. Sermaye hareketleri serbestleştiğinde, dengede, bir risk primi farkıyla, reel faizler uluslararası eşitlenir. Dışarıdan sermaye çekmek isteyen ülkede enflasyon varsa, bu içerideki nominal faizin en az, dış reel faizin ise devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde olmasını gerektirir. Aksi takdirde sermaye kaçıışı olur. Giren fonların yerli paraya çevrilerek yarattığı harcama genişlemesiyle dış açıkların büyümesi, dışarıdan sermaye çekme gereğini artırır. Bu kez döviz fiyatı sermaye girişlerinin beslediği döviz rezervleriyle reel anlamda düşerken, artış oranının

²⁰⁰ Yeldan, a.g.e., s.28-29.

içerideki yüksek nominal faizlerin çok altında kalması sağlanır; böylece dış sermayenin reel getirisi yükselir. Faiz arbitrajı, fon akımının kaynağı olur. Makro ekonomik dengesizliğin içeride fırlattığı spekülâtif faaliyetler içine fon talebi de eklenince, dışarıdan akan fonların getirisi olağanüstü olmaya başlar. Bu arada hem kamu hem de özel sektör borç batağına girer; bir yandan ithalat patlarken diğer yandan da ihracat duraklar. Cari işlemler açığının büyümesi devalüasyon beklentisini artırırken; mali krize kapı açılmış olur.

Sermaye kaçıışı peşinden yüksek oranlı devalüasyonu getirir. Zaten sermaye kaçıışının başlaması ile yüksek oranlı devalüasyon kaçınılmaz hale gelecek, faizler fırlayacak ve kriz başlayacaktır. Kriz mali piyasalardan reel kesime de intikal eder. GSMH aşırı düşüş gösterir, işsizlik ve enflasyonda patlamalar görülür. Yüksek reel faiz ve devalüasyon, üretim maliyetlerini yükseltince, mal fiyatları artıncaya kadar üretim karlı olmadığı için girişimci üretimi durdurup işçi çıkarmaya başlar.²⁰¹

Ülkemizde yaşanan yakın krizlerden 1994 krizi ve 2000-2001 krizlerine kısaca değinerek, kısa vadeli sermaye hareketlerinin krizleri ne şekilde etkilediğini inceleyelim:

6.1. 1994 Krizinin Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Açısından Değerlendirilmesi

“1994 yılının ilk aylarında Türkiye Ekonomisi’nde yaşanan ve hükümetin 5 Nisan Kararları olarak bilinen bu kararlar, krizin başlangıçta bir mali kriz olarak ortaya çıkmasına neden olmuştur. Çünkü kriz kendisini ilk önce borsa ve döviz piyasalarında hissettirmiştir.”²⁰²

“Şubat ayının ilk günleri itibariyle İMKB endeksinde günde % 20'lere varan değer düşüşü ile birlikte, döviz piyasalarında hareketlenmeler başlamış, TL'den kaçış ve

²⁰¹ Kazgan, a.g.e., s.181.

²⁰² Maahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası Teori ve Uygulamaları*, (Üçüncü. Basım İstanbul: Om Yayınevi , 2002) s.281.

yabancı paralara talep artarak; panik süreci başlamıştır. Buna karşılık Merkez Bankası piyasalara dolar satarak müdahale etmeye çalışmış ve bu çerçevede Banka'nın rezervleri hızla erirken dövizdeki hızlı yükseliş engellenememiştir. Nihayet döviz kurlarına müdahaleden vazgeçilmiştir. Sonuç olarak hem Merkez Bankası'nın rezervleri erimiş hem de döviz kurlarının %100'ün üzerinde değer kazanması engellenememiştir. Borsa endeksi ve TL bir hafta gibi bir sürede değerlerinin yarısından fazlasını yitirirken; bir çok aracı kurum²⁰³ ve banka (Marmara Bank, TYT Bank ve İmpex Bank) iflas etmiş ve mali sistemin güvensizliği artmıştır. Hükümet ise çareyi Mevduat Sigortası'nı getirmekte aramıştır.²⁰⁴

“1993 yılı ortasında hükümetin “faizlerin düşmesi” talebi üzerine hazinenin piyasalardan borçlanmasının azaltılması düşünülmüş ve Hazine'nin Merkez Bankası'ndan daha çok borçlanması yolu izlenmiştir. Bunun arkasından zamanla Hazine'nin iç borçlanma ihaleleri iptal edilmeye başlanmıştır. Hazine iç borçlarını geri ödüyor fakat sonrasında ödediği borç kadar borçlanamıyordu. Merkez Bankası'nın piyasaya çıkarmak zorunda kaldığı Türk Lirası döviz talebi yaratıyor ve döviz rezervleri ise hızla erimeye başlıyordu. Bankalararası döviz piyasasında kurlar artarken Merkez Bankası'nın fazla likiditeyi piyasadan çekmemesine de hükümet tarafından izin verilmiyordu. Sonuçta Ocak 1994'te Merkez Bankası %17 civarında devalüasyon yapmak zorunda bırakıldı. Dolar 15.000 TL'den 17.000TL'ye çıktı. Fakat devalüasyon serbest piyasada döviz fiyatlarının daha da artmasına neden oldu.”²⁰⁵ 1994 Nisan'ında IMF ile Stand-by Anlaşması yapıldı. Önlemler alınmaya başlanmıştır. Fakat dövize olan talep durdurulamadı. Ve serbest piyasada dolar kuru 40.000TL'ye kadar ulaştı. (bkz. Tablo 16) Hükümet üç ay vadeli hazine bonolarını, dönemsel net getirisi %50 olacak şekilde (yıllık bileşik faiz %406) ihraç etmek zorunda kaldı.

1994 yılı sonuna gelindiğinde ise o dönem koşullarında Türkiye Ekonomisi'nde şu noktalar dikkat çekmeye başlamıştır:

²⁰³ Alp, a.g.e., s.159.

²⁰⁴ Mevduat Sigortası: Tasarruf sahiplerinin bankalara hücumunu engelleyebilmek için hükümetin bütün banka mevduatlarına sınırsız kamu güvencesi getirmesidir şeklinde ifade edebiliriz.

²⁰⁵ Alp, a.g.e., s.160.

- Serbest döviz kuru politikası yerine; gerek Merkez Bankası'nın piyasaya müdahalesi, gerekse değişik düzenlemeler ile döviz fiyatları kontrol altında tutulmuştur.
- Büyüyen dış ticaret, bütçe açıkları ve biriken kamu borçlarının finansman yükü nedeniyle kamu hazinesinin sermaye piyasalarındaki fonları süpürmesi, gecelik faiz oranlarını %1000'lerin üzerine çıkarmıştır.
- Bankaların yurtdışından sağladıkları fonları gerek TL bazında ve gerekse döviz bazında müşterilerine pazarlaması ve sonuçta bankaların açık pozisyonlarının artması, döviz kurlarındaki yükselmeler karşısında geri dönmeyen krediler nedeniyle, batık kredilerin miktarı yükselmiştir.
- Çok libere bir bankacılık düzenlemesi yapılmasına rağmen bankacılık kesimini yeterli derecede kontrol edilmemiş, riskli alacakları bulunan kamu bankaları sistemde önemli bir ağırlığa sahip olmuştur.
- Kısa vadeli fonların hacmi artmış ve Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin büyük bir kısmını yabancı yatırımcılar tutmuştur.²⁰⁶
- 1994 krizi sırasında Türkiye'den 4.1 milyar dolarlık sermaye çıkışı olmuş, (bkz. grafik 6) yıl sonunda enflasyon %150'yi bulmuş, ekonomi ise %6,1 küçülmüştür.

Ocak 1994'de Merkez Bankası'nın devalüasyon yapması ekonomide kısa vadeli sermayenin kaçmasına neden olmuştu. Sıcak para çıkışı arttıkça piyasalardaki tedirginlik ve panik piyasaları daha da zora sürükleyerek krizin etkisinin derinliğini arttırmış oldu.

1994 yılında yaşanan krizi sermaye hareketleri kalemleri arasında en fazla etkileyen kısa vadeli sermaye hareketleri olmuştur. Diğerlerine oranla boyutunun fazla olması ise krizin nedenini bir kere daha ortaya koymaktadır. (bkz. grafik 6)

²⁰⁶ Alp, a.g.e., s.160.

Tablo 18. Sıcak Para ve Seçilmiş Finansal Göstergeler (milyar dolar)

Yıllar	Sıcak Para Yurtiçi Getirisi*	Net Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	Cari İşlemler Dengesi	Para İkamesi**
1992	0,154	1396	-974	39,9
1993	0,045	3054	-6433	50,2
1994	-0,315	-5127	2631	53,0
1995	0,197	3713	-2339	54,8
1996	0,208	5922	-2437	48,4
1997	0,210	1761	-2638	49,1
1998	0,198	2601	1984	45,3
1999	0,335	759	-1360	47,0
2000	0,392	4200	-9819	46,1
2001	-0,791	-11321	3396	58,2

Kaynaklar: TCMB İstatistikleri, DPT Temel Ekonomik Göstergeler

* $[(1+R) / (1+E)]$; R: Yurtiçi mali piyasalarda en yüksek faiz oranı
E: TL Aşınma Oranı

** Döviz Mevduatı / Yerleşikler Toplam Mevduatı

Tablo 18’de ilk satırda yer alan “sıcak paranın yurtiçi getirisi ulusal mali piyasalarda en yüksek getiriye veren finansal yatırım aracı ile TL’deki aşınmanın oranı arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Bu oran, dönem başında TL’ye dönüştürülen yabancı finansal sermaye yatırımının, TL bazında faiz geliri elde ettikten sonra, tekrar yabancı döviz dönerak yurtdışına çıkartılması sonucu, elde ettiği kazancı formüle etmektedir. Bu işlem boyunca TL bazında reel faiz getirisi, yabancı para-TL alım satımını veren döviz kurundaki aşınmayı karşılıyorsa net bir spekülatif kazanç söz konusudur.”²⁰⁷ Tablo 18’deki veriler kısa vadeli net sermaye giriş-çıkışlarının özellikle de 1994 ve 2001 yıllarındaki durumunu açıkça göstermektedir. Bu yıllarda yaşanan krizlerle birlikte ülkeden çıkan kısa vadeli sermaye miktarındaki sıçrama, sıcak paranın yurtiçi getirisini bir önceki yıla oranla büyük bir farkla negatif hale dönüştürmüştür..

“Sermaye hareketlerinin yarattığı baskı sonucunda döviz kurunun (TL/\$) aşınma oranı, yurtiçi fiyat enflasyonunun gerisinde kalarak satın alma paritesine göre reel olarak aşırı değerlenmekte, sonuç olarak da ödemeler dengesi cari işlemler açığı büyümektedir. Nitekim 1993’te söz konusu açık 6,4 milyar dolara ulaşmıştır. Sıcak paranın getirisinin sürdürülememesinden kaynaklanan 1994 krizi, bir anda ithalat

²⁰⁷ Yeldan, a.g.e., s.136.

hacmini düşürmüş ve cari işlemler dengesini fazlaya (2,6 milyar dolar) dönüştürmüştür.”²⁰⁸ 1993 yılından itibaren ise para ikamesinin %50’sinin üzerinde olması ulusal para biriminin belirleyiciliğinin öneminin giderek azaldığını görmekteyiz.

6.2. 2000-2001 Krizlerinin Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Açısında Değerlendirilmesi

“Sabit Kura Dayalı İstikrar Programı, Para Kurulu’na benzer bir uygulamayı devreye sokmuştu. Bu uygulamaya göre; yurtiçine yabancı para girdiğinde, Merkez Bankası döviz rezervleri artıyor, parasal taban genişliyor, likidite artıyor ve bu da faiz oranlarının düşmesine neden oluyordu. Programın uygulandığı ilk 6-7 aylık bir sürede olumlu konjonktür nedeniyle önemli bir yabancı sermaye girişi olmuş; bu da istenenden daha fazla faiz oranlarını düşürmüştü. Ekim’den itibaren ise bu süreç tersine dönmüş, sermaye çıkışları likidite sorununu kötüleştirmiştir.”²⁰⁹ Böylece 2000-2001 krizinin temel nedenlerinden birisi olan sermaye hareketlerinin değişkenliği sorunu önemini daha da çok göstermeye başlamıştır.

“Kasım 2000 Krizi’nden önceki Türkiye ekonomisinin genel görünümünü incelediğimizde; ekonomik büyüme %6,7'lere ulaşmış ve enflasyon oranları %40'lara kadar çekilebilmiştir. Enflasyondaki düşmeye rağmen oranların hedeflenmiş döviz kuru artışının üzerinde olması, TL'nin döviz sepeti karşısında değerlenmesine yol açmış bu da cari açığın yükselmesine sebep olmuştur. TL'deki değerlenme ve piyasaya olan güvensizlik Türkiye’de bankacıları ve yabancı yatırımcıları pozisyon kapatmalarına neden olmuştur.”²¹⁰

Kasım ayındaki krizde, küçük tasarruflular ve yabancılar dövize daha çok talep göstermişlerdir. MB, döviz rezervlerindeki önemli aşınmaya karşın, bu krizi IMF’den sağladığı ilave kredilerle ve yüksek faiz silahını kullanarak püskürtebilmişlerdir. Fakat bunun sonucunda bankacılık kesimi zarara uğramaya başlamıştır.

²⁰⁸ Yeldan, a.g.e., s.140-141.

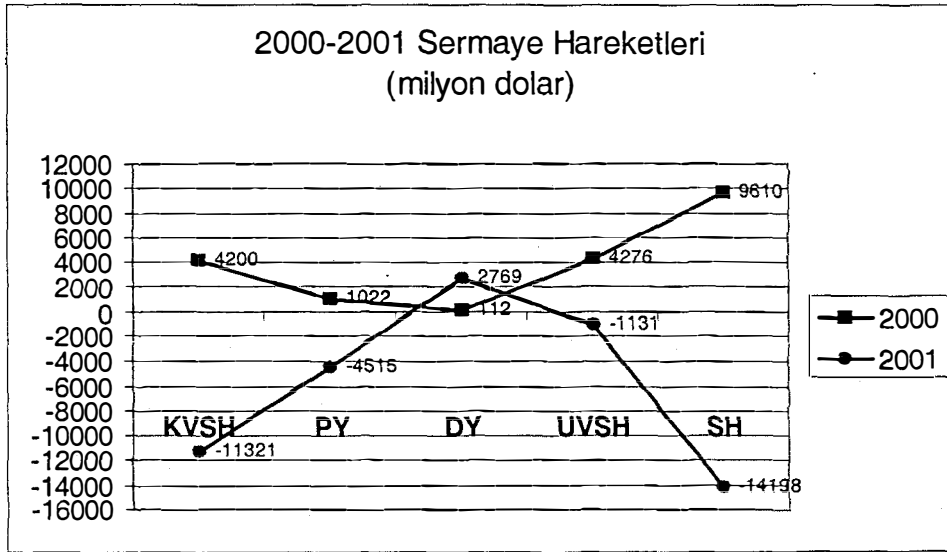
²⁰⁹ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.54.

²¹⁰ Yay, Yay ve Yılmaz, a.g.e., s.54-55.

“Kasım Krizi’nden 3 ay sonra, 19 Şubat 2001 tarihinde MGK (Milli Güvenlik Kurulu) Toplantısı’nda yaşanan bir tartışma, yeni bir döviz krizine neden olmuştur. Gecelik %6000’leri aşan faiz oranları dahi dövize olan talebi frenleyememiş ve MB’na bir gün içinde gelen “döviz alış talebi” 7 milyar doları aşmıştır. Kasım Krizi’nden farklı olarak Şubat Krizi’nde yerli yatırımcılarla küçük tasarruf sahipleri de dövize hücum etmişlerdir. Durdurulamayan döviz talebi nedeniyle, 21 Şubat gecesi IMF destekli döviz çıpasına dayalı ekonomik program rafa kaldırılarak, TL dalgalanmaya bırakılmıştır.”²¹¹ Ve 16. kez imzalanan IMF Programı yine başarısız olarak kabul edilmiştir.

“Türkiye’de yaşanan krizler ile 1994 Meksika Krizi ve Asya Krizi’nin nedenlerine bakıldığında benzer belirtilerin ortaya çıktığı görülecektir. Bunlar; mali sektörde yaşanan sorunlar, yabancı sermaye kalemleri arasında kısa vadeli sermayenin ağırlıklı olması, gerçekçi döviz kuru politikalarının izlenmemesi”²¹² ve krizlerin nedenlerinin otoriteler tarafından önceden öngörülememesidir.

Grafik 7. Sermaye Hareketleri Dağılımı (2000-2001)



Kaynak: TCMB “Grafik TCMB İstatistiksel Verileri yardımıyla tarafımızca oluşturulmuştur.”

²¹¹ Alp, a.g.e., s.162.

²¹² Alp, a.g.e., s.162-163.

Grafik 7’de 2000 ve 2001’in sermaye hareketleri eğimlerine baktığımızda, bu iki yıl arasındaki dalgalanmanın diğer yıllara oranla daha şiddetli olduğunu görebiliriz.

2000 yılında ülkemize giren 4200 milyon dolar kısa vadeli sermaye girişi 2001 yılında yaklaşık 3 kat fazla olarak ülkemizden çıkmış (11321 milyon dolar), sıcak para yurtiçi getirisi büyük bir oranla negatif hale dönüşmüştür.(bkz. tablo 18) Devalüasyon beklentisi sonucu sermaye çıkışı faizleri daha da yükseltmiş bu da daha fazla sermaye çıkışına neden olmuştur.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin genel hatlarıyla nedenlerine ve süreçlerine değindikten sonra sıcak paranın (KVSH) krizler üzerindeki rolünü inceleyebiliriz:

Tablo 19. 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri
(milyon dolar)

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

Kaynak: <http://www.inadına.com/inadeksi/sayı13/boratov.htm>. Korkut BORATAV, “2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri” 02.10.2001. Sayı 13,s:3

Yukarıdaki Tablo’da da görüldüğü gibi, “kriz öncesi” ve “kriz dönemi” kısa vadeli sermaye giriş çıkış büyüklükleri yerli ve yabancı kökenli olarak ayrı ayrı ifade edilmiştir.

Yabancı kökenli sıcak para, kriz öncesi ülkemize, 4.204 milyon dolar miktarında girerken; kriz döneminde ülkemizden 10.984 milyon dolar miktarında çıkmıştır. Yabancı kökenli sıcak para alt kalemlerinden portföy ve menkul değerler kaleminin kriz

öncesi ve kriz dönemi arasındaki uçurum farkı ve yabancı bankaların yerli bankalara olan kısa vadeli kredilerin yaklaşık olarak yarısını geri çekmeleri yaşanan finansal krizin tarihi bir kriz olduğunu göstermektedir.

“Yerli kökenli sıcak para akışlarını incelediğimizde; kriz öncesi ülkeden çıkan kısa vadeli sermayenin (3.498 milyon dolar) kriz dönemi çıkan kısa vadeli sermaye çıkışından (1.012 milyon dolar) fazla olduğunu görmekteyiz. Burada yerli yatırımcılar özellikle yurt dışındaki portföy yatırımlarını tasfiye ederek sermaye girişine yönelmiş olmaları dikkat çekmektedir. Bu davranış, krize karşı ülke dışındaki kaynakları kullanma gereksiniminden kaynaklanmış olabilir.

Kriz içinde yabancı kökenli sıcak paranın oynadığı rol, kriz öncesine göre çok daha fazladır. Kriz koşullarını içeren Kasım-Haziran aylarında ise, yabancı kökenli sıcak para çıkışları, (11 milyar dolar) toplam yabancı sermaye çıkışlarını (10,4 milyar dolar) aşmıştır. Bu durum büyük ölçüde, finansal bunalımda “sıcak” olmayan bir sermaye hareketinin, yani dolaysız yabancı yatırımlardan kaynaklanan girişlerin, Kasım- Haziran arasında 2,4 milyar doları bulmasından kaynaklanmaktadır. Yabancıların sıcak para çıkışları öncelikle menkul değerlerde kısa vadeli banka kredileri (1,7 milyar dolar) ile mevduattan (0,9 milyar dolar) oluşuyor. Menkul değer tasfiyelerinde hazine bonosu satışlarının ise önde geldiği bilinmektedir.”²¹³

Ülkemizde yaşanan bu kaynak çıkışı sonucunda 2001 yılında, ekonomi, %9,5 oranında ve çok sert bir daralma yaşayarak tarihinin en büyük krizini atlattır.

²¹³ Korkut Boratav, “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, www.inadına.com.inadeski.sayı13/boratov (19.11.2002), s.5-6.

SONUÇ

1980'li yıllarda diğer GOÜ'lerde olduğu gibi Türkiye'de de 24 Ocak 1980 Kararları ve izleyen dönemde uygulamaya başlayan liberalizasyon tedbirleri ve finansal küreselleşme adında önemli gelişmeler kaydedilmiştir. IMF ve Dünya Bankası destekli uygulanan finansal liberalizasyon politikaları ile ekonomide tasarruf oranının arttırılabileceği, bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarımı yapılabileceği ve sonuçta istikrarlı bir büyümenin sağlanabileceği öne sürülmüştür.

Finansal küreselleşmenin sonucu olarak son yıllarda uluslararası finans piyasalarına çeşitli biçimlerde giren sermaye akımlarından "kısa vadeli sermaye hareketlerinin" ülke ekonomilerindeki ağırlığının giderek artması, bu tür sermaye akımlarının ülke ekonomisi üzerinde ne gibi etkiler yarattığını yakından izlenmesini gerekli kılmış ve çeşitli tartışmalara yol açmıştır.

İki iktisatçı Mc Kinnon ve Shaw, finansal serbestleşmenin ekonomide tasarrufları arttıracığını ve yatırımların daha verimli alanlara yapılacağını, böylece ekonomide istikrarlı bir büyüme sürecinin başlayacağını savunurken, "Keynesyen" iktisatçılar faiz kontrollerinin ekonomide yatırımları arttırıcı rolüne dikkat çekmiştir. "Yapısalcı Modeli" benimseyenler ise; finansal serbestleşmenin faiz oranlarını yükseltmesi nedeniyle finansman maliyetlerini arttırmasından dolayı, enflasyona neden olduğunu iddia ederek bu iki düşünürün savunduğu fikirleri eleştirmiştir.

Bunun yanında finansal serbestleşmenin bir parçası olarak görülen uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve özellikle GOÜ'lere yaptığı etki üzerinde de çeşitli tartışmalar olmuştur.

Daha çok ülkelerarası faiz farklılıklarından yararlanmak için yer değiştiren kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen temel faktör, bu akımların faiz farklılıklarına karşı duyarlılığıdır. Bu duyarlılık ise sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar ile doğrudan ilişkilidir.

Bir çok GOÜ; potansiyel büyümelerin önünde en büyük engel olan sermaye yetersizliğini aşmak için, ülkeye yönelik sermaye akımlarını teşvik edici bir takım düzenlemeler yapmıştır. Öncelikle, kambiyo rejimindeki kısıtlamalar kaldırılmış ve serbest kambiyo rejimi benimsenmiştir. Böylelikle ulusal paraların konvertibilite hızı artmış, daha sonra da uluslararası sermaye hareketleri üzerinde tüm sınırlamalar kalkarak ülkede serbest piyasa koşulları işlemiş ve ülkeye yönelik sermaye hareketleri artmıştır. GOÜ'lerde sermaye hareketlerine yönelik bu tür girişimler sürerken; gelişmiş ülkelerdeki arbitraj imkanlarının git gide azalması ve bunun yanında büyüme hızlarının yavaşlaması, gelişmiş ekonomilerde biriken tasarrufların hızla GOÜ'lere doğru yönelmesine neden olmuştur.

Öte yandan, bu ülkelerde uygulanan para politikalarına bağlı olarak yükselen faiz hadleri, kısa vadeli sermaye hareketleri şeklinde gelen sermayenin hazine bonusu, devlet tahvili veya kısa vadeli banka mevduatı gibi getirisi yüksek sabit menkul kıymetlere yönelmesine ve yabancı yatırımların oldukça karlı faiz arbitrajları yapmasına imkan sağlamıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri sadece GOÜ'lere yönelik olmayıp, zaman zaman sanayileşmiş ülkelere de girmektedir. Özellikle de siyasi ve iktisadi nedenlerle belirsizliğin arttığı dönemlerde faiz oranlarında yaşanan geçici yükselişten yararlanmak için, spekülatif nitelikli akımlara dönüşerek bu ülkelere yönelmiştir.

Ülkemizde 1990'lı yıllardan sonra sermaye hareketlerinde hacimsel büyüklükler yaşanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin boyutlarında görülen dalgalanmaların en belirgin yılları olan 1991, 1994 ve 2001 yılları özelliği olan yıllar olup; bu üç yılda büyük boyutlarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991 yılında dünyada yaşanan Körfez Savaşı, 1994 ve 2001 yıllarında ülkemizde yaşanan finansal krizler ve çeşitli istikrarsızlıklar sermaye kaçışına neden olmuştur.

Gerekli makro ekonomik politikaların izlenmemesi ve finansal reformların yapılmaması durumunda, ekonomide başıboş bir şekilde dolaşan yabancı sermaye, makro ekonomik dengeleri bozduğu gibi istikrarsızlıkları daha da derinleştirecektir.

Makro ekonomik istikrarsızlıklar ekonomide uygulanan döviz kurunun istikrarsızlaşması, faiz oranlarının yükselmesi, cari ödemeler dengesinin sağlanamaması şeklinde olur. Ekonomide meydana gelen bu istikrarsızlıklar ekonomide finansal kriz oluşmasına neden olmakta, oluşan kriz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketleri tersine dönerek reel sektörün küçülmesine ve bu krizlerin daha da derinleşmesine neden olmuştur. Ayrıca bu krizlerin bulaşma etkisi ve yayılma özelliği de krizlerin ortak nedenlerinin ağırlığını artırmıştır.

Ülkemiz ekonomisinde üretim sürecinin ithalata bağımlılığının fazla olması, üretimin ve yatırımın sermaye girişlerinden zaman zaman olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Yüksek sermaye girişleri ile değerlendirilen yerli para, ithalatın artmasına ve dolayısıyla cari işlemler dengesinin yüksek boyutlarda açık vermesine neden olabilmektedir. Bu durum 1994 ve 2001 yıllarında olduğu gibi krizlerin bizzat nedenlerinden birisi de olabilmektedir.

Türkiye Ekonomisi'nde büyüme ve sermaye girişleri arasında yüksek bir ilişki olduğu gibi, gerek tüketim gerekse de yatırım harcamaları sermaye girişlerinden etkilenmektedir. Özellikle de kısa vadeli sermaye girişlerinin yatırımlar üzerinde fazla etkili olmadığı tüketim harcamalarını ise yüksek oranda artırdığı söylenebilir. Ancak sermaye girişlerinin üretken yatırımlara yönelmesi ve bu sayede kalkınmaya aracı olması sermaye hareketlerinden beklenen en önemli katkıdır.

Türkiye de dahil tüm GOÜ'lerin ortak sorunu olan kaynakların yetersizliği ve ekonomik büyüme için gerekli ithalatı sağlayacak dövize sahip olmamaları nedeni ile, bu ülkeler içinde bulunduğu dar boğazı aşmak için finansal daralmaya neden olan tüm engellerin aşılmasını hedeflemişlerdir. Böylece, Türkiye Ekonomisi'nde yeni bir dönüm noktası olan ve etkilerin yoğun olarak tartışıldığı finansal serbestleşme hareketleri 1980 yılından itibaren başlamış, uluslararası sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleşmesi ise; 1989 yılında çıkan 32 Sayılı Karar ile gerçekleşmiştir.

Finansal serbestleşme hareketleri ilk olarak nominal faizler üzerinde gerçekleşmiştir. Çünkü, 1980 yılına kadar faiz ve kredilerde uygulanan tavan politikası,

tasarrufların yatırım üzerinde reel getirinin, enflasyon artışı getirisinin gerisinde kalmasına ve tasarrufların altın, gayrimenkul gibi ekonomiye katkısının az olduğu alanlara gitmesine neden olmuştur. 1980 yılından itibaren nominal faiz oranlarının serbestleşmesi, tasarrufların reel getirisinin enflasyonun üzerinde olmasını sağlamıştır. Bununla birlikte kambiyo rejiminde yapılan değişikliklerle döviz kurlarının serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesi, sermaye piyasasındaki gelişmeler ve IMKB'nin faaliyete geçmesi finansal derinleşmenin artmasına, yurtiçi tasarruf oranlarının büyümesine, tasarrufların ekonomiye dönmesine ve sabit sermaye yatırımlarının artmasına neden olarak ülkedeki kaynak sorununun bir ölçüde çözümlenmesine yardımcı olmuştur. Finansal serbestleşmenin diğer bir parçasını oluşturan dış finansal serbestleşme ise; 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen serbestlik doğrusunda gerçekleşmiştir.

Bir çok GOÜ'lerde olduğu gibi Türkiye Ekonomisi'nde de makro dengelerin tam sağlanmadığı bir ortamda uluslararası sermaye hareketlerinin sağlayacağı döviz girişi ve finansman imkanlarının artması gibi bir takım avantajlardan yararlanmak amacıyla sermaye hareketlerinin önemli ölçüde serbestleştirilmesi, ekonomide mevcut istikrarsızlığın derinleşmesine neden olmuştur. Bu durumda ekonomide; iç ve dış borçlar artmış, uluslararası piyasalardan daha pahalıya borçlanarak bütçe açığının katlanması devam etmiş ve ekonomide faiz oranları artmıştır. Artan faiz oranları ise; kısa vadeli sermaye girişini hızlandırmış ve döviz arzında sağlanan artışla ulusal paramız diğer paralar karşısında reel olarak değerlendirilmiştir.

Diğer yandan faizlerin devalüasyon oranının çok üstünde gerçekleşmesi, ülkeye yönelik kısa vadeli sermayeyi spekülative nitelikli devamlılığı olmayan paraya dönüştürmüş, böylelikle faiz-kur arasındaki marjdan yararlanmak amacı ile ülkeye gelen sıcak para miktarını da arttırmıştır. Yüksek getiri peşinde koşan bu para kimi zaman hazine bonusu veya devlet tahviline yönelmiş, kimi zaman da hisse senetleri piyasasına yönelmiştir. Her ne kadar sermaye girişi ile menkul kıymet arzının arttırılarak sermaye piyasalarına derinlik kazandırılmaya çalışılsa da, gelişmiş sermaye piyasalarına göre halen sığ olan bu piyasalarda spekülative amaçlı işlemlerin artması fiyat hareketlerinde ani iniş-çıkışlara yol açarak, mali piyasalarda dalgalanmalara neden

olmuştur. Bu durum küçük tasarrufluların zarar görmesine neden olurken, sermayenin tabana yayılmasını da önemli ölçüde engellemiştir.

Ülkeye yönelik sermaye girişinin ekonomiye en olumsuz etki ise; yurtiçi tasarruf oranlarının düşmesi biçiminde olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişinin faiz oranlarını yükseltmesi bir yandan sabit sermaye maliyetlerini artırmış, bir yandan da yüksek faizden kazanç sağlayan kesimin kazançlarını ekonomiye tasarruf olarak değil de tüketim olarak yansımaya neden olmuştur. Buna bağlı olarak da yurtiçi tasarruf oranları düşmüştür. Dolayısıyla ülkeye giren sermaye, yatırımlara yönelmeyip, tüketimi teşvik eder hale gelmiştir. Fakat bu durum ekonomide büyümeyi engellememiş, aksine yutdışı fonların sayesinde tüketime dayalı, bir diğer ifade ile tüketim itişli bir büyüme gerçekleşmiştir.

Öte yandan, özel kesimin yüksek faiz nedeniyle üretime yönelik yatırımlardansa faaliyet dışı alanlarda daha yüksek kazanç elde etmesi, üretici sermayenin spekülatif alanlara kaymasına yol açmıştır. Bu durum ise; ekonominin reel kesiminin payını küçültürken, uzun dönemli, istikrarlı ve sürdürülebilir bir kalkınma hızının sağlanmasını da zorlaştırmaktadır.

Sonuç olarak, hükümetin, kamu açıklarını azaltma yönünde girişimlerde bulunması yerine; daha çok bu açıkların nasıl finanse edileceği ile ilgilenmesi ve kamu açıklarını kısa vadeli sermaye hareketlerini teşvik ederek kapatmaya çalışması, diğer yandan da yurtiçi talebi artırıcı politikalarla iç tüketimin ihracattan çok ithalatı hızlandırması sonucu ülkedeki faiz oranları ve döviz kurları üzerinde baskı yaratmaktadır. Bu durum ise; dış finansal serbestleşmenin sağlandığı bir ortamda, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçi faiz ve döviz kurlarındaki değişimlere karşı son derece esnek hale getirmektedir. Bu yüzden de faize veya dövize yapılacak müdahalelerin kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde büyük etki yaratarak, bu tür kısa vadeli fonların ülkedeki tüm hassas dengeleri bozacak şekilde, ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır. Türkiye bu durumun en güzel örneklerini; 1994 ve 2000-2001 krizlerinde yaşamıştır.

Bir hükümet politikası olarak teşvik edilen kısa vadeli sermaye hareketlerinin, hükümetin yanlış uygulamaları sonucu ekonomiye getirdiği ve yukarıda da bahsedilen tüm olumsuz etkilerine ve de ekonomide kısa vadecilik anlayışını yerleştirmesine karşın ortada da gözardı edilmeyecek bir gerçek de bulunmaktadır. Bu tür kısa vadeli akımların, bizim gibi ülkeler için sağladığı döviz girişi nedeniyle vazgeçilmez olduğudur. Bu yüzden de hükümetin bu fon akımına karşı olan tutumu da çok önem kazanmaktadır. Bu fonlar kamu açıklarını kapatıcı bir finansman kaynağı olarak görüldüğü sürece yeterli derecede verimlilik sağlamak mümkün değildir. Bunun tersine bu akımlar yatırımları destekleyici bir şekilde yani mali kesimden reel kesime doğru yönelterek kullanılmalıdır.

Tüm bu faktörler dikkate alındığında Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomiye etkilerinin çok yönlü olduğu ve büyümenin temel belirleyicilerinden biri olduğu söylenebilir. Bu nedenle kısa vadeli sermaye hareketlerinin krize neden olduğu veya krizleri derinleştirdiği iddiası bir ölçüde doğru bulunabilir. Ancak sermaye hareketlerinin makro ekonomik dengesizliklere neden olabilmesi kapalı bir ekonomiye dönmeye yeterli bir sebep teşkil etmemektedir. Aksine GOÜ’ler yaşanan krizlerden dersler çıkartıp çeşitli önlemler almaktadır. Bu önlemler günümüzde gerek akademisyenlerce gerekse uluslararası kuruluşlarca tartışmalara konu olmaktadır.

Yakın tarihlerde ülkemizde ve çeşitli Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizler sonucu alınan dersler doğrultusunda bazı yurtiçi ve uluslararası politikalar uygulanarak sıcak para olgusunun yeni krizlerin nedeni olma durumundan kurtarmak mümkün olabilir. Makro politikalarda uygulanabilecek öneriler şu şekilde olabilir:

-Finansal serbestleşmeye gitmeden önce mutlaka ülkedeki makro ekonomik istikrar sağlanmalıdır. Sermaye piyasasının serbestliğinden önce yurtiçi serbestliğe adım adım ve dikkatli bir şekilde gidilmelidir.

-Döviz kuru sistemi esnek hale getirilmeli, ülke enflasyon yoğun bir ülke ise; enflasyon oranında istikrar sağladıktan sonra döviz kuru esnekleştirilmelidir.

-Finansal serbestleşmeye girerken reformların uygun sırada gerçekleştirilmesi ve zamanlamasına çok önem verilmelidir. Ayrıca reformlara başlamadan önce ülkenin mali sisteminin tamamında kontrol ve denetim mekanizmalarında güçlü bir taban oluşturulmalıdır.

-Bunun yanında günden güne hacmi artan uluslararası sermaye hareketlerinin sadece denetlenmesi yetersizdir. Kontrol altına alınabilecek bazı önlemler de alınmalıdır. Örneğin vadesi ile ters orantılı olmak üzere vergilendirme sermaye üzerinde hem kontrol sağlayacak hem de spekülatiflikten uzaklaştıracaktır.

-Ülkemizde, üretim, yatırım, istihdam ve üretkenlik gibi reel ekonomi unsurlarını olumsuz etkileyen kısa vadeli sermaye akımı kamu açıkları finansmanında kullanılmamalı kamu gelirlerinin artırılması yönünde çalışmalar yapılmalıdır.

Dolayısıyla sıcak para ihtiyacının ortadan kaldırılması ve rant ekonomisinden üretim ekonomisine geçiş önlemlerinin alınması ülkemiz için kaçınılmaz bir görev haline gelmiştir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Alp, Ali. **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye.** Birinci Basım. Ankara: İMKB Yayınları, 2002.
- Akman, Vedat. **Gelecek Yüzyılın Gündemi.** Birinci Basım İstanbul: Rota Yayınları, 1999.
- _____. **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz 'Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri'.** Birinci Basım. İstanbul: Rota Yayınları, 1998.
- Akay, Koray ve Yazgan, M. Ege. **Kura Dayalı İstikrar Programları: Teori ve Uygulama.** Birinci Basım, İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Yayınları, 2000.
- Aşıkoğlu, Rıza. **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme.** Birinci Basım. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1983.
- Balkan, Erol ve Yeldan, Erinç. **Financial Liberalization in Developing Countries: The Turkish Experience, International Workshop on - Financial Liberalization in Developing Countries-.** Ankara, 1996.
- Berksoy, Taner ve Sutoğlu, Burak. **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri** İstanbul: ITO Yayınları, 1998.
- Boratav, Korkut. **Yeni Dünya Düzeni Nereye.** Birinci Basım. Ankara: İmge Yayıncılık, 2000.
- Chacholiddes, Miltiades. **International Economics.** Mc Graw Hill: International Editions, 1990.
- Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan. **Ekonomi Politikası Teori ve Uygulamaları.** Üçüncü Basım. İstanbul: Om Yayınevi, 2002.
- Ercan, Hakan. **Açık Ekonomi İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye.** İkinci Basım. Ankara: MPM Yayınları, 2000.
- Karlık, Rıdvan. **Uluslararası İktisat.** Dördüncü Basım. Eskişehir: Beta Yayınevi, 1996

- Kaya, Yasemin Türker. **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Birinci Basım. Ankara: DPT Yayınları, 1998.
- Kepenek, Yakup ve Yentürk Nurhan. **Türkiye Ekonomisi**. Onuncu Baskı, Ankara: Remzi Kitapevi, 1999
- Kozlu, Cem. **Türkiye Mucizesi İçin Vizyon Arayışları ve Asya Modelleri**. İkinci Basım. Ankara: İş Bankası Yayınları, 1994.
- Kutlu, Erol. **Dünya Ekonomisi**. Birinci Basım. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1998.
- Makin, Tony. **Global Finance and The Macroeconomy**. London: Mc Millan, 2000
- Önder, İzzettin. **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı Politikaları**. Birinci Basım. İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993.
- Özer, Mustafa. **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**. İkinci Basım. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, 1999.
- Parasız, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar, Teori ve Politika**. Beşinci Baskı. Bursa: Ezgi Kitapevi, 1994.
- _____. **Enflasyon, Kriz- Ayarlanmalar**. Birinci Basım. Bursa: Ezgi Kitapevi, 2001.
- Sak, Güven. **Public Policies Towards Financial Liberalization: General Framework and Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's**. Ankara: SPK Yayınları, 1995.
- Soros, George. **Küresel Kapitalizm Krizde**. İstanbul: Sabah Kitapları, 1999.
- Soydemir, Selim. **Türkiye'de Finansal Fon Akımları**. Birinci Basım. Ankara: SPK Yayınları, 1998.
- Şıklar, İlyas. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar**. Yayınlanmış Doktora Tezi. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991.
- _____. **Makro Ekonomik Etkileri Açısından Finansal Gelişme Karşılaştırmalı Statik Analiz**. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, 1994.
- Tezcanlı, Meral Varış. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**. İstanbul: İMKB Yayınları, 1994.

Uyar, Tevfik G. **Ekonomide Özal'lı Yıllar 1980-1990**. Birinci Basım. İstanbul: Afa Yayınları, 1993.

Uzunoglu, Sadi. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, Birinci Basım. İstanbul: İMKB Yayınları, 1995.

Yay, Turan, Yay G. Gürkan ve Yılmaz, Ensar. **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**. İstanbul: ITO Yayınları, 2001.

Yeldan, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**. Altıncı Basım. İstanbul: İletişim Yayınları, 2002.

Yılmaz, Mustafa. **Uluslararası Portföy Yatırımları ve Türkiye**. İstanbul: İMKB Yayınları, 1994.

DERGİLER ve MAKALELER

Akçay, Belgin. "Mali Sistemde Faiz", **Banka ve Ekonomik Mali Yorumlar Dergisi**, Cilt.32: Sayı.4, Nisan 1995.

Alparslan, Melike. "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", **Bankacılar Dergisi**, Cilt.12: Sayı 36, Mart 2001.

Balino, J. T. and Ubide, Angel. "Comprehensive Program, Structural Measures Have Helped Spur Recovery From Crisis", **IMF Survey**, Volume 28: Number 10, May 1998.

Berksoy, Taner. "Düşük Faiz, Düşük Kur, Şişkin Borsa", **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt 7: Sayı.2, Şubat 2000.

Calvo, Guillermo. "Dollarization Debate Needs To Be Framed In Frank Examination Of Options, Calvo Counsels, -IMF Institutes Seminar-", **IMF Survey**, May 2000.

Capital Infocard. "Dönem Sonu Dolar ve Mark Kurları", **Capital Dergisi**, Cilt.11: Sayı 4, Nisan 2003.

Civan, Mehmet. "Türkiye Ekonomisinin Değerlendirilmesi Paneli", Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 1998.

Durusoy, Serap. "Finansal Liberalizasyonun Sorgulanmasının Nedenleri", **Dış Ticaret Dergisi**, Cilt.5: Sayı.18, Temmuz 2000.

- Ertuna, Özer. "Ekonomik İstikrar Programı ve Borçlanma Stratejisi", **Banka ve Mali Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi**, Cilt.38: Sayı.2, Şubat 2001.
- Eset, Uğur. "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyimi'nin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi", **İktisat Dergisi**, Sayı.363, Ocak 1997.
- Işık, Alparslan. "Kur-Faiz Makası ve Sıcak Para Üzerine", **Mülkiyetler Birliği Dergisi**, Cilt.15: Sayı 133, Temmuz 1992.
- İnan, E.Alpay. "Finansal Krizler , Serbest Kur Ve Ekonomik Büyüme", **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Cilt.13: Sayı 41, Haziran 2002.
- Kurdaş, Kemal, Nas Adnan ve Akgüç, Öztin "İstikrar Programındaki Kur-Faiz Modelinin Çöküşü ve Çözüm Önerileri", **Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi**, Cilt.38: Sayı.1, Mart 2001.
- Lopez, Alejandro and Mejia, "Study Examines Causes, Consequences and Policy Responses To Capital", **IMF Survey**, Volume 28: Number 7, April 1999.
- Mc Kinnon, Ronald I. "Mckinnon Says Long-Term Peg Could help Reduce Incidence Of Crises For Emerging Markets", **IMF Survey**, Volume 29: Number 17, August 2000.
- Mishra, Deepak, Mody, Ashaka and Murshid, Antu Panini. "Private Capital Flows and Growth", **Finance and Development**, Volume.38: Number.2, June 2001.
- Nemli, Melih. "Finansal Liberalleşme: Mc Kinnon-Show Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım ve Türkiye Deneyimi", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Cilt 1: Sayı.5, Ocak 1990.
- Önder, İzzettin. "Ekonomik Kriz Panoraması", **İktisat Dergisi**, Sayı 356, Nisan 1996.
- Rodrik, Doni. "Arjantin Çok Çalışmalı, Çok" **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt.17: Sayı.191, Şubat 2002.
- Standart and Poors. "Finansal Sistemin Kırılganlığının Temel Sebepleri", **Activebanka**, Cilt.3: Sayı.18, Mayıs-Haziran 2001.
- Sönmez, Mustafa. "Kriz Hangi Ülkede, Nerede Yakalandı", **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt.8: Sayı 3, Ocak 1999.
- _____. "10 Soruda Krizi Anlamak ve Aşmak", **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt.8: Sayı 3, Mart 2001.

_____, "Kara Çarşamba", **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt.8: Sayı.3, Mart 2001.

Studart, Regerio. "Dollarization: An Intellectual Fad Or A Deep Insight", **Journal Of Post Keynesian Economics**, Volume 23: Number 4, Summer 2001.

Tekinay, Aslı. "Türkiye'nin Sorunu Döviz Kurunda", **Capital Dergisi**, Cilt.9: Sayı.5, Mayıs 2001.

Tunca, Ersin. "Döviz Çıpa Atmak Doğru mu? Sıcak Para Nasıl Tutulacak?", **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt.8: Sayı.1, Ocak 2001.

Tunç, Havva. "Kur Ayarlamaları ve Dış Ticaret Dengesi", **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt.38: Sayı.4, Nisan 2001.

Ulusoy, Ahmet ve Karakurt, Birol. "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Etkileri", **Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi**, Cilt.38:1 Sayı.1, Ocak 2001.

Uygur, Ercan. "Tedrici İstikrar Paketi Açılmalı", **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt.2: Sayı.3, Mart 1994.

_____. "Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye-Türkiye'nin Yürürlüğe Koyduğu İstikrar Programlarının Başarısında Yabancı Sermayenin Girişi Yeri ve Önemi", Ankara:TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, Eğitim Müdürlüğü, Şubat 2001.

Yıldırım, Sevil ve Altun, U.Oğuz. "Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi, Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi", Yayın no.17, Mayıs 1995.

Yülek, -Murat A. "Financial Liberalization and The Real Economy", Capital Market Board Of Turkey, Publication Number 110, January, 1998.

GAZETELER

Sanat, Arslan ve Kansu, Işık. "Masaldan Bunalıma Yeni Bir Dünya Düzeni-2", **Cumhuriyet**, 24 Aralık 1998.

Yeldan, Erdinç ve Balkan, Erol. "Sıcak Para ve Türkiye". **Cumhuriyet**, 1 Ağustos 1996.

_____. "Sıcak Para ve Türkiye". **Cumhuriyet**, 31 Temmuz 1996.

İNTERNET KAYNAKLARI

- Aslanbaş, Mesut ve Odyakmaz, Necmi. "Para Krizleri", www.foreigntrade.gov.tr, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü. (27 Ekim 2002).
- Akdiş, Muhammed. "Globalleşme, Global Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler", <http://makdis.pamukkale.edu.tr>, (24 Ekim 2002).
- Borotov, Korkut. "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri" Sayı 13. <http://www.inadina.com/inadeksi/sayı13/borotov.htm>. (02.10.2001).
- Cansen, Ege. "Sermaye Hareketleri", <http://www.hurrivetim.com.tr/>, (24 Ekim 2002).
- Çiloğlu, Barış. "Ajantin Ekonomik Krizi : Bir Arjantin Kadar Zengin Değiminden Ekonomisi Çöken Arjantin'e" www.haberbilgi.com . Sholejik Analiz, Sayı 22, (Şubat 2002).
- DİE, "İstatistiksel Göstergeler", www.die.gov (Haziran 2002)
- DPT, "İstatistiksel Göstergeler", www.dpt.gov. (Nisan 2002).
- İMKB, "Hisse Senedi Verileri" -<http://imkb.gov.tr/veri/hissedur.htm>, (Mart 2003).
- TCMB, "İstatistiksel Göstergeler". www.tcmb.gov. (Mart 2002).
- Yatırım Finansman Menkul Değerler. "Gelişmekte olan ülkelerde Kriz Sürecinde Borç Sarmalı; Arjantin (2)", www.vfas.com.tr/web/acrobat/aflık/2002evlül/arjantin/paf . (19 Kasım 2002).
- "2002 Yılı Sermaye Hareketleri", Araştırma Yayınları, www.rusva.ofisi.com. (19 Kasım 2002).

RAPORLAR

- DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, (Ocak 1999)
- DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, (Haziran 2001)
- İMKB Yıllık Rapor (1990-1999)

- TCMB, "Yıllık Rapor 1990", (Ankara, 1991)
- TCMB, "Yıllık Rapor 1991", (Ankara, 1992)
- TCMB, "Yıllık Rapor 1992", (Ankara, 1993)
- TCMB, "Yıllık Rapor 1993", (Ankara,1994)
- TCMB, "Yıllık Rapor 1994", (Ankara, 1995)
- TCMB, "Yıllık Rapor 1995", (Ankara, 1996)
- TCMB, "Yıllık Rapor 1997", (Ankara, 1998)
- TCMB, "Yıllık Rapor 1998", (Ankara, 1999)
- TCMB, "Üç Aylık Bülten,1998-IV" (Ankara, 1999)
- TCMB, "Üç Aylık Bülten 1998-V", (Ankara, 1999),