MALİYE HESAP UZMANLARI VAKFI YAYINLARI
YAYIN NO: 23

EKONOMİK VE MALİ ARAŞTIRMA YARIŞMASI

Küresel Sermayede Likiditasyon ve Türkiye Ekonomisine Etkileri



MALİYE HESAP UZMANLARI VAKFI
EKONOMİK VE MALİ ARAŞTIRMA YARIŞMASI

KONU:
KÜRESEL SERMAYEDE LİKİDİTASYON VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

Bolluğun Getirdiği Darlık: Türkiye'de Küresel Likidite Kaynaklı Krize Maruz, İktisadi Yapının Finansal Kritiği

Mustafa YILDIRAN

***

Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere Ve Türkiye Ekonomisine Etkisi

Oğuz ALTUN – Oya Can MUTAN

Ankara, 2008

Dizgi: Oluş Yayıncılık A.Ş.
Komşu Sokağı Ladin Apt. No: 3/A A.Ayrancı
06690 Çankaya/ANKARA
Tel:0.312.441 61 47-48 Fax: 0.312.441 45 86
Kapak –Tasarım: Form Ofset – Tel: 417 47 50
Baskı: Form Ofset – Tel: 417 47 50

ÖNSÖZ

Ülkemizi etkileyen ekonomik ve sosyal konular üzerinde araştırma yapılmasını ve yeni fikirlerin ortaya çıkmasını teşvik etmek amacı ile Hesap Uzmanları Vakfı tarafından her yıl bilimsel yarışmalar düzenlenmektedir.

Hesap Uzmanları Kurulu'nun kuruluşunun 62'nci yılı anısına Vakıf Yönetim Kurulu tarafından bu senenin yarışma konusu **"Küresel Sermayede Likiditasyon ve Türkiye Ekonomisine Etkileri"** olarak kararlaştırılmış ve globalleşme süreci ile birlikte uluslararası fon akımlarının Türkiye Ekonomisi üzerine olan etkilerinin ortaya konulması amaçlanmıştır.

Günümüzde teknolojinin ilerlemesi, liberalleşme ve globalleşme sürecinin hız kazanması ile birlikte uluslararası para ve sermaye çok hızlı şekilde yer değiştirebilmekte; gittiği ülkenin ekonomisi üzerinde büyük bir etkiye sahip olmaktadır. Bu fon akışını kendine yönlendirebilen ve etkili bir şekilde kullanabilen ülkeler hızlı kalkınma sürecine girerek ekonomisini geliştirmektedir. Fakat "sıcak para" olarak tanımlayabileceğimiz, kısa vadede kar peşinde koşan spekülasyon amacı güden fonlar ise ülke ekonomilerine genellikle faydadan çok zarar vermekte ve ekonomik krizlere neden olabilmektedir. Ülkemizin kalkınması için yabancı sermayeye ihtiyaç duyulduğu da bir vakıadır. Önemli olan, uzun vadeli fonları ülkemize çekerek ekonomik kalkınmayı sürekli ve istikrarlı bir hale getirmektir. Türk ekonomisi, son yıllarda özelleştirmeler yoluyla uzun vadeli yabancı sermayeyi çekmeyi başarmış fakat yabancı sıcak paranın ekonomik ve finansal yapı içindeki olumsuz etkilerini bertaraf edememiştir.

Yarışmaya katılan eserlerin değerlendirilmesi sonucunda birincilik ödülünü Yrd. Doç. Dr. Mustafa YILDIRAN'ın çalışması, ikincilik ödülünü Oğuz ALTUN ve Oya Can MUTAN'ın ortak çalışması almış olup; üçüncülük ödülüne değer eser bulunamamıştır. Birincilik ve ikincilik ödülüne hak kazanan yarışmacıları tebrik ediyor, başarılı çalışmalarının devamını diliyorum.

Yrd. Doç. Dr. Mustafa YILDIRAN birincilik alan değerli eserinde önce mali küreselleşme ortamında meydana gelen likidite bolluğunun ve küresel likiditenin oluşumunu, oluşumun ortak özelliklerini ve tehditleri değerlendirmiş; eserin ikinci bölümünde ise küresel likiditenin etkisi altındaki Türkiye ekonomisinde iktisadi ve mali politikaların nasıl oluştuğunu, küresel likidite kaynaklı finansal bolluğun Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerini, sağlam temellere dayanmayan ekonomik ve finansal yapının özelliklerini ortaya koymuştur.

Yarışmanın ikincilik ödülünü alan Oğuz ALTUN ve Oya Can MUTAN ise altı bölümden oluşan değerli eserinde küresel finansal sistemin büyüklüğüne ve işleyişine, fon akımları ile ekonomik krizler arasındaki ilişkiye, sermaye akım kanallarına ve işleyişine değinmiş; küresel fon akımlarının Türkiye ekonomisine olan etkilerini analitik bir bakış açısı ile açıklamış, Türkiye'ye giren sermaye akımlarına ilişkin amprik çalışma ve değerlendirmelerini ortaya koymuştur.

Yarışmaya katılan eserleri büyük bir dikkat ve titizlikle inceleyerek değerlendiren jüri üyeleri Dr. Öztin AKGÜÇ, Prof. Dr. Ömer Faruk BATIREL, Prof. Dr. Güven SAK, Dr. Veysi SEVİĞ, Oğuz TEZMEN ve Prof. Dr. Güngör URAS ile Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yönetim Kurulu Üyelerine, bu eseri yayınlamak suretiyle kamuoyunun hizmetine sunan Oluş Yayıncılık yöneticilerine takdir ve teşekkürlerimi sunuyorum.

Bundan önceki yarışma sonuçlarının yer aldığı çalışmalarda olduğu gibi **"Küresel Sermayede Likiditasyon ve Türkiye Ekonomisine Etkileri"** yarışmasında derece alan çalışmaları içeren bu yayının da ülkemiz ve insanımız için hayırlı olmasını diliyorum.

Mahmut VURAL
Hesap Uzmanları Kurulu ve
Maliye Hesap Uzmanları Vakfı
Mütevelli Heyet Başkanı

BOLLUĞUN GETİRDİĞİ DARLIK: TÜRKİYE'DE KÜRESEL LİKİDİTE KAYNAKLI KRİZE MARUZ İKTİSADİ YAPININ FİNANSAL KRİTİĞİ

Mustafa YILDIRAN

Ankara
2008

İÇİNDEKİLER

ÖZET 2

GİRİŞ 4

- Bilimsel Kaygılar ve Yöntem 5
- Kavramların Tarifi 6
- Veri Kaynakları ve Analiz Yöntemleri 7

1. **PARA DOĞURAN KÜRESEL MALİ YAPI: LİKİDETE BOLLUĞUNUN YAPISAL ANALİZİ** 9

1.1. 90'ların Paradoksu Uzlaşılan Çıkan Küresel Likidite Bolluğu 12

1.1.1. Uluslar arası Doğrudan Yatırımlarda (UDY) Artış 14

1.1.2. Dış Borçlarda Artış 20

1.1.3. Spekülasyonun Güdülediği Fon Hareketleri 22

1.1.4. Sürekli Doğuran Finansal Araçlar: Türev Ürünlerindeki Artış 23

1.1.5. Para Yığma Hastalığı: Uluslar arası Döviz Rezervlerinde Artış 25

1.1.6. Uluslararası Ticarette Genişleme ve Yayınları Likiditeye Etkisi 27

1.2. Likidite Döngüsünün Oluştuğu Ortamın Ortak Özellikleri 29

1.2.1. Likidite Bolluğunun İdeolojik Temeli: Neo-liberal İktisadi Anlayış 30

1.2.2. Likidite Bolluğunun Görünür Öğesi: Teknolojik Atılım 32

1.2.3 Küresel likiditenin Macera Alanı: Dalgalı ve Eklemlenmiş Piyasalar 33

1.2.4. Mali Küreselleşmenin Getirdiği Avantaj: Maliyetlerin Düşüşü 37

1.2.5. Küresel Likidite Ortamı İçin Riskler: Dalgalanma ve Belirsizlik 40

1.3. Küresel Likidite Kaynaklı Finansal Bolluktan Gelen Tehditler 44
1.3.1. Büyümede Durgunluk 45
1.3.2. Gelişen Ülkelerde Yeniden Dış Borç Krizine Doğru 46
1.3.3. Kriz Tetikçisi Olarak Uluslararası Bankacılık Faaliyetleri 47
1.3.4. Faizlerde Dalgalanma 49
1.3.5 Finansal Sistemin Kâbusu: Mali Krizler 51
2. **KÜRESEL LİKİDİTE KAYNAKLI FİNANSAL BOLLUĞUN TÜRK EKONOMİSİNE ETKİSİ** 53
2.1. Krize Maruz İktisadi Yapının İnşası: Türk Ekonomisinde Uluslararasılaşma 53
2.1.1. Mali Küreselleşmeye Katılım: Finansta Uluslararasılaşma Çabaları ve Mali Kriz 54
2.1.2. Küreselleşmenin Getirdiği Mali Çöküş:2001 Krizi 57
2.1.3. Krizden Çıkış: Küresel Likiditeye Muhtaç Krize Maruz İktisadi Yapının Dizaynı 60
2.1.4 Yeniden Yapılanmanın Başarısı: Spekülatif Sermayede Artış 61
2.1.5. Krize Maruz İktisadi Yapının Finansman Tercihi: Dış Borçlar 64
2.2. Krize Maruz İktisadi Yapının Zaafları 67
2.2.1. Zaaf 1:Cari Açık ve İthalattaki artış 68
2.2.2 Zaaf 2. Kur Riskinin Yüksekliği 69
2.2.3. Zaaf 3. Faizlerin Karşılaştırmalı Yüksekliği 70
2.2.4. Zaaf 4. Banka Dışı Kesimlerde Açık Pozisyon 71
2.2.5. Zaaf 5. Dış Borçlardaki Artış 72
2.2.6. Zaaf 6. Ekonominin Yabancılaşması 73
2.3. Türkiye'nin Küresel Likidite'ye Bağımlılığı 76
2.4 Küresel Likiditeden Gelen Darlık: Bağımsız Mali Politikanın Sonu 81
3. **SONUÇ** 86
KAYNAKLAR 88

BOLLUĞUN GETİRDİĞİ DARLIK:
*Türkiye'de Küresel Likidite Kaynaklı Krize Maruz, İktisadi Yapının Finansal Kritiği**

ÖZET

Ülkelerin mali küreselleşme sürecine liberal piyasa yaklaşımlarını benimseyerek katılması sonucunda, bu ülkelere giren doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve dış borç şeklindeki sermaye unsurlarında katlanarak büyüme başlamıştır. Aynı zamanda 1970'lerden bu yana yaşanan finansal yenilikler, finansal türevler, hedge fonlar, mutual fonlar ve emeklilik fonları gibi değişik finansal araçların finans piyasalarına katılımını sağlamıştır. Sağlanan gelişmeler ve finansal yenilikler ülkeler arasındaki engellerinde kalkmasıyla birlikte yıkıcı etkileri olan, sürekli büyüyen ve teknolojideki ilerlemeyle hızlı bir şekilde aktarılabilen *"sıcak para"*dır. Sıcak para ülke ekonomileri üzerinde hem iç ekonomik dinamiklerden bağımsız bir iktisadi yapı oluşmasına, hem de fon hareketlerine duyarlı krize maruz bir yapı oluşmasına neden olmaktadır. Ülkeden ülkeye hareket eden finansal fonlar sürekli nemalandığı için büyümekte ve uluslar arası finansal piyasalarda ülkelerin kontrol edemeyeceği boyutta finansal bolluk meydana getirmektedir.

Bu çalışma, finansal bolluktan oluşan küresel likiditenin gelişimini ve ülkeler üzerindeki muhtemel olumsuz etkilerini Türk ekonomisi üzerinde incelemektedir. Amacı, *uluslar arası finansal piyasalarda meydana gelen finansal bolluğun Türk ekonomisindeki liberal dönüşümle birlikte meydana getirdiği krize maruz iktisadi yapının değerlendirmesini yapmaktır.* 24 Ocak kararlarıyla liberalleşme sürecine giren Türkiye kötü yönetim ve iktisadi politikadaki başarısızlık ve dünyada meydana gelen küresel mali krizlerin etkisiyle 90'larda sık sık kriz yaşamıştır. 90'lar borunca dış kaynaklı veya iç ekonomik zafiyetlerden dolayı yaşanan mali krizler, ekonomideki likidite ihtiyacının karşılanması için, sürekli liberalleşme yönünde uygulamalara devam edilmiştir. Liberal dönüşüm ülkenin portföy yatırımları ve dış borçlanma ile finanse edilen ve krize maruz iktisadi yapının oluşumuna neden olmuştur. Bu yapı ekonominin bağımsız iktisadi politika uygulama

* **Mustafa YILDIRAN**/Cumhuriyet Üniversitesi *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi/Maliye Yrd.Doç. Dr.* myildiran@cumhuriyet.edu.tr *0 537 834 76 40*

imkânlarını elinden almıştır. Sonuçta meydana gelen iktisadi yapı, küresel likiditeden gelecek fonlara muhtaç spekülatif amaçlara hizmet eden finansal yapı sürmesi durumunda ekonomik gelişme sürecinin durması muhtemeldir. Çalışma küresel likiditeye muhtaç mali küreselleşme sürecinin oluşumunu iki temel bölümde ele almaktadır. Birinci bölümde, mali küreselleşme ortamında meydana gelen finansal bolluğun ve küresel likiditenin oluşumunun incelmektedir. İkinci bölümde ise, Türk ekonomisinin 2000'li yıllardan sonra krize maruz iktisadi yapıya dönüşümünü, ekonomik yapının taşıdığı zafiyetleri ve muhtemel olumsuzluklar kritik etmektedir.

Çalışmanın temel iddiası, *Türk ekonomisinin küresel likidite kaynaklı küresel finansal sisteme bütünleşmesi sebebiyle artık iç dinamiklerle yönetilemez duruma geldiği ve dış kaynaklı krizlerin ekonomik politika üretme yeteneklerini daralttığı yönündedir.*

Anahtar kavramlar: Mali Küreselleşme, Küresel Likidite, Finansal Bolluk, Krize Maruz İktisadi Yapı

1. GİRİŞ

Küresel zenginlik, tekdüze bir iktisat anlayışı gibi bir paradoksla karşı karşıyadır. Bu zenginlik, bütün dünyadaki çözümleri sürekli olarak neo-liberalizm odaklı tartışmaların içine sürüklemektedir. Finansal ve ticari serbestleşme fikri üzerine kurgulanan neo-liberal iktisat politikalarının oluşturduğu yapı, sermayenin sürekli nemalanarak dolaştığı bir küresel piyasa görünümü vermektedir. Bu durumda ekonomi de çare arayanlar, *küresel veya ulusal bakış* çatışmasının içine düşmektedir. Küresel zenginlikten pay alabilenlerle yerel kaynaklardan nemalananların önermeleri ayrı olması bu açıdan normaldir. Tam bu nokta da, bir sorun ortaya çıkar. Küresel zenginliğin getirdiği bolluk, yerel iktisadi unsurları boğarak ortaya çıkmaktadır. Bu durumda iktisadi yapı da değişim denildiğinde, *"küresel sermayeye eklemlenme amacıyla ulusal piyasaların uluslararası piyasalara açılması"* akla gelmektedir. Dünyada tüm ülkelerde 1990'larda bu önerme yeni bir icat gibi pazarlanarak yayılmıştır. Bütün ülkeler borç krizi, ödemeler dengesi krizi, döviz krizi ve banka krizi gibi sorunlarla karşılaştığında uluslar arası mali kurumların önerdiği aynı kurtuluş reçetesini kullanarak, *"neo-liberal politikalar ve küresel finans piyasalarına açık bir mali yapı"* oluşturmak durumunda kalmıştır.

Ülkeler artık kalkınmanın finansmanı veya yatırımlarının finansmanı için değil, sadece küresel finansal piyasalardan spekülatif amaçlara hizmet edecek finansal akımlara da açılmaktadır.[1] Ülkelerde yeni iktisadi yapı finansal genişlemeye neden olarak, dünyadaki likiditenin artışını sürekli teşvik etmiştir. Bir tür kumar alışkanlığı gibi, küresel sermayeye dadanan ülke artık küresel finansal pazarlar masasından ayrılamaz duruma gelmektedir. Bu durumda hem dünyadaki finansal genişleme artmakta hem de ülkelerde finansal akımlarla beslenen bir iktisadi bünye meydana gelmektedir. Ülkenin iktisadi bünye dışarıya bağımlı bir yapı haline dönüştükten sonra, artık sadece ülke içi riskler ekonomiyi olumsuz etkilememekte, aynı anda küresel risklerde bünyeyi tehdit etmektedir.

Küresel likidite bolluğunun oluşturduğu yeni yapı, risklerin ülkelerde nasıl bir değişikliğe neden olabileceği önemli bir sorundur. Bu çalışma, küresel sermayenin ulaştığı bu noktada, *"Türk ekonomisinin mali bünyesinde ve iktisadi yapısında ne gibi riskler taşıdığına"* odaklanmıştır. Küresel

---

[1] Ekonomide Ortodoks çözümler genelde, mali serbestleşme, ticari serbestleşme, uluslar arası kurumların denetimine ekonominin açılması, vergilerin artırılması ve kamu harcamalarının azaltılması gibi standart ölçülere göre oluşmaktadır. (Yeldan, E., ***"Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler"***, Rethinking development economics: active growth and social policies under Globalization, II.Dünya Sosyal forumu 31 Ocak-5 Şubat 2002, Port Allegra, Brezilya

risklerin ülke ekonomisine etkilerinin analizi, Türkiye'nin yeni yüzyıldaki gelişme potansiyelini değerlendirmede temel olabilecektir. Çalışma aşağıdaki iddiaları temel alarak ortaya konmuştur:

- ✓ Küresel likidite bolluğu, finansal kapitalizmin birikim ve kazanç hırsının zorunlu sonucudur.
- ✓ Finansal kapitalizm, ülke ekonomilerinin varlığını tehdit eden riskler üretmektedir.
- ✓ Türk ekonomisi neo-liberal dönüşüm sürecinden çıkmadıkça, küresel likiditenin getirdiği *mali bolluk esaslı büyüme* kıskacında bağımsız iktisadi politika üretme yeteneğini kaybedecektir.

Üç temel iddiayı temel alan çalışmanın amacı ise *finansal kapitalizmin oluşturduğu küresel likidite bolluğunun oluşturduğu riskleri Türkiye ekonomisi üzerinde analiz ederek, farklı iktisadi tercihlerin ihtiyaç duyduğu ekonomik bilgi ihtiyacını karşılamaktır.*

2. Bilimsel Kaygılar ve Yöntem

Sıkıştırılmış ve kısırlık kıskacında bir iktisat politikasının çaresiz olacağı bir gerçektir. Kıskaçtaki ekonomi politikası çözüm üretme yeteneğini de zamanla kaybetmektedir. Bütün dünyanın aynı kavramlarla çare aradığı sorunlar artarak yığılmaktadır. Bu durumda küresel piyasaların ve uluslararası kurumların önerdiği çarelerin açmaza gittiğini söyleyenlerin mesajlarının tüm piyasalara net ulaşmamasında engel, ekonomik alanın tekdüze bir iktisadi anlayış çerçevesinde sıkıştırılmış olmasıdır. İktisatta politika üretmedeki tekdüzeliğin kırılması, kavramları zenginleştirme ve farklı tarzdan gelen önerilerin getirebileceği yeni soluğa bağlıdır.

Bilimsel önerilerin aynı bakış açısına hapsedilmeden açıklanması gerekmektedir. Bu çalışmanın özgün yönü, ekonomik yapıda küreselleşmenin getirdiği risklerin ideolojik bakışla çözümlenemeyeceği, yani liberal bir taraf veya radikal bir düşman olmaktan çok farklı bir görüşle eleştirmek gerektiği görüşündedir. Çalışmanın bakışı pragmatiktir. Pragmatik bakış, *gerçeklere bağlı kalmak ve belli bir fikir veya hareketi takip edecek olaylar zincirini sıhhatli ve doğru olarak hesaplamak*[2], için kullanılmaktadır. Dolayısıyla

[2] Sezal, İ., *"Pragmatik"* maddesi, (1991), **Sosyal Bilimlerde Temel Kavramlar**, Akçağ Yayınları, Ankara,103

pragmatizm kavramın olumsuz manasındaki fırsatçılık, gerçeği ortaya çıkarma da bir yöntem olarak kullanılmıştır. Pragmatik analiz için ilk gereken de, kavramların yanılgılara sebep olmadan açıklanmasıdır.

2.1. Kavramların Tarifi

Kapitalist süreç değişik safhalarda geçerek veya evrimleşerek sürekli ilerlemektedir. Her ne kadar kapitalizmin varlığının sürdürülebilirliği tartışma konusu yapılsa[3] da, bugüne kadar varlığını sürekli büyüyerek sürdürmüştür. Daha sonra kapitalizmin gelişmesinin '*sır*'rı da Schumpeter tarafından, "yenilik yapma gücü" olarak açıklanmıştır. Günümüzde endüstriyel kapitalizm, yerini finans kapitalizmine bırakmış olsa da yenilik gücünü korumaktadır. 2006 yılında Nobel ödülünü alan Phelps aynı '*sır*'ra, *dinamik kapitalizm*[4] kavramıyla dikkat çekmektedir. Özellikle kıta Avrupa'sında gelişme seviyesinde duraklama olsa da, Amerikan kapitalizmi kendini yenileyerek tüm dünyada egemenliğini sağlamıştır. Tartışılan mali küreselleşme aslında Amerikan tarzı kapitalizmin tüm dünyadaki üstünlüğüdür. Yine kapitalizm özellikle finans piyasalarında sürekli kriz ve çöküş tehditlerine rağmen yenilik yaparak, kendisini güçlendirmektedir.

Bu çalışma da *finansal kapitalizm* kavramı, *finansal küreselleşmenin sağladığı sınırsız özgürlükle, teknolojik yeniliklerin birleştiği ve sermayenin sürekli gücünün arttığı bir dünya sistemi*[5]ni ifade etmektedir. Finansal kapitalizmin gelişmesini sağlayan ortam, küreselleşme sürecidir. Küreselleşme süreci, dünyada sanayi kapitalizminin parlak dönemini* ve 1980'lerden sonraki dönem olmak üzere iki farklı dönemde ekonomik süreçleri ifade etmekte kullanılan bir kavramdır. Tobin (1999) tarafından küreselleşme, "*ekonomi şekilleri, piyasaların ulusal etkilerden azar azar uzaklaşması*" olarak ifade edilmiştir. Küreselleşmenin etkisiyle malların, emeğin ve paranın serbest dolaşımı gerçekleşmektedir. Mali küreselleşme kavramı da, "*finansal aktiflerin kolayca dünyada dolaşabilmesini*" ifade eder. [6]

---

[3] Schumpeter, J. A.,(1991) ***"Can Capitalism Survive***(1936)", **The Economics and Sociology of Capitalism**, (ed. Swedbwrg, R.,) Princeton University Pres, New Jersey, UK,300-314

[4] Phelps, E. S., ***"Dynamic Capitalism"***, the wall street journal online, October 10, 2006, http://online.wsj.com/article/SB116043974857287568.html

[5] Kazgan, G., (2005) ***"Dünden Bugüne Küreselleşmenin Ekonomik Temelleri"***, Bölgesel Gelişme Stratejileri ve Akdeniz Ekonomisi", (ed. Erlat H.,), Türkiye Ekonomi Kurumu Yayını, Ankara,1-20

* I. ve II. Küreselleşme dalgaları diye adlandırılma yaygındır. Küreselleşme kavramı sonradan ortaya çıktığı için sınıflandırma yeni yapılmıştır. Endüstri devrimi ile 1914 yılları arasını kapsayan dönem I. Küreselleşme ve 1980 sonrası dönemde II. Küreselleşme olarak adlandırılmaktadır.(Kazgan, 2005, Tobin, 1999)

[6] Tobin, J., ***"Financial Re-Globalization"***, Options Politiques, Juillet-Août 1999, 18-22

Kavramlardan yola çıkılırsa, *güçlü bir ekonomik birimin doğurduğu finansal araçların yüksek kazanç sağlamak için serbestçe dolaştığı ve ülkelerin ulusal ekonomik politikalarının bu akımı çekmek için çaba sarf ettiği dinamik bir ekonomik ortam mali küreselleşmeyi* tanımlar. Öyleyse, bu ortamda finansal araçları eline tutanların karşılaşacağı riskler(yatırımcı riskleri), finansal araçlara bağımlı duruma gelen ekonomik yapılar ve sürekli yüksek getiriyi taahhüt edemeyenlerin mali krizle karşılaşma korkusu, bu sistemin en önemli korkusudur.[7]

Mali küreselleşmenin getirdiği yatırım, risk ve getiri kavramları bireysel çıkarları ifade etmesi sebebiyle, ülke ekonomilerine gelişme yönünde fayda sağlayacağını ummak safdillik olacaktır.[8] Çalışmada ekonomideki riskleri bireysel yatırımcının* getiri kayıpları şeklinde değil, ekonomideki toplumun genel çıkarlarını tehdit eden unsurlar olarak kabul etmektedir.

Finansal kapitalizmin mali küreselleşmeden nemalanarak sürekli olarak genişlemesi ve genişlemenin getirdiği finansal likidite ulusal ekonomiye en önemli tehdittir. 1990'lardan sonra yaşanan tüm krizler, bu korkunun anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu sebeple çalışmada yapılan analizler, krizin kaynağı olarak uluslararası likidite bolluğunu esas alarak yapılmıştır.

2.2. Veri Kaynakları ve Analiz Yöntemleri

Küreselleşmenin sağladığı olumlu katkılardan birisi, bilgiye ulaşmada kolaylıktır. Bu sebeple, bir paradoks gibi algılansa da çalışmanın tüm verileri genelde uluslararası mali kurumlar ve veritabanlarından sağlanmıştır. Verilerin bu şekilde tedarik edilmesindeki gaye, karşılaştırmaların tutarlılığı ve ülke bazındaki değerlendirmelerin ortak standartlarda analiz edilmesini kolaylaştıracağı varsayımı dayanağıdır.

Bütün verilerin analizinde *sistem yaklaşımı* esastır. Çalışmada *sistem yaklaşımı* kavramı, ekonomik hayatın bütün yönleri bütünleşmiş ve tek bir sistem olarak analiz edilmesini ifade eder. Bu sistem ayrı bağımsız ülke ekonomilerinden oluşan ve birbiri ile yoğun ilişkileri olan dinamik bir süreçtir.

---

[7] Krugman, P.,(2003) **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**,(Çev. Domaniç, N.) 3.basım, Litaratür, İstanbul,168

[8] Yeldan, E., *"Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler"*, Rethinking Development Economics: Active Growth And Social Policies Under Globalization, II.Dünya Sosyal forumu 31 Ocak-5 Şubat 2002, Port Allegra, Brezilya

* bireysel yatırımcının, özel fonlar, bankalar, işletmeler, kişiler olması konu açısından farklılık oluşturmaz.

Analizde ülke ekonomileri tek merkeze bağlı alt sistem değil, hepsi aynı düzlemde olan uluslararası ekonomiyi oluşturan bağımsız birimlerdir. Küreselleşmenin bütün ülkelerin mali ve ekonomik yapılarına etkisi olduğu için, genel değerlendirmeler, *gelişmiş ülkeler*(GÜ) ve *gelişme sürecinde olan ülkeler*(GOÜ) ve *az gelişmiş ülkeler*(AGÜ) şeklindeki sınıflandırmalar karşılaştırmalarda sıklıkla kullanılmıştır.[9] Ayrıca kürselleşmenin getirdiği yeni sınıflandırma kavramları arasında *yükselen piyasalar* kavramı vardır. Bu kavram bir merkezden yönetilen piyasa anlamı oluşturduğundan dolayı çalışmada kullanılmasına rağmen, çalışmanın muhalif olduğu kavramlardan birisidir. Çünkü kavramların tanımlanmasında da ifade edildiği gibi, halen ülke ekonomileri tek merkeze bağlı ayrı bir finansal piyasa gibi algılanamaz. Bu algı bir uluslararası faaliyet gösteren bir firmanın pazar bölümlendirmesi için mantıklı olsa da, ülke ekonomisinin sadece piyasa olarak algılanması bir metot hatası olabilir. Ayrıca hala kabul edilmiş tek merkezden yönetilen bir dünya ekonomik ve finans sistemi fiilen mevcut değildir.

Türkiye ile ilgili veriler, uluslar arası bilgi kaynakları ve kamu kurumlarının verilerinden derlenmiştir. Verilerin serilerinde mümkün olduğunca istatistiksel tanımlamaları yapılacaktır. Böylece çalışmanın elde ettiği bulguların güvenilirliği de artırılmış olacaktır. Türk ekonomisi ile analizlerde, bir yabancı yatırımcının ülke riski algılaması şeklinde değil, ekonomik birimlerin ve genel ulusal ekonomik dengenin temel alındığı risk algılaması esastır.

[9] Bu sınıflandırma biçimi Batı ekonomilerinin üstünlüğüne bağlı bir sınıflandırma olsa da, uluslararası kurumlar tarafından ve genel ekonomi literatürüne uygunluğu yönünden kabul edilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.PARA DOĞURAN KÜRESEL MALİ YAPI: LİKİDİTE BOLLUĞUNUN YAPISAL ANALİZİ

Kapitalizm iki yüzyıldan beri dünyada etkinliği artırmakta ve büyümeyi tetiklemektedir. Sürekli genişleyen bir etki alanına sahiptir. Bu genişleme *Schumpeteryen* çerçevede bazen bolluk bazen de darlık zamanları yaşamakla birlikte sürekli dalgalanmaları*(business cycles)* olan bir gelişme sürecini içermektedir.[10]Her çöküşte kendi yenileme gücü bularak günümüze kadar genişleyerek ve hâkim ekonomik anlayış olarak gelmiştir.

Kapitalizmin uzun süreli evriminde hem bolluk, hem de darlık bir kriz dönemidir. Bolluk kapitalizmin genişleme sürecinde *aşağıdan yukarı* doğru giden dönemlerde sürçmeler veya gecikmeleri gösterirken; darlık, geri kalmış ekonomik yapılarda *yukarıdan aşağıya* doğru gidişte çökme ve yıkılmaları ifade etmektedir. Kavramlar arasındaki farkta, darlık dönemlerinin açlık ve sefalet içermesi, bolluk dönemlerinin ise, mali sermayenin getiri ve fırsatlarındaki dalgalanmaların oluşturduğu riskler dikkat çekicidir. Kapitalizm genişleme sürecinde kısa aralıklarla yaşadığı krizleri sürekli

Kapitalist ülkelerin gelişme seyri incelendiğinde yaşanan genişlemenin ve zenginliğin temel kaynaklarının, sağlam mali kurumlar ve alabildiğine geniş finansal kaynaklar olduğu ortaya çıkmaktadır. Temeli finans kaynaklarına bağlı kapitalist gelişmenin doğal sonucu da sonsuz sermaye birikimidir.[12] Kapitalist ülkelerdeki gelişme sürekli ve uzun süreye yayılmasıyla hâkim mali sistemlerinin sürekliliğinin nedeni, kapitalizmin öncü ülkeleri olan, İtalya, Hollanda, İngiltere, ABD, Japonya, Fransa ve Almanya'nın finansal kurumlarını ve sermaye birikimini 18.yy'dan itibaren sağlamalarıdır. Yani günümüzdeki finansal kapitalizmin kökenleri iki yüzyıl öncesinde kurumlaşan mali yapı ve tedarik edilen sermaye birikimidir.[13]

atlatarak, ritmik bir büyüme sağlayabilmiştir.[11]

---

[10] Doody, F. S., Clemence R. V., (1966) **The Schumpeterian System**, Augustus M. Kelley P., New York, 4-5

[11] Bu çalışmanın başlığının esinlendiği ve likidite bolluğunun neden olabileceği iktisadi sorunları en iyi anlatabilecek zemini oluşturan bu fikirler Prof. Dr. Sabri Ülgener'e aittir.(Ülgener, S., ***"Tarihte Darlık Buhranları ve İktisadi Muvazenesizlik Meselesi"*** İ.Ü.İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1951

Kapitalizmin hüküm sürdüğü dönemde sermaye birikimi esaslı gelişme ülkelerin kalkınmasında önemlidir. Nurkse'ün fakirliğin fasit dairesinin kırılması için, AGÜ'lerin mutlaka sermaye sağlamaları gerektiği ve bu sermayenin gelişmiş ülkelerden sağlanabilecek kalkınma için gerekli olan yabancı sermaye olduğu Rostow tarafından *İktisadi Gelişme Merhaleleri teorisinde*[14] ortaya konmuştu. Bu gerekçeler ülkeler arasındaki sermaye transferlerini artırarak, günümüzde küreselleşmenin getirdiği serbestlikle sadece gelişme amaçlı değil spekülatif amaçlarla da rahatça dolaşmaktadır.

Finansal kapitalizmin doğası gereği ülke ekonomilerinin uluslar arası piyasalara bütünleşmesini teşvik edecektir. Neo-liberalizm sistemin ideolojisi olarak, sistemin fikri altyapısını oluşturarak serbestleşme fikrinin dünyadaki yeni ve ülkeler için en gerekli unsur olduğu düşüncesi yayılmaktadır.[15] Neo-liberal öğreti açısından önemli kavram olan küreselleşme için, küresel sermaye önündeki engellerin kaldırılarak mal, fikir, bilgi ve paranın sürekli devinimi için uygun ortamın oluşması gerekmektedir.[16] Belki imparatorluklar çağında normal bir düşünce olan anlayış, ulus-devlet ekonomisinde yerel ekonomik birimlerin ekonomik refahının ülke dışına aktarılması ile sonuçlanabilecek bir gelişmeye neden olabilir.

Finansal kapitalizmin gelişiminin boyutlarının anlaşılması için, sadece doğrudan sermaye yatırımlarının(DDY) gelişimine bakmak yeterlidir. Dünyada 1970'de yaklaşık 13 milyar dolar seviyesinde DDY gerçekleşmişken, 2000'de 1.393 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Yaklaşık 100 kat artan bir sermaye akımı oluşmuştur.(Şekil 1) DDY artış 2000 yılına kadar sürekli katlanarak gerçekleşmiştir.

---

[12] Ülgener, S., *"Tarihte Darlık Buhranları ve İktisadi Muvazenesizlik Meselesi"* , İ.Ü.İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1951

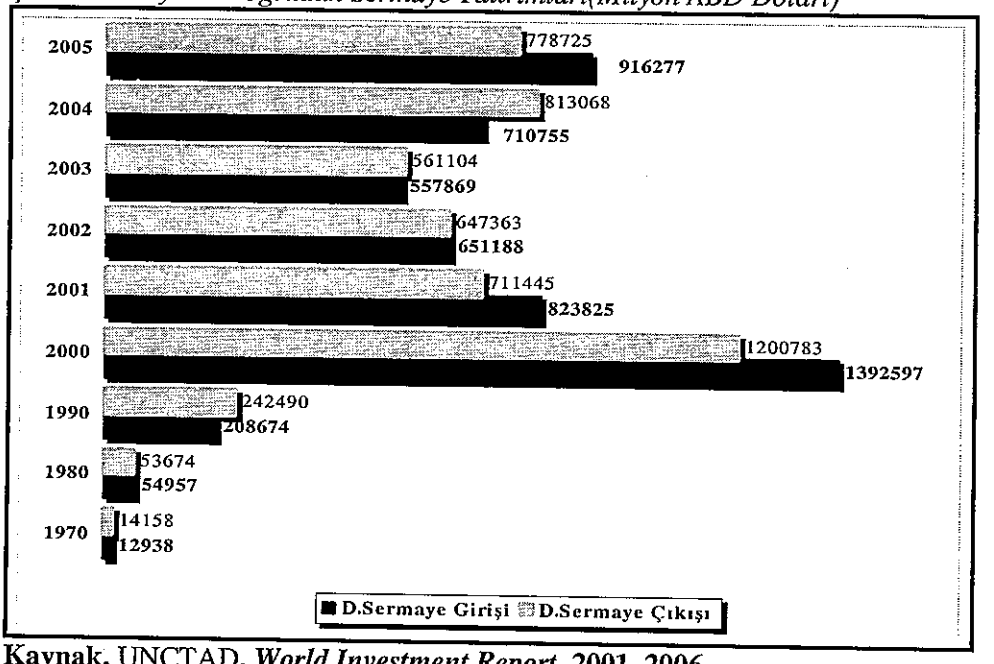
[13] Sylla, R., *"Financial Systems, risk management, and entrepreneurship: historical perspectives"*, Japan and World Economy, 15 (2003),447-458

[14] Rostow, W. W., (1999) **İktisadi Gelişmenin Merhaleleri**,(çev.Erol Güngör), 2. baskı, Ötüken yayınları, İstanbul,72

[15] Turgut Özal, transformasyon kavramıyla bu dönüşümü 80'lerde Türkiye'de başlattığında reformcu lider olmuştur. İlginçtir ki, aynı dönemde Güney Kore Başkanı Kim, "Dünya ile bütünleşmek tarihi misyonumuz" diye ilan ediyordu. (bkz. Crotty, J., Lee K-K., *"Is Financial liberalization good for developing nations? The case of South korea in the 1990s"* Rewiev of radical political economics 34(2002) 237-334

[16] Belki de, dünyanın ünlü spekülatörlerinden Saros'un *Açık Toplum Düşmanları*yla mücadelesinde bu anlayış yatmaktadır.

Şekil 1. *Dünyada Doğrudan Sermaye Yatırımları(Milyon ABD Doları)*



Kaynak. UNCTAD, ***World Investment Report*, 2001–2006**

Son yıllarda finansal kapitalizmin geldiği noktada sermaye hareketlerinin boyutu şaşırtıcıdır. 1980'de sanayileşmiş ülkelerin(ABD, Fransa, Almanya, İngiltere, Japonya) dışarıdan aldıkları aktif büyüklüğü 2,287 milyar dolar seviyesindeyken, 2003 yılında bu rakam, 36.039 milyar dolardır. Yani 1980'e göre dışarıdan yaklaşık 15 kat fazla aktif bulunmaktadır. Aynı gelişme dış yükümlüklerde de söz konusudur. (Tablo 1)

Gelişen ülkelerde küresel finansın yayılmasında payını almaktadır. 1980'de bu ülkelerde, dış aktiflerin büyüklüğü 114 milyar dolar, dış yükümlülüklerin büyüklüğü 552 milyar dolardır 2003'e gelindiğinde ise, aktiflerin büyüklüğü 1.849 milyar dolar, yükümlükler ise 4.208 milyar dolardır. Gelişen ülkelerin yükümlülükleri aktiflerinden iki kattan daha fazladır. (Tablo 1) Fakat yeni gelişen ülkelerde sermayenin artık çevreye doğru yayılmasından dolayı dış kaynaklı aktif ve yükümlülükler artmaktadır.

Tablo 1. *Brüt Aktifler ve Yükümlülükler, 1980-2003(Milyar ABD Doları)*

	1980	1985	1990	1995	2000	2003
Dış Aktifler						
Sanayileşmiş Ülkeler	*2287*	*3975*	*9701*	*15334*	*26818*	*36039*
Yükselen Piyasalar ve Gelişen ülkeler	*114*	*193*	*366*	*711*	*1479*	*1849*
Dış Yükümlülükler						
Sanayileşmiş Ülkeler	*2485*	*4186*	*10531*	*16139*	*28419*	*39039*
Yükselen Piyasalar ve Gelişen ülkeler	*552*	*905*	*1298*	*2378*	*3527*	*4208*

Kaynak. IMF, **World Economic Outlook,** April–2006,112

Sermaye akımlarının parlak dönemi olan 90'lı yıllar, aynı zamanda neo-liberalizmin hâkim yıllardır. Dönemin başında tek egemen bir siyasi anlayışın ekonomik ideolojisinin döneme egemen olacağı anlaşıldı. Sonrasında ise, mali krizlerin art arda patladığı ve küresel sermaye akımlarının rahatça dolandığı finans kapitalizmin zirve dönemidir.

1.1. 90'ların Paradoksu: Uzlaşıdan Çıkan Küresel Likidite Bolluğu

90'ların hemen başında kavramlaştırılan "Washington Uzlaşısı" çok tartışmalı bir kavram olsa da, ekonomi literatüründe yer edinmiştir. Kavram ilk kez Willimson tarafından Brady Planı kapsamında Latin Amerika ülkelerinin borçlarının yapılandırılması için öne sürülen şartlar için kullanılmıştır. Daha sonra 90'larda G-7 ve uluslararası mali kurumlar tarafından ülkelerdeki finansal istikrarın sağlanmasında gereken şartlar olarak ta kabul edilir olmuştur.[17] Bu uzlaşının kabul edilmesiyle birlikte, ülkelerde uluslararası mali kurumların etkisiyle Amerika güdümlü neo-liberal iktisat politikaların uygulanma süreci başlamıştır. [18]

Neo-liberal iktisat politikalarının reforma ettiği temel uygulamalar aşağıdaki gibidir[19]:

---

[17] Sakakibara, E., *"From the Washington Consensus to the New International Financial Architecture"* Report of the G7 Finance Ministers to the Köln Economic Summit(1999), 'Strengthening the International Financial Architecture' Köln, 18-20 June. (http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/1999/Sakakibara.pdf)

[18] Tezel, Y. S., *"Kararsız ve Topal Bir Küresel Dönüşüm Sürecinde Dünya Konjonktürü:2004 Ekonomi ve Siyaset"*, Türkiye Günlüğü, Sayı 78, Güz 2004,5-35

[19] Williamson, J., *"A short history of the Washington Consensus"*, Conferance, Barcelona,2004, http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/williamson0904-2.pdf(e.t.17/07/2007)

1. ***Mali disiplin.*** Ülkelerin çoğunda bütçe açıkları ile birlikte ödemeler dengesi açıkları ve yüksek enflasyon ekonomik krize neden olmaktaydı. Bu sebeple mali disiplinin sağlanması öncelikliydi.

2. ***Kamu Harcamalarının Yeniden Düzenlenmesinin Önceliği.*** Kamu harcamalarının azaltılmasındaki asıl sebep, kamu kesimi payının azaltılmasının gerekliliğidir.

3. ***Vergi Reformu.*** Ortalama Vergi oranları marjlarını uluslar arası vergi oranları seviyesine getirmeye dönük bir reformu içermektedir.

4. ***Faiz oranlarının serbest piyasaya bırakılması.*** Gereken mali tedbirleri alarak finansal serbestleşmeye geçilmesinin gerekliliğidir.

5. ***Rekabetçi kurlar.*** Washington kurların hem gereken esneklikte hem de önlemleri alacak sabit kur politikalarını içine alan, ortalama ve iki-yönlü kur politikasını tavsiye etmektedir.

6. ***Ticaretin serbestleştirilmesi.*** Ticaretin serbestleştirilmesi, acele olarak piyasaların rekabete açılmasını ifade etmektedir.

7. ***Yabancı sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi.*** Bütün sermaye hesaplarının liberalize edilmesinden çok, doğrudan yatırımların teşvik edilmesidir.

8. ***Özelleştirme.*** En çok kabul edilen neo-liberal idealdir. Devlete ait iktisadi varlıkların özel kesime bırakılması veya daha rekabetçi ortama aktarılmasıdır. Özelleştirme sırasında bazı usulsüzlükler olabilir.

9. ***Deregülasyon.*** Piyasaya giriş ve çıkışların kolaylaştırılmasını ifade etmektedir.

10. ***Mülkiyet hakları.*** Özellikle kayıt dışı sektörlerde ait mülkiyet haklarının makûl bir bedelle kayıt altına alınmasını ifade etmektedir.

Dünya çapında sağlanan liberalleşme uzlaşısı akan sermayeye güven vererek, dünyada dolaşan finansal sermaye akımlarının sürekli artmasına neden olmuştur. 1980 ile 2000 yılları arasında dış borç akımı, uluslararası işletmelerde birleşme ve devralma, hedge fonları ve türev işlemlerde sürekli bir büyüme söz konusudur. Bu durumun en önemli göstergesi, 1980 yılında sanayileşmiş ülkeler ve diğer ülkelerdeki merkez bankalarının tuttuğu aktif

toplamı 2.401 milyar dolar seviyesindeyken, 2000 yılında 28.287 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. (Tablo 1)

1.1.1. Uluslararası Doğrudan Yatırımlarda(UDY) Artış

Gelişen ülkeler, sermaye ve büyüme sorunlarının çözümünde iç kaynaklarının yetersiz kalması veya daha hızlı gelişme imkânları sağlamak için, uluslararası sermaye akımlarını ülkeye çekmek zorunda kalmaktadır. Rostow'un iktisadi gelişmenin merhaleleri teorisinde, *harekete geçme* aşamasında çoğu ülkenin gelişmesinde yabancı sermayenin asli rol oynadığını ifade etmektedir. Özellikle yabancı sermaye, doğrudan veya dolaylı olarak altyapı(infrastructere) yükünün kaldırılmasında çok faydalı olacağını belirtmektedir.[20] Günümüzde ise yabancı sermaye karlı olduğunu düşündüğü her alanda yatırım yapmaktadır. Ülkeler yabancı sermaye yatırımlarını cezbetmek için her türlü kolaylığı sağlamaktadır. Ülkelerin ekonomi yönetimleri tarafından kısa dönemli mali akımların yol açtığı tehlikeler fark edildikten sonra, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için rekabet artmıştır. Gelişen ülkeler iktisadi gelişmeleri açısından UDY'ı, spekülatif akımlara göre daha fazla daha fazla tercih etmektedir. Özellikle son dönemde yaşanan mali krizler, mali akımların yıkıcı etkilerinin bir sonucu olduğuna dair eleştirilerin[21]artmasıyla, UDY ülkelere büyüme, ülkeye yeni teknolojilerin transferi ve işgücünün gelişmesi gibi katkılarının olduğu[22] gerekçesiyle UDY'ye olan talep artmaktadır. Ülkelerde UDY'ın egemenliğin kaybedilmesi, yerli üreticilerin rekabet gücünün kırılması ve piyasanın dev işletmeler tarafından manipüle edilmesi gibi olumsuz etkileri de sürekli gündemde olmasına rağmen ülkeler işsizliğin önlenmesi, teknolojik ilerleme gibi gerekçelerle UDY'nı istemektedir. Bu istek son yıllardaki likidite bolluğunun temel nedenlerinden birisidir.

UDY ev sahibi ülkeye fabrika ve teknik teçhizat gibi yatırımları için ÇUG'in ana işletmesi tarafından ülke dışından getirilen fiziki varlıklardır. UDY üç farklı şekilde gerçekleşebilir:[23]

- Ülke dışında yeni bir yatırımın kurulması,
- Yabancı ülkede var olan şube ve yardımcı ünitelerin genişletilmesi,

---

[20] Rostow, W.W., **İktisadi Gelişmenin Merhaleleri**, (Çev.Erol Güngör), Ötüken Yay., 2.Baskı,1999,72

[21] Tobin, J., ***"Financial Re-Globalization"***,(1999) Options Politiques, Juillet-Aout, 1999,18-21; STİGLİTZ J. E., ***"Reforming the Global Economic Architecture:Lessons from Recent Crises"***,(1999) The Journal of Finance, Vol.54,No.4,1508-1521

[22] Borensztein, E., Gregorio, J De., Lee, J-W., (1998)***"How Does Foreign Direct Investment affect economic growth?"***, Journal of International Economics,45, 115-135

[23] Buckley, A., **Multinational Finance**, Third Edition, Prentice Hall Europe, Great Britian,1996,35

• Girişimlerin veya onların varlıklarının artırılması.

UDY gelişen ekonomilere doğru yönelmesinde mali istikrar ve uluslar arası bütünleşme seviyesinin artması etkilidir. Ayrıca ülkelerin istikrarlı ve sürdürülebilir bir makro ekonomi çevresinin olduğu bir ortamı oluşturması da önemlidir.[24] UDY için finansal risklerin asgari seviyeye indirildiği ve mali serbestleşmeye göre yeni düzenlemelerin yapıldığı istikrarlı piyasalar tercih sebebi olmaktadır. Bu tercih, yatırımcının elde edeceği karları transfer ederken karşılaşabileceği risklerin asgari seviyeye indirilmesi açısından önem taşımaktadır.

UDY'nin ulaştığı hacim bütün ülkeleri cezbeden gelişme kaynağı olarak algılanmasını sağlamaktadır. Dünya ekonomisinde 1980'li yıllarda yaklaşık 55 milyar ABD Doları Bu dönemde UDY'deki artış, "Washington Consensus seviyesindeyken 2000'li yıllarda 1.000 milyar ABD Doları seviyelerine kadar yükselmiştir. (Tablo 2)

Tablo 2. *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar(Milyar ABD Doları-Cari Fiyatlar)*

	1980	1990	2000	2004	2005
YSY Akımı	*55*	*208*	*1392*	*648*	*916*
YSY Çıkışı	*53*	*239*	*1200*	*730*	*779*

Kaynak.UNCTAD, **World Investment Report,2003,2005,2006**

UDY'deki değişim 90'lı yılların ikinci yarısından sonra yaklaşık %40 seviyesinde artmıştır. Bu artan yatırımı ülkesine çekebilen ülkeler(Çin gibi) sürekli ve yüksek oranlı büyümeyi yakalamışladır.(Tablo 3)" ile başlayan neo-liberal akımın etkisiyle ve uluslararası mali kurumların etkinliğinin artması ile ilişkilendirilmektedir.[25] Yabancı yatırımcılar için güven sağlayan yatırım iklimi ortamı oluşturulmuştur.

Tablo 3. *Yabancı Sermaye Yatırımları(Yıllık Değişim (%))*

	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001	2002	2003	2004
YSY Akımı	22,8	21,2	39,7	-40,9	-13,3	-11,7	20,5
YSY Çıkışı	25,4	16,4	36,3	-40,0	12,3	-5,4	18,4

Kaynak.UNCTAD, **World Investment Report**,2005(www.unctad.org/wir,05/01/2006)

[24] Sundararajan V., Ariyoshi A., Ötker-Robe, ***"International Capital Mobility and Domestic Financial System Stability survey of Issues"***; (2000) Financial Risks, Stability, and Globalization, (Ed. JOHNSON O.E.G.,) Papers Presented at the Eighth Seminar on Central Banking, Washington D.C., IMF,2002,426-472

[25] Kobrin, S. J., (2005) ***"The determinants of liberalization of FDI policy in devoloping countries", a cross-sectional analysis,1992-2001***", Transnational Corporations, Volume 14, Number 1, April, 68-101

Son dönemde UDY için gelişmiş ülkelerden çok yeni gelişen ülkeler tercih edilmektedir. 1990'lı yılların başında YSY gelişmiş ülkelere doğru akarken, 90'lı yılların sonlarına doğru yeni gelişen ülkelere doğru akmaktadır. (Tablo 4)

Tablo 4. *Ülke Grupları Yabancı Sermaye Performansları*[26]

	1990	2003	2004
Dünya	1.000	1.000	1.000
Gelişmiş Ülkeler	1,022	0,947	0,891
Gelişen Ülkeler	0,977	1,187	1,353

Kaynak. UNCTAD, **World Investment Report**, 2005 (www.unctad.org/wir,05/01/2006)

UDY incelendiğinde gelişmiş ülkeler sermaye ihraç ederken, gelişen ülkeler sermaye yatırımlarını çekmektedir. OECD ülkeleri arasında UDY 1995-2004 yılları arasında incelendiğinde, toplamda 1020 milyar dolarlık sermaye çıkışı vardır. Fakat Meksika, İrlanda, Kore ve Türkiye gibi ülkelere UDY girişleri fazladır.Meksika dönemde 137 milyar dolar net sermaye girişi sağlamış, İrlanda 92 milyar dolar gibi ülke hacmine göre çok büyük yatırım çekmiştir. Türkiye ve Kore'de net UDY çeken ülkelerdendir. (Tablo 5)

Son yıllarda uluslar arası yatırımları çekmede ülkeler arasında çok güçlü farklılıklar bulunmaktadır. Bunun birinci sebebi, uzak doğu ülkelerin ve yeni gelişen ülkelerin makro ekonomik performansları ve hızlı büyümeleridir. İkincisi, son yıllarda dolar değerinin düşmesidir. Çeşitli üretim bölgelerinin göreceli rekabet gücünün artması ve bundan dolayı, yabancı sermaye yatırımların baskı altında kalarak uluslar arası işletmeciliğin yöntemlerinin farklılaşmasına neden olmaktadır. "*Özsermaye yatırımı*"ndan farklı olarak(yeni yatırım, devralma, birleşme ve ele geçirme gibi) YSY, ÇUG sahiplik yapısıyla ilgili girişler karşılıklı-sınır işlemleri arasında çok büyük miktarları oluşturmaktadır. Çoğu ÇUG, 2004 yılında bazı Avrupa ülkelerinde bulunan UDY olumsuz etkiye etken olarak, bağlı işletmeler-arası ödünç işlemlerinin geri ödenmesinde zayıf doların avantajını raporlamışlardır. Üçüncüsü, OECD alanının dışında ekonomik yapı faktörleri daha fazla tercih edilebilir durumdadır. Sadece sadece yerel rekabet gücü değil aynı zamanda canlı bir müşteri tabanının olması da etkilidir. Ayrıca yeni gelişen ekonomilerin uluslararası yatırımcılara cesaret verici düzenlemeleri ve ticareti serbestleştirmeye yönelik kararları etlidir[27]

---

[26] 1'in üzerinde olması yatırımların artığı anlamındadır.

[27] OECD, (2005) ***"Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment"***, **International Investment Perspectives**, ,14(www.oecd.org., 02/05/2006)

Tablo 5. *YSY Giriş ve Çıkışları Seçilmiş Ülkeler(1995-2004) (Milyar ABD Doları)*

YSY Giriş		*YSY Çıkış*		*Net YSY Girişi*	
Meksika	*147,9*	*İrlanda*	*46,6*	*Meksika*	*137,3*
İrlanda	*139,3*	*Kore*	*39,9*	*İrlanda*	*92,7*
Kore	*48,6*	*Meksika*	*10,6*	*Türkiye*	*9,3*
Türkiye	*13,7*	*Türkiye*	*4,4*	*Kore*	*8,7*
Fransa	*356,0*	*Fransa*	*673,0*	*Fransa*	*-317,0*
Almanya	*375,5*	*Almanya*	*429,8*	*Almanya*	*-54,3*
ABD	*1.461,4*	*ABD*	*1.511,6*	*ABD*	*-50,2*
İtalya	*100,6*	*İtalya*	*126,5*	*İtalya*	*-26,0*
OECD	*5.538,2*	*OECD*	*6.558,6*	*OECD*	*-1.020,3*

Kaynak. *OECD, International Investment Perspectives,2005,23*

Bir ülkedeki yabancı sermaye yatırımların belirleyen faktörler sömürgecilikten başlayarak, siyasi, ekonomik, mali, coğrafi ve psikolojik olmak üzere çok çeşitlidir. Günümüzde uluslararasılaşma ilgili teoriler, yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen Saikleri analiz etmeye çabalamaktadır. Bu teoriler içerisinde daha kapsayıcı olan *eklektik paradigma*'da[28] belirtildiği gibi, ÇUG yatırımları sonucunda mutlaka avantaj sağlamalıdır. *Eklektik paradigmada* ifade edildiği gibi, ÇUG'lerin mülkiyet, yerleşim yeri ve işletmeye ait özümsenebilecek avantajların sağlaması durumunda işletmenin ihracat veya lisanslama şeklinde yöntemlere göre başka ülkelere üretimi kaydırması mümkün olabilecektir.[29]

ÇUG'lar ihracat veya lisans faaliyetleri yerine, bir ülkeye doğrudan yatırım yapmaları için gerekli ortamın oluşmasını beklemektedir. ÇUG'in istediği cazip şartların oluşması için gerekli faktörler aşağıdaki gibidir:[30]

- Yabancı bir piyasadaki işletme ile rekabet edilecek olması için, aksak rekabet ortamında ÇUG'lere *"ayrıcalıklı tekel"*(Monopolistic Advantage) kolaylıkları sağlanmalıdır.

- UDY ihracat ve lisanslama gibi faaliyetlere göre net faydalar getirmelidir.

---

[28] Dunning, J. H., (2000) ***"The Eclectic Paradigm As Envelope For Economic And Business Theories Of Mne"***, International Business Review 9, 163-190 163

[29] Dunning, J H., (2000),163-190

[30] Rugman, A.M., Verbeke, E.,(1990) ***"Strategic Capital Budgeting Decisions And The Theory Of Internatinalisation"*** Managerial Finance, Vol. 16. No.2,17-24(Nak. Demirag, I., Goddard, S., **Financial Management For International Business**, (1994)Mcgraw Hill B.C.England, S.232

• ÇUG'lere ulaşım, telekomünikasyon, işçilik ve diğer alanlarda yerel şartları iyileştirici düzenlemeler yapılmalıdır.

• YSY en iyi zamanlamada kurulması gerekmektedir.

Dış yatırımları belirleyen Saikleri uluslararasılaşma ile ilgili teorilerin ortak bir birleşimi sonucunda, stratejik, davranışla ilgili ve iktisadi saikler şeklinde sınıflandırmak mümkündür[31]:

• *Stratejik saikler;* hammadde tedarik kolaylıkları, Teknik bilgi, işgücü maliyet düşüklüğünün sebep olduğu etkinlik, siyasi güven ve liberal piyasa şartları.

• *Davranışla İlgili Saikler;* müşteri, dağıtım kanalları ve hükümet düzenlemeleri gibi dış şartların organizasyon çevresi ve işletme içi organizasyonel faktörleri yatırım kararına doğru etkilemesi, ürünler için piyasa oluşturulma ihtiyacı, teçhizatın eskimesi, mevcut teknik bilginin sermayeye çevrilmesi ihtiyacı, ticari hükümlerin değişmesi ile mevcut durumun işletmenin geleceği için tehdit oluşturabileceği gibi iç faktörlerin işletme davranışını zamanla diğer ülkelere yatırıma yönlendirmesi.

• *İktisadi Saikler*; işletmenin yatırımlarının yayılması ile ölçek ve alan ekonomisi üstünlüğü sağlaması, yönetim ve pazarlama tecrübesini artırması, teknolojik üstünlüğün avantajlarından yararlanma, farklı mali piyasalarda ve geniş bir portföyle işlem yapabilme gibi mali üstünlükler ve çok geniş bir ürün yelpazesine sahip olma.

UDY olumlu etkileyen saikler yanında risk faktörleri de belirleyicidir. ÇUG daha önce işlem yapmadığı bir piyasada tüm riskleri üstlenerek yatırım yapması işletmenin varlığını tehdit edebilir. Yatırım yapılacak ülkenin riski, yatırım ortamını belirlemesi yönünden önemli bir değişken olarak UDY analizlerinde kullanılmaktadır. Terör, siyasi rejim, döviz kontrolü, borç/milli gelir oranı gibi değişkenler veya uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar çalışmalarda temel alınmaktadır.[32] Son yıllarda ülkelerin yaptığı düzenlemelerle müşteri ve işletme güvenlerinin artması söz konusudur. 2004 yılında güven artışı ile birlikte ülke risklerinin azalması ve UDY akımının artmasında etkili olması muhtemeldir.[33] Ülkelerdeki ticari ve

---

[31] Demirag, I., Goddard, S., (1994)**Financial Management For International Business**, Mcgraw Hill B.C.England, S.234-237

[32] Wei, W., (2005) ***"China And India: Any Difference İn Their Fdı Performances"***, Journal Of Asian Economics, 16,719-736; Moosa, I.A., Cardak, B. A.,(2006) ***"The Determinants Of Foreign Direct İnvestment: An Extreme Bounds Analysis"***, Journal Of Multinational Financial Management, 16, 199-211

[33] UNCTAD, Wir,2005,13;Kula, 149

mali serbestleşme eğiliminin artması, uluslar arası kurumlara üyeliklerin artması ve uluslararası anlaşmalara imza atılması yeni gelişen ülkelerdeki risk oranlarının düşmesi üzerinde etkili olabilmektedir. Yeni oluşan ortamda uluslararası kuruluşların verdiği güvenden dolayı ülke riskleri azalmaktadır.[34]

UNCTAD tarafından 2005 yılında ÇUG yöneticileri ile yapılan anketlerden elde edilen sonuçlar göstermektedir ki en önemli risk, tekstil ve tarım gibi sektörlerdeki korumacılık(protectionism) yaklaşımıdır. Bunu yanında, başlıca gelişmiş ülkelerdeki mali istikrarsızlık, petrol ve diğer girdi fiyatlarındaki artışlar, gelişmiş ülkelerdeki yavaş büyüme, küresel terörizm, siyasi istikrarsızlık ve sivil savaş ile döviz kurlarındaki dalgalanma gibi risklerde uluslar arası yatırımları belirleyen risklerdir.[35]

ÇUG açısından yatırım kararının verilmesinde öncelikli dikkate alacağı risk, politik risktir. Politik risk ülkenin siyasi, sosyal ve iktisadi şartlarından kaynaklanan unsurları kapsamaktadır. ÇUG'lerde staretjik kararların alınmasında uluslar arası yatırım kararlarının verilmesinde ülkenin taşıdığı riskler belirleyici faktör olmaktadır. Politik risk, *"her türlü siyasi olaydan dolayı (terör, ihtilal, devalüasyon, ithalat ve gümrük kontrolleri gibi) yerleşik ülkede veya ülke dışındaki uluslararası işletme işlemlerdeki aktif veya kar potansiyellerinin kaybolma ihtimalidir"*.[36] Politik riskin ülkelerde, ticaretin rekabete açılması, Kamu İktisadi kuruluşlarının özelleştirilmesi ve vergi oranlarının azaltılması ile yolsuzluk, dışa açıklık ve şeffaflaşma uygulamaları ile azaltılabileceği iddia edilmektedir. Gelişen ekonomilerin 90'lı yılların ikinci yarısından itibaren çok fazla uluslar arası yatırım ekmesinde bu uygulamaların varlığı kabul edilmektedir. Ülkelerdeki rekabet ortamını güçlendiren ve yatırım iklimi oluşturan bu şartlar UDY için çekici şartlardır.[37]

Ülkelerde politik riskin düşmesi çabaları uluslararası kurumların etkisiyle, ekonomik bariyerlerin düşürülmesi, ticaretin rekabete açılması ve diğer hukuki düzenlemeler ile mümkündür. Gelişen ülkelerin liberalleşmesi ile doğrudan yabancı sermayesi yatımlarını çekmesi arasındaki bağlantı net olmasa da, teşvik edici bir unsur olarak(akılcı politikanın bir gereği olarak) gerektiği söylenmektedir.[38]

---

[34] Sundararajan V., Arıyoshı A., Ötker-Robe,(2002)426-472

[35] UNCTAD, Wır,(2005),35

[36] Demirag, I., Goddard, (1994),269

[37] World Bank, **Global Economic Prostects And The Developing Countries**, 2003,77–91 (Www.Worldbank.Org.E.T.12.10.2004)

[38] Kobrin, S. J., (2005) *"The Determinants Of Liberalization Of Fdı Policy İn Devoloping Countries", A Cross-Sectional Analysis,1992-2001"*, Transnational Corporations, Volume 14, Number 1, April, 68-101

Uluslararası yatırımları belirlemede, ekonomik ve finansal riskler de önemlidir. Vergi oranlarının yüksekliği, düşük büyüme oranları, enflasyon, yüksek ithalat vergileri ve iktisadi korumacılık ekonomik risk unsurları olarak, döviz kurlarındaki dalgalanma, faiz oranlarının oynaklığı, yüksek kamu borçlanması, borsadaki dalgalanmalar ve dış ticaret açıklarının finansmanı gibi finansal riskler yabancı sermaye yatırımlarını etkilediği analizlerde ortaya çıkmıştır. Yalnız bu risk değişkenlerini politik riskten ayrı değerlendirmek güçtür. [39]

Ülkelerin son yıllarda neo-liberal uygulamaları ile artırdığı yabancı sermaye girişlerinin teşviki için uygulanan politikalar yerli sermayenin rekabet gücünü kırmaktadır.[40] Ayrıca yeni yatırımlarla gelen dövizler ülkede yerli paranın değer kazanmasına neden olduğu için ihracat zorlaşmakta ve işletmelerin ucuz dövizle borçlanma isteğini artırarak işletmelerin kur riski seviyesini yükseltmektedir.

Uluslar arası doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artışı belirli bir süre sonra finansal risklerden fazla etkilenmemektedir.[41] Büyüme derdindeki finansal sermaye sürekli olarak ekonomik gelişme seviyesi artan ve nüfusu yüksek olan ülkelere döviz kuru dalgalanmaları, faizlerin oynaklığı ve enflasyon gibi risklere aldırmadan yoluna devam ettiği son yıllardaki gelişmelere bakarak söylenebilir.

1.1.2. Dış Borçlarda Artış

Finansal bolluğun bir göstergesi de dış borçlardaki artıştır. 1980'lerde yaşanan borç krizinden bu yana, bazı ülkeler uluslar arası borç ödeme sorunlarıyla karşılaşsa da, küresel çapta bir kriz yaşanmamıştır. Bu güven ülkelerde dış borçlanmanın mali küreselleşmenin uluslar arası piyasaların eklemlenmesiyle meydana gelen faiz oranlarında ve işlem maliyetlerinde azalmaya neden olması, dış borçlanmayı teşvik edici bir rol oynamıştır.[42] Gerçekte dünyada yaşanan finansal bolluğun bir ayağını da dış borçlardaki artış meydana getirmektedir.

2000'li yıllarda gelişen ülkeler dünyadaki mali serbestleşme akımının da etkisiyle hızla borçlanmaya başladılar. Ülkelerin dış yükümlülüklerinde oran ve miktar olarak hızlı bir gelişme yaşanmıştır. Son yıllarda UDY'deki

---

[39] Kula, (2006),157

[40] Yıldıran, M., *"Kur Riski, Enflasyon Ve Rekabet Kıskacında Yeniden Yapılanma Sorunu"* Dünya Gazetesi,14/08/2006

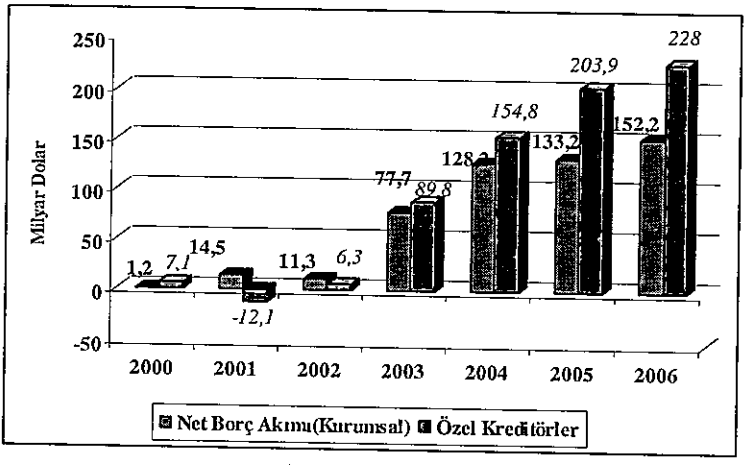
[41] Yıldıran, M., *"Yabancı Sermaye Yatırımlarının Finansal Risk Unsurlarına Bağımlılığının Analizi: Uluslararası Karşılaştırmalar"* Tek, Uluslararası Ekonomi Kongresi,Bildiri, Ankara,12/09/2006

[42] IMF, *"Globalization And External İmbalances"*, World Economic Outlook,2007, 109–156

artışa paralel olarak gelişen ülkelere borç akımı hala devam etmektedir. 2006 yılında kısa vadeli faizlerde küçük oranlı artışlara ve enflasyonist beklentilere rağmen dış borç akımı devam etmektedir.[43]

Gelişen ülkelere dış borç akımı yakından incelendiğinde 2000 yılında 1,2 milyar dolar giriş varken, 2006 yılında gelişen ülkelere toplam 152,2 milyar dolar dış borç girişi vardır. Yalnız dış borç konusunda ilgi çekici noktanın, ülke dışına dış borç akımlarında ise daha hızlı artış olmasıdır. Bu şekilde ödünç piyasalarda ortaya çıkan para, finansal genişlemeye neden olabileceği düşünülmelidir.

Şekil 2. *Gelişen Ülkelere Dış Borç Akımı(2000–2006)*



Kaynak. *WorldBank, Global Finance Development, 2007*

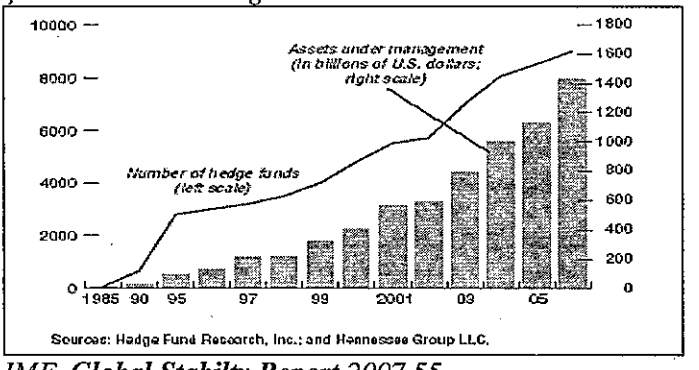
2001–2006 döneminde artan borç hareketlerinde finansmanı sağlayan kesim özel kreditörlerdir. Gelişen ülkelerde piyasaların liberalleşmesi birlikte özel kesim kredilerinden yararlanabilme imkânları artarak, dış borçların daha hızlı büyümesine neden olmuştur. Borç veren özel kesim yaklaşık 74 milyar dolar fazlalıkla borç sağlamaktadır.(Şekil 2) Gelecekte mali krizlerde ahlaki riziko veya mali çöküş paradoksu yaşanabilir.

[43] Worldbank, *"Financial Flows To Developing Countries"*, Global Finance Development, 2007, 35-67

1.1.3. Spekülasyonun Güdülediği Fon Hareketleri

Dış borçlar ve UDY dışında kalan finansal akımlar, mali küreselleşmenin sağladığı iklimde hızla büyümektedir. Özellikle hedge fonlar, türev ürünler ve diğer para akımları spekülasyon güdüsüyle* dünya üzerinde sürekli olarak hareket etmektedir.

Şekil 3. *Küresel Hedge Fonlar*



*IMF, **Global Stabilty Report**,2007,55*

Hedge fonlar öncelikle işletmelerin ve sigorta şirketlerinin finansal varlıklarını korumak için başladıkları işlemleri kapsamaktayken, günümüzde dünyadaki spekülatif fon hareketlerinin en önemli göstergeleri haline gelmişlerdir. Neo-liberal ortamda en hızlı büyüyen endüstridir. Hem sayı olarak hem de tutar olarak büyüme vardır. 2005 yılında *hedge fonlar*, 1,4 trilyon dolar seviyesini geçmiştir. (Şekil 3)

Hedge fonların çok hızlı artmasının nedeni günümüzün uluslar arası finans ortamıdır. Bu fonların sabit gelirli ve kredi piyasalarında olması nedeniylede aktif bir finansal ticaret aracı olarak kullanılmasında etkili olmuştur.[44]

Küresel finans piyasalarının bütünleşmesi ile finansın sunduğu fırsatlar sürekli olarak artmaktadır. Bu fırsatların yenilerinden birisi de, "carry trade *(uluslararası faiz farklarından spekülatif para kazanma)*"tir. Carry trade, düşük faizle elde edilen bir paranın, yüksek faiz veren diğer bir ülkenin para birine yatırım yapılmasını ifade etmektedir. Özellikle yüksek reel faizlerin olduğu ülkelerden, spekülatörlerin arbitraj geliri elde etmesi gibi bir durumda

---

* *Spekülasyon "Vurgunculuk" Anlamında Kullanılmıştır.*

[44] IMF, " Annex 1.4. Trends And Oversight Development İn The Hedge Fund Industry", **Global Stabilty Report**,2007,55-56

ortaya çıkmaktadır. Bu durum literatürde uluslararası faiz farklarından spekülatif para kazanma(carry trade) olarak ifade edilmektedir. Bu durumda borç alınan ülkenin para biriminde değer artışı olması halinde bir riski göz önüne almak gerekmektedir. [45]

1.1.4. Sürekli Doğuran Finansal Araçlar: Türev Ürünlerdeki Artış

Finansal türevler, cari piyasalarda işlem gören finansal ürünlere(tahvil, hisse senedi, döviz ve emtia gibi) bağlı olarak ortaya çıkmıştır. Türev ürünler, finansal ürünlerin ve emtianın fiyat değişmelerini ve gelecekteki belirsiz durumunu ortadan kaldırmayı veya kontrol altına almayı amaçlar.[46] Bir finansal korunma(hedging) aracı olarak ortaya çıkmış olmasına rağmen, artık finans piyasalarında kazanç sağlamaya da hizmet etmektedir.

Tablo 6. *Finansal Türevler(Haz.02- Haz.06)*

	Döviz Türevleri (Milyar Dolar)	*Faiz Türevleri (Milyar Dolar)*	*Hisse S. Türevleri (Milyar Dolar)*
Haz.02	10068	89955	2214
Ara.02	18448	101658	2309
Haz.03	22071	121799	2799
Ara.03	24475	141991	3787
Haz.04	26997	164626	4521
Ara.04	29289	190502	4385
Haz.05	31081	204795	4551
Ara.05	31364	211971	5793
Haz.06	38111	262296	6783

Kaynak. BİS

Finansal türevlerin gelişimi doğrudan doğruya uluslar arası piyasalarda finansal işlem yapabilirlikle ilgilidir. Sürekli gelişen piyasaların son beş yıldaki ilerlemesi çok hızlıdır. Türev piyasalarda faize bağlı araçlar önceliği devam etmektedir. Bunun yanında döviz türevlerine de ilgi sürekli artmaktadır. Hacim olarak, yaklaşık 2002 yılında 100 trilyon dolar seviyesindeyken, 2006 yılında 300 trilyon dolar seviyesine ulaşmıştır.(Tablo 6) Bu gelişme 2002 yılına göre yaklaşık 3 kattır. Bu durum finansal piyasalardaki genişlemeyi oldukça net göstermektedir.

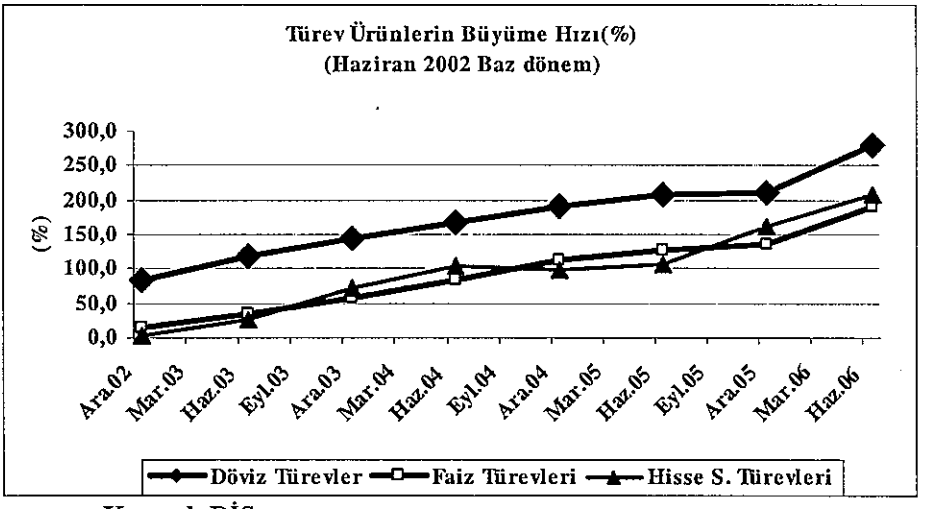
---

[45] Investopedia, *"Curreny Carry Trade"* Http://Www.İnvestopedia.Com/Terms/C/Currencycarrytrade.Asp (E.T.:24/06/2007)

[46] Chambers, N. R., **Türev Piyasalar**, 1.Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998,S.1

Üç farklı türev araç arasında en hızlı ilerleyen döviz türevleridir. Döviz türevleri 2006 haziran döneminde 2002 yılına göre %300 artış göstermiştir.(Şekil 4) Bu durum finansal piyasalarda döviz işlemlerinin yaygınlaşmasının ve kur riski korkusunun bir göstergesidir.

Şekil 4. *Dünyada Finansal Türevlerin Gelişimi(Aralık 2002-Haziran 2006)*



Kaynak.BİS

Finansal türevlerin gelişiminde piyasa istekleri doğrultusunda yeni araçlar ortaya çıkarma gücü de etkilidir. Son yirmi yılda finansal türevlerin kullanımını kolaylaştıracak üç kuşak türev ürünün ortaya çıktığı iddia edilmektedir. Bunlar:[47]

✓ ***Birinci kuşak türev ürünler***; Sabit kur rejiminin uygulandığı dönemde ortaya çıkan forward sözleşmeler,

✓ ***İkinci kuşak türev ürünler***; Dalgalı kur rejiminin ortaya çıkardığı risk yönetimi ve riskten korunmaya yönelik araçlar, Vadeli işlemler, Opsiyon, Vadeli Opsiyon, Warrants ve Swaplar,

✓ ***Üçüncü kuşak türev ürünler***; Bankalar ve işletmelerin düşük maliyet ve daha iyi şartlar sunan ürün taleplerini karşılamaya yönelik

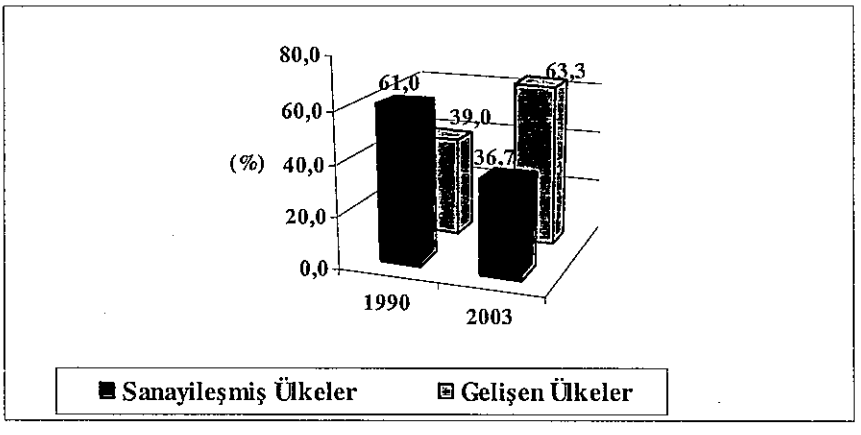
[47] Jesswein, K. R., Kwok, C. C. Y., Folks, Jr. W. R., *"Corporate Use Of Innovative Foreign Exchange Risk Management Products"*, Colombia Journal of World Business, 00225428 Fall95, vol. 30, Issue 3(Ebscohost, 13/09/2005)

ortaya çıkan, sentetik ürünler, döviz anlaşmaları, birleşik opsiyonlar, Aralıklı, iştirak edilebilir forward ürünlerdir.

1.1.5. Para Yığma Hastalığı: Uluslararası Döviz Rezervlerinde Artış

Son dönemde artan likiditenin bir sebebi de, gelişen ülkelerin rezerv biriktirme çabalarıdır. Özellikle hızlı gelişme sürecine giren ülkeler uluslararası rezervlerini artırmaya önem vermektedir. Bu durumda ülkelerin rezervlerine doğru bir sermaye akımı olacağı tahmin edilebilir. Mali küreselleşmenin etkilerinin en ayrıntılı göstergelerinden birisi dövizli rezervlere gelişen ülkelerin ilgisinin artmasıdır.

Şekil 5. *Ülke Gruplarının Döviz Rezervlerindeki Payı(%)*



Kaynak. Bingham, G., (2000),63-75 ;**BİS Annual Report-2007**

Mali küreselleşme ile birlikte ülkeler arasındaki ticari ve mali dolaşımın artması ülkelerin rezerv biriktirmesini kolaylaştırmaktadır. Son on yıldaki gelişmeler incelendiğinde, rezerv biriktirmede gelişen ülkeler, sanayileşmiş ülkelerden daha ileriye gitmektedir. 1960'da uluslararası rezervler yönünden en önde olan beş ülkenin tamamı Batı ülkesiyken, 2006 yılında rezervler yönünden öndeki beş ülkenin tamamı yeni gelişen Asya devletleridir. (Tablo 7)

Tablo 7. *En Çok Döviz Rezervi Olan Beş Ülke*[48]

	1960	*1997*	*2006*
1	ABD	Japonya	Çin
2	Almanya	Çin	Japonya
3	İngiltere	Hong Kong	Rusya
4	İtalya	Tayvan	Tayvan
5	İsviçre	Almanya	Kore

Sanayileşmiş ülkelerden fazla yeni gelişen ülkelerin rezerv tutmaları aynı zamanda önemli bir ülkeler arasında finansal akım olduğunu da göstermektedir. Son yıllarda döviz rezervini artıran ülkeler başta Çin olmak üzere Gelişen Asya ülkeleri ve Petrol ihraç eden ülkelerdir. Çin 1.066 milyar dolar rezervle 2006 yılında en çok para stoklayan ülke durumuna gelmiştir. Yine petrol ihraç eden ülkelerin sürekli döviz rezervlerini artırdığı ortaya çıkmaktadır.(Tablo 8) Son yıllardaki petrol fiyatlarındaki artışı ve Çin'in hızlı büyümesi dövize talebi artırarak, küresel likiditeyi artırdığı söylenebilir.

Tablo 8. *Döviz Rezervlerinde Yıllık Değişim*[*] *(Milyar Dolar)*

ÜLKE GRUPLARI	*2001 (Yıllık Artış)*	*2006 (Yıllık Artış)*	*2006 (Stok)*
Sanayileşmiş Ülkeler	6,3	99,9	1.394,9
Gelişen Asya	76,2	396,3	2217,5
Çin	46,6	247,5	1.066,3
Latin Amerika	-0.3	53,7	271,0
Diğer Ülkeler	31	309,9	3379,2
Petrol İhraç Eden Ülkeler	17,6	219,0	706,5
Toplam	**113,2**	**859,8**	**5.034,2**

Kaynak. BİS, **Annual Report–2007**,89(Çin, Gelişen Asya tutarları içerisinde de vardır.)

[48] Tablo **BİS Annual Report-2007** ve Bingham, G., ***"International Financial Architecture: Foundations and Framework"***, **Financial Globalization and Emerging Economies**, Santiago, Chile,2000,63-75'den alınarak hazırlanmıştır.

[*] Tabloda, *Sanayileşmiş ülkeler, ABD, Avro Alanı Ülkeleri, Japonya; Gelişen Asya, Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland; Latin Amerika, Arjantin, Brezilya, Şili, Meksika; diğer ülkeler, Kuveyt, Libya, Katar, Suudi Arabistan, Petrol İhraç Eden Ülkeler, Orta ve Doğu Avrupa* ülkelerinden oluşmaktadır.

Küresel likiditeyi artıran döviz rezervlerini artırma çabası beraberinde ülkeler açısından dövizin değerindeki düşüşler dolayısıyla kur riskine neden olabilir. Bu ülkeler açısından borçlarına olumlu etki yapan kur düşüşü, aynı zamanda rezervlerinin değer kaybını da içeren değişik bir etki meydana getirmektedir. Borç yükü az olan ülkeler açısından kurdaki değer düşüklüğü, ülkenin para politikasını olumsuz yönde değiştirebilir. Gelişen ülkeler, dolar gibi uluslar arası geçerliliği olan bir para üzerinden rezerv biriktiriyor olsa da; değer kaybetmesi durumunda ticaretten kazandıklarını parası değer kaybeden bir ülkenin finansmancısı durumuna düşmeleri ekonomik anlamda rasyonelliği tartışmalıdır.

1.1.6. Uluslararası Ticarette Genişleme ve Yayılmanın Likiditeye Etkisi

1990 sonrasında mali serbestleşme yanında ticari serbestleşme eğilimlerinin artması finansal likiditeyi etkileyen unsurlardan birisidir. Uluslar arası ticaret hacminin artışına bağlı olarak döviz talebinde artış olması muhtemeldir. Fakat son yirmi yıllık değişimde dünyadaki döviz döngüsünün ticaret hacminin çok üzerine çıktığına da dikkat edilmesi gerekir. 1990 yılında dünyada günlük ihracat hacmi, 9,7 milyar dolar seviyesindeyken, günlük döviz işlem tutarı 590 milyar dolardır. 2004 yılında 25,5 milyar dolar ihracat işlemi ve 1880 milyar dolar ortalama günlük döviz işlemi yapılmaktadır. 2004 yılında BİS araştırmasına göre dünyadaki günlük hareket eden paranın sadece %1,4'ü ticaret için kullanılmaktadır.(Tablo 9) Bu durum küresel likiditeye ticaretin katkısının sınırlı olduğunu ve küresel likiditenin daha çok finansal işlemlerden kaynaklandığını göstermektedir. Sermaye unsurlarının ve spekülatif tercihlerin ticari işlemlerden daha hızlı ilerlediği de ortaya çıkmaktadır.

Tablo 9. *Uluslararası Günlük Döviz ve İhracat Hacmi*

Günlük Hacimler	*1990*	*2001*	*2004*
Günlük Ort. İhracat(Milyar Dolar)[+]	*9,7*	*17,2*	*25,5*
Günlük Ort. Döviz İşlem Tutarı(Milyar Dolar)	*590,0*	*1200,0*	*1880,0*
Günlük Ort ihracatın Döviz İşlemlerine Oranı(%)	*1,6*	*1,4*	*1,4*

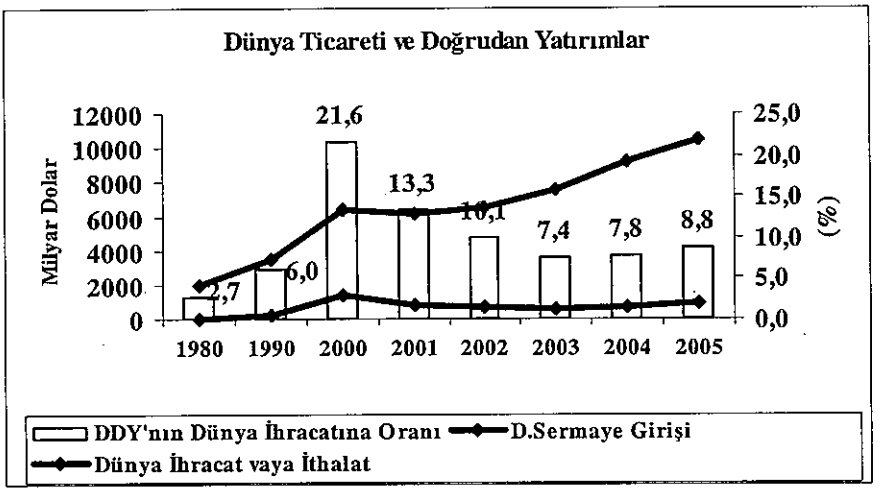
Kaynak. BİS **Querterly Review-2004** ve WTO **World Trade Report,2006**

Ticari serbestleşme dünyada dış ticaret tarifelerinin azaltılması ve serbest ticaret bölgelerinin yaygınlaşması ile pratikleşmiştir. Özellikle Nisan

[+] Yıllık rakamların 360 bölünmesiyle elde edilmiştir.

1994'teki Uruguay Görüşmeleri ticari serbestleşmenin manifestosu niteliğindedir. Bu görüşmede dünyadaki ticari serbestleşmenin yönetilmesinde etkin rol oynayacak olan Dünya Ticaret Örgütü(WTO)'nun kuruluşu kararlaştırılmıştır.[49] Özellikle 1990'dan 2000'e dünya ihracatının yaklaşık 3.000 milyar dolar artması bu açıdan değerlendirilebilir. 2005 yılında ihracat 10.000 milyar dolar seviyesine kadar çıkmıştır. Ticarette serbestleşmenin dünyadaki parasal işlemlere 1990 yılına göre 2005'te yaklaşık 6.500 milyar dolar katkı sağlamaktadır. (Şekil 6)

Şekil 6. *Dünyada İhracat ve Doğrudan Yatırımlar(1980–2005)*[*]



Dünyada ihracat ve doğrudan yatırımların 1980'den sonraki seyrini incelediğimizde, doğrudan yatırımlar 55 milyar dolardan 1 trilyon dolar seviyesine akım olarak ulaşmıştır. Yaklaşık 20 kat büyüme göstermiştir. İhracat ise 1980'lerde 2 trilyon dolar seviyesindeyken, 2006 yılı için 10 trilyon dolar seviyesine yüksekmiştir ve 5 kat bir büyüme vardır. Bu durum, ülkeler arasında yatırımın ihracattan daha hızlı geliştiğini göstermektedir. 2000 yılında tüm ihracata doğrudan yatırımların oranı %21 seviyesindedir.**(Şekil 6)** Yani doğrudan yatırımlar ülkeler açısından ihracat kadar önemli bir iktisadi unsur durumundadır. Likidite bolluğunda hem yatırımlardaki hızlı artış, hem de ticarette genişlemenin etkisinin olduğu söylenebilir.

---

[49] Yarbrough, B. V., Yarbrough, R. M., **The World Economy, Trade and Finance**, Fifth Edition, Harcourt Company, Orlando, 2000, 326

[*] Şekil UNCTAD, World Invesment Report 2006 ve UNCTAD veri tabanlarından alınan ihracat verilerine dayanarak hazırlanmıştır.

Ticaretteki büyümede AB, NAFTA, LAFTA gibi iktisadi ve siyasi birliklerle bölgeselleşme hareketlerinin artması da etkilidir. Ayrıca Çin, Hindistan ve özellikle Doğu Asya'da bulunan ihracat odaklı gelişme stratejisi izleyen ülkelerin ticari serbestleşmede ve finansal akımlar üzerinde doğruda etkisinin olması muhtemeldir.

1.2. Likidite Döngüsünün Oluştuğu Ortamın Ortak Özellikleri

Küresel likiditedeki artış ve finansal bolluk belirli bir ortamda gelişmiştir. Bu ortamın ekonomi ideolojisi, altyapı şartları ve riskleri ile birlikte bir bütünü ifade etmektedir. Dünyadaki ülkelerin bu yapıya entegre olmasını kolaylaştıran veya zorlaştıran iktisadi koşullar bu ortamda oluşmaktadır. Küresel likiditenin devam etmesi ve büyümesi ortam koşullarında meydana gelebilecek değişimlere bağlıdır. Ortam koşullarının değişimiyle likidite bolluğundan kaynaklanabilecek bir muhtemel kriz ortamına geçiş olabilir, 1970, 1998 ve 2001 yıllarında değişik ülkelerde yaşandığı gibi mali kriz ortamı oluşabilir.

Tablo 10. *Likidite Bolluğunun Ortam Unsurları ve Anlamları*

Belirleyici Unsur	*Likidite Bolluğu Ortam Faktörü*	*İfade Ettiği Karşılık*
İdeoloji	*Neo-liberal iktisadi anlayış*	*Bu anlayış, ülkelerdeki ulusal iktisadi yapının değişmesinin fikri altyapısını oluşturmaktadır. Ülkelerin ulusal hukuk kuralları ve iktisat politikaları dışında çoğunlukla IMF, Dünya Bankası ve WTO gibi uluslar arası kurumların belirlediği ilkeleri ifade eden tüm kavramlarının ifade eden bütüncül ideolojik anlayıştır.*
Teknoloji	*Yüksek Sermaye Değeri Olan Bilgi Teknolojileri*	*Bilgi ve haberleşme alanındaki teknolojik gelişmelerin çok hızlı değişmesi likidite bolluğunu oluşturan temel unsurlardan birisidir.*
Piyasa	*Eklemlenmiş ve Dalgalı Piyasalar*	*Ülkelerin finans piyasalarında katılımı yerel unsurların dışlanması ve küresel şartların kabul edilmesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Avrupa Birliği, Pasifik ülkeleri veya Kuzey Amerika ülkeleri gibi bölgesel hareketlerde likiditenin artmasında etkili olan faktörlerdendir.*
Maliyetler	*Faiz, Kur Riski ve İşlem Maliyetlerinde Azalma*	*Küreselleşmenin getirdiği en büyük kolaylık bu alandadır. Uluslar arası piyasada borçlanabilme, ticaret ve yatırım yapabilmenin imkânları maliyetleri düşürmüştür.*
Riskler	*Yatırımcının Taşıdığı Her türlü Risk*	*Bu ortamda bütün risk tanımları bireysel katılımcının taşıdığı portföyün risklerini ifade etmek için tanımlanmaktadır. Ülkelerin genel riskleri bile yatırımcının taşıdığı riskin anlamı kadar değerlendirilmektedir.*

1.2.1.Likidite Bolluğunun İdeolojik Temeli: Neo-liberal İktisadi Anlayış

Likidite bolluğunun finansal gerekçeleri kadar, ideolojik yönü de etkilidir. Likidite bolluğunu oluşturan şartlar, belirli bir iktisadi anlayışının sonucunda ortaya çıkmıştır. Kavramın macerası küresel likiditenin yükselişi

ile aynı döneme rastlamaktadır, yaklaşık yirmi yıldır tartışmaların içerisindedir. Neo liberalizmle ilgili tartışmalarda kavramın temel bir tanımından çok konuya yaklaşımların etkili olduğu ortaya çıkmaktadır.[50]

Kavramın eleştirilerinden ortaya çıkan çerçeve daha çok mali küreselleşmenin dayandığı ilkeleri göstermektedir.[51]Dünyadaki neo-liberal dönüşüm geçiren ülkelerin özellikleri de bu konuda örnek teşkil eder. Örneğin Güney Kore'nin 80'lerden sonra sermaye hareketlerine açık duruma getiren ideoloji Başkan Kim tarafından, *"dünya ile bütünleşme tarihi misyonumuzdur"* şeklindeki bir ideolojik bakışa dayanır.[52]Bu ideolojinin temel ilkeleri 19 yüzyıldaki *bırakınız yapsınlar* anlayışının uluslar arası kurumlar tarafından garantiye alınarak meydana getirildiği *"Washington uzlaşısı"*na dayanmaktadır.[53]

Temel ilkesi serbestlik ve özel mülkiyetin korunması olan neo liberalizm, özelleştirme, bütçe disiplini, yönetişim, vergi düzenlemeleri, devletin etkinliğinin azaltılması, mali sermayenin serbest dolaşımının engellenmemesi gibi unsurlara dayanmaktadır.*

Neo liberal dönüşüm son yirmi yılda tüm ülkelerin sermaye karşısındaki tavrı, uyguladığı ekonomi politikaları ve geçirdiği dönüşüm açısından bir aynılaşma sürecindedir. Aynılaşma ülkeleri birbirine benzetirken, sermaye akımlarından dolayı karşılaşılan sorunları da aynılaştırmaktadır.[54] Neo liberal politikalar başlangıçta hızlı bir gelişme içerirken, zamanla birbirine benzeyen ve tek sermaye piyasasına bağlanmış ve çözüm üretemeyen ülkeler meydana getirebilir.

Neo liberal politikalara olan eleştiriler karşısında *"Washington uzlaşısı"*nda belirtilen ilkelere ilaveler yapılarak, "Geliştirilen *Washington uzlaşısı"* ilkelerinin olması gerektiği Rodrik(2002) tarafından iddia edilmektedir. Bu ilkeler, yolsuzlukla mücadele, esnek işgücü piyasaları, WTO düzenlemeleri, finansal kod ve standartların belirlenmesi, düzenli sermaye

---

[50] Thorsen, D. E., Lie, A., *"What İs Neoliberalism"*, Http://Folk.Uio.No/Daget/What%20is%20neo-Liberalism%20final.Pdf(E.T.05/07/2007)

[51] Yeldan, E., *"Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler"*, Rethinking Development Economics: Active Growth And Social Policies Under Globalization, II.Dünya Sosyal Forumu 31 Ocak-5 Şubat 2002, Port Allegra, Brezilya

[52] Crotty, J., Lee K. K., *"Is Financial Liberalization Good For Developing Nations? The Case Of South Korea İn The 1990's"*, Review Of Radical Political Economics 34(2002) 327-334

[53] Stiglitz, J. E., **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, (Çev.Taşçıoğlu, A.,Vural, D.) 3.Baskı, Plan B,İstanbul, 2004,95

* Bu Bölümün Başında *"Washington Uzlaşısı"* Konusundaki İlkeler Olarak Açıklanmıştır.

[54] Yıldıran, M, *"Gelişmede Aynılaşma Sorunu:Tarzı Olan Değişim"*, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Haziran-Temmuz 2005, 1-24(www.makalem.com)

akımı, bağımsız merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi, sosyal güvenlik sistemlerinin dengelenmesi ve yoksulluğun azaltılması gibi unsurlara dayanmaktadır.[55] Fakat özellikle gelişmiş ülkelerin ticarette stratejik koruma politikaları uygulaması ve mali piyasaları etkileme gücü göz önüne alındığında gelişen ülkelere neo liberal politikaların fayda sağlayamayacağı söylenebilir.

1.2.2. Likidite Bolluğunun Görünür Öğesi: Teknolojik Atılım

Finansal piyasalardaki hızlı gelişmenin en önemli faktörü bilgi teknolojilerindeki gelişmelerdir. Telefon ve telgrafın kullanımıyla hızla gelişmeye başlayan finansal hizmet teknolojisi, günümüzde bilgisayar ve diğer bilgi teknolojileri ile güvenli, saydam ve hızlı olarak görevlerini yerine getirmektedir.

Küresel likiditenin çok hızlı gelişmesinde etkili olan teknolojik fonksiyonlar, finansal bilginin aktarılması, finansal işlemin yapılabilirliğinin ve finansal gelişmelerin izlenmesini kolaylaştırabilir. Finansta analiz yöntemlerinin sayısallaşması ve analizlerde bilgi teknolojilerinin kullanımı da teknolojik gelişmeye bağımlıdır. Özellikle kullanılan finansal araçların çeşitliliğinin artması ve çok çeşitli piyasalarda işlem yapılması sebebiyle özel yazılımların kullanılmasını gerektirmektedir. Bu durumda küresel likiditenin artmasında teknolojik ilerlemenin önemini artırdığı söylenebilir.

Bilgi teknolojilerinde gelişmeyle birlikte artan finansal akımların ödeme sistemlerine saldırı olmadan aktarılması ve kayıplardan korunması için güvenilir bilgi teknolojilerini gerekli tutmaktadır. 2003 yılında CSI(Computer Security Instute) ve FBI(Federal Bureau Investigation) tarafından ortak yapılan araştırma 251 farklı organizasyon ve 200 milyon dolara mal olmuştur.[56] Bu durum küresel likiditenin hangi boyutlara ulaştığı hakkında bir bilgi sağlamaktadır ve teknolojik gelişmenin küresel likidite açısından vazgeçilemez unsur olduğunu da ortaya koymaktadır.

Dünya'da para işlemlerinin akışını sağlamada değişik fonksiyonlar üstlenen CHİPS(Bankalar arası Takas Odası Ödeme Sistemi), CHAPS (Takas Odası Otomatik Ödeme Sistemi) ve SWIFT(Dünya Bankalar arası Mali Telekomünikasyon Kurumu)dur. Bu kurumlardan, CHIPS ve CHAPS takas

---

[55] Rodrik, D., *"After Neoliberalism, What?"*, Alternatives To Neoliberalism Conference, Washington D.C., May 23, 2002(Http://New-Rules.Org/Docs/Afterneolib/Rodrik.Pdf)

[56] Kazmirci, K., Ömerbeyoğlu, F., *"Güvenli Eft Ve Swift Ortamları"*, Active Bankacılık Ve Finans Dergisi, Yıl:7, Sayı:38, Eylül-Ekim 2004,24-28

yoluyla ödemleri, SWIFT'te para gönderme konusunda bir talimat gönderme sistemidir.[57]Bu sistemler küresel likiditeye hayat veren ana damarlardır.

Teknolojik gelişme finans piyasaları açısından finans merkezlerinin canlanmasını ve sayısının artmasına da neden olmuştur. Telekomünikasyon ve bilgisayar alanındaki gelişmeler finansal hizmetler alanındaki istihdam hacmini artırırken, yeni finansal merkezlerin ortaya çıkmasını etkilemektedir. Ayrıca finansal merkezler için tehdit olarak, finansın mekândan bağımsız olarak kontrolüne imkân sağlayan gelişmelerinde önünü açmıştır.[58] Yeni finansal merkezler teknolojik donanımı yüksek, bilgi teknolojileri eğitimi almış elemanların çalıştığı ve finansal taleplerin olabildiğince anında karşılandığı bir birine bağlı süreçlerden oluşan bir sisteme dayanması gerektiği iddia edilmektedir. Bu iddia, dünyada menkul kıymetlerle ve döviz işlemleriyle ilgili işlemlerin maliyetlerinin düşürülmesi ve sistemik risklerden* korunabilmesi için, *"baştan başa doğrudan süreç"* sisteminin uygulanmaya başlaması uygun olabilir. Baştan başa doğrudan süreç, *"hisse senedi, sabit getirili menkul kıymetler ve diğer finansal enstrümanların işlemlerinde işlemin gerçekleştirilmesinden, tescil ve takas işlemine kadar bütün aşamaları baştan başa kapsayacak şekilde oluşturulmuş sistemler ve iş akışlarının benzersiz entegrasyonu"*[59] olarak tanımlanmaktadır.

1.2.3. Küresel likiditenin Macera Alanı: Dalgalı ve Eklemlenmiş Piyasalar

Bretton Woods siteminin çökmesiyle oluşan ortam, finans piyasalarının dalgalanmaya başlamasına ve piyasa belirsizliklerinin artmasına neden olmuştur. 1970'lerden 1990'lardaki *Washington Uzlaşısı*'na kadar geçen dönem belirsizlik ve kriz dönemleridir. Aynı zamanda çok değişik gelişmelere neden olmuştur. Türev piyasaların yaygınlaşması, uluslar arası finansal işlemlerin ve uluslar arası doğrudan yatırımların sürekli artmasını beraberinde getirmiştir. Her kriz yeni gelişme ve kavramları beraberinde getirerek küresel finansal sistemin sürekli gelişmesine neden olmuştur. Bu dönemdeki piyasaların özellikleri liberalleşmenin getireceği sermaye akımının iktisadi gelişmeyi teşvik edeceğine bağlıydı. Önceleri sıcak para ile hızla büyüyen ülkelerin, krizlerde ortaya çıkan gerçek yüzü yeni piyasaların kötü

---

[57] Parasız, İ., **Para Banka ve Finansal Piyasalar**,7.Baskı, Ezgi yay., Bursa,2000,25

[58] Alp, A., **Finansın Uluslararasılaşması**, Cogito-Ekonomi, Yky, İstanbul,2000,43

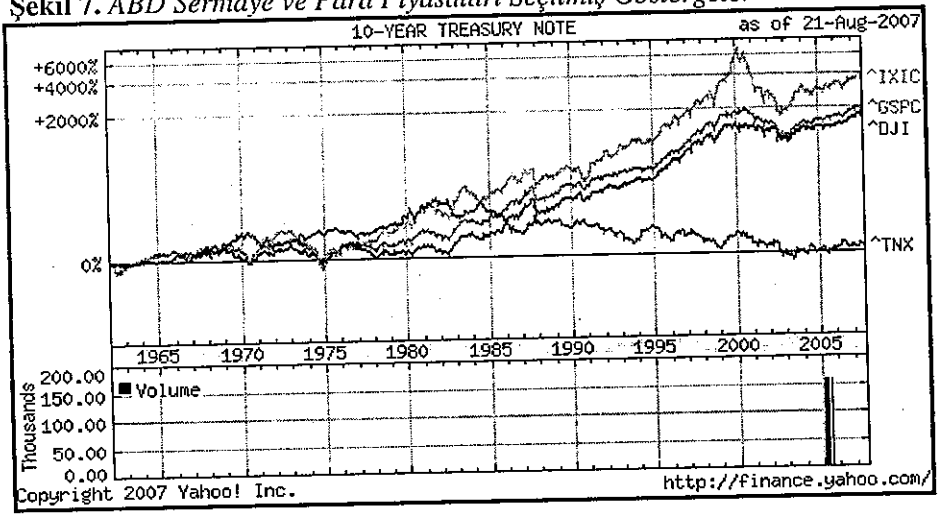
* Sistemik Risk: Kriz Anında "Domino Etkisi" İle Verilen Emirlerden Dolayı Sisteme Dahil Olanlarından Krizden Etkilenmesi.

[59] Tüzünalper S. O, Kayacan,M., ***"Uluslararası Menkul Kıymet İşlemleri Ve Baştan Başa Doğrudan Süreç"***, İşletme Ve Finans Dergisi, Yıl:18, Sayı:208, Temmuz 2003,87

yönetilen ve zayıf bankacılık sisteminin kısa vadeli borçlarla uzun vadeli proje finansmanına yöneldiğini göstermektedir. Finansal piyasalardaki sermaye akımlarının ekonomik yönde kalıcı etkiler meydana getirmediği tartışmaları, mali serbestleşme akımının sorgulanmasına neden olmuştur.[60]

1960'lardan bu yana sermaye ve para piyasaları ile göstergeler sürekli olarak dalgalı ve büyüyen bir eğilim göstermektedir. Yani mali kapitalizmin büyüme süreci dalgalanmalara rağmen sürekli ilerlemeler göstermektedir. Finansal kapitalizmin kutsal ve güçlü merkezi ABD'nin temel finansal göstergeleri bu konuda önemli bir ipucu vermektedir. Özellikle hisse senedi piyasasında Dow-Jones(^DJI)ve S&P (^GSPC) endeksleri 1962'ye göre yaklaşık %2000 artmıştır. NASDAQ(^IXIC) endeksi ise 1970'lerden bu yana doksanların sonunda %6000'lik bir artış göstermiştir. Sadece ABD tahvil piyasasında 10 yıllık tahvil göstergelerinde 1960'lara dönüş vardır.(Şekil 7)

Şekil 7. *ABD Sermaye ve Para Piyasaları Seçilmiş Göstergeler*

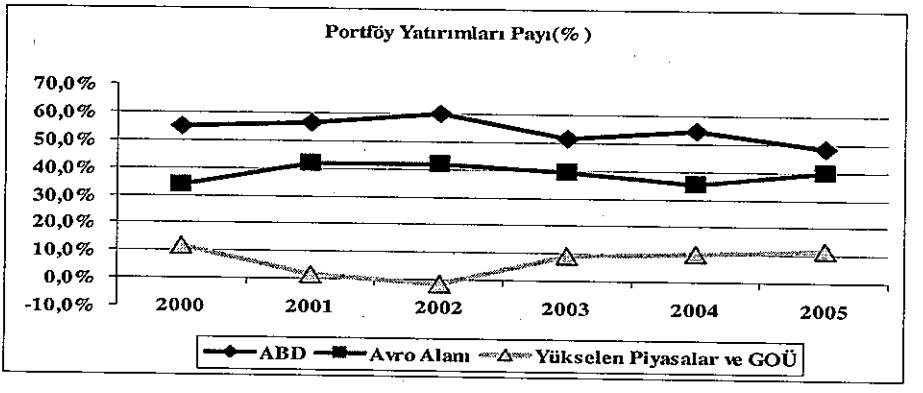


Dünyadaki neo-liberal gelişmeler son dönemde GOÜ'leri sermaye ve para piyasaları yönünden birbirine bağlı piyasalar haline getirirken, aynı zamanda bu piyasalara akan yatırımların artmasına da neden olmuştur. Özellikle 90'lı yıllar hem finansal piyasaların uluslararasılaşması hem de sıcak para hareketlerine bağlı krizlerin artışına neden olmuştur.[61] Fakat 2000'li yılların ortalarına doğru yeniden gelişmiş ülkelere portföy yatırımları kaymaya başlamıştır. ABD, Avro bölgesindeki portföy yatırımlarının arttığı dönemde GOÜ ve Yükselen Piyasalarda aynı yatırımların azaldığı dikkat çekicidir. Bu

[60] Beddeoes, Z. M., ***"Uluslararası Finans Sistemi"***, Foreign Policy, Türkiye Baskısı, Güz,1999,12-23
[61] Alp, A., **Finansın Uluslararasılaşması**, Cogito-Ekonomi, YKY, İstanbul,2000,17-26

durum piyasalar arasındaki eklemlenmenin varlığı için bir gösterge kabul edilebilir.(Şekil 8)

Şekil 8. *Portföy Yatırımlarının Ülke ve Ülke Gruplarına Göre Yüzdesi (2000–2005)*[*]



2000'li yıllarda finansal bolluk dolayısıyla bütün piyasalarda sürekli bir genişleme göze çarpmaktadır. ABD 1995 yılında toplam yatırım akımı 440 milyar dolar seviyesindeyken üç kat artarak 1.212 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Aynı dönemde Avro bölgesinde 2000 yılında 987 milyar dolar olan toplam sermaye akımı 2005 yılında 1.643 milyar dolara çıkmıştır. GOÜ ve Yükselen piyasalarda ise 1995'te 319 milyar dolar olan sermaye akımı, 716 milyar dolara yani iki katından fazlasına çıkmıştır. Yalnız ülkelere sermaye akımı istikrarlı şekilde artmaz. GOÜ piyasalarına 1995'te 319 milyar dolarken 2002 yılında 173 milyar dolar 2005 yılında 716 milyar dolar gibi çok dalgalı bir sermaye akım seyri vardır. (Tablo 11)

[*] Oranlar üç ülke grubunun toplamına ilgili ülkenin portföy yatırım tutarı bölünerek hesaplanmıştır.

Tablo 11. *Küresel Sermaye Akımları(Girişler)(1995-2005)*

	1995	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*
Amerika Birleşik Devletleri	*57,8*	*321,3*	*167,0*	*84,4*	*64,0*	*133,2*	*109,8*
Doğrudan	*210,4*	*436,6*	*428,3*	*427,6*	*520,3*	*766,2*	*908,5*
Yatırımlar	*170,4*	*289,0*	*187,5*	*285,8*	*280,5*	*550,9*	*193,9*
Portföy Yatırımları	*438,6*	*1046,9*	*782,9*	*797,8*	*864,8*	*1450,2*	*1212,2*
Diğer Yatırımlar							
Toplam Yatırımlar							
Avro Alanı							
Doğrudan	-	*379,5*	*199,7*	*183,8*	*151,1*	*126,2*	*94,5*
Yatırımlar	-	*268,1*	*318,3*	*298,3*	*398,0*	*496,6*	*747,7*
Portföy Yatırımları	-	*340,3*	*238,1*	*60,5*	*195,7*	*345,2*	*801,7*
Diğer Yatırımlar	-	*987,8*	*756,2*	*542,5*	*744,8*	*968,0*	*1643,9*
Toplam Yatırımlar							
Yükselen Piyasalar ve Gelişen Ülkeler	*125,1*	*211,7*	*225,5*	*182,2*	*199,6*	*272,8*	*361,2*
Doğrudan	*89,5*	*91,7*	*11,4*	*-10,7*	*91,1*	*143,6*	*221,7*
Yatırımlar	*104,6*	*-5,9*	*-57,6*	*1,8*	*124,0*	*202,8*	*133,4*
Portföy Yatırımları	*319,2*	*297,4*	*179,2*	*173,3*	*414,7*	*619,2*	*716,4*
Diğer Yatırımlar							
Toplam Yatırımları							

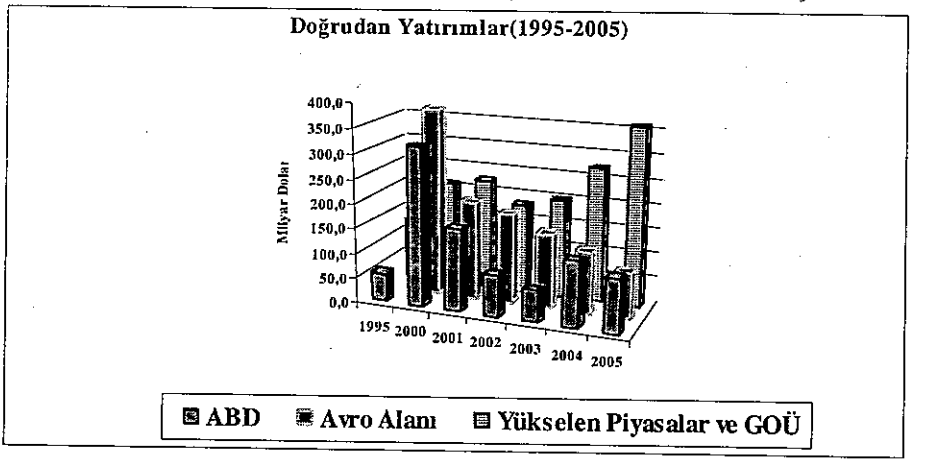
Kaynak. IMF, **World Economic Outlook**,2007

Mali küreselleşmenin etkisiyle ülkeler uluslar arası finansal piyasalara eklemlendikçe, ülkelere akan sermaye miktarında artışlar olmaktadır. IMF uzmanları tarafından (2003), ülkeler mali küreselleşemeye çok bütünleşmiş ve az bütünleşmiş olmak üzere ikiye ayrılarak sermaye akımlarından yararlanma oranları tesbit edilmeye çalışılmıştır. Sonuçta, küreselleşme seviyesi fazla olan ülkelerin sermaye akımlarından çok yararlandığı ortaya çıkmıştır.[62]

Finans piyasalarındaki eklemlenme ve mübadele doğrudan yatırımlar açısından çarpıcıdır. GÜ ve GOÜ arasındaki sermaye akım takası 1995'den bu yana izlendiğinde ortaya net olarak çıkmaktadır. 2000'li yılların başında gelişmiş ülke piyasalarına(ABD ve Avro bölgesi) akan doğrudan yatırımların, 2002'den sonra GOÜ piyasalarına yöneldiği gözükmektedir. (Şekil 9)

[62] Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.J., Köse, M. A., ***"Effects of Financial Globalization on Developing Countries:Some Emprical Evidence"***, IMF Occasional Paper 220, 2003, 9-11

Şekil 9. *ABD, Avro Bölgesi ve GOÜ'de Doğrudan Yatırımların Gelişimi*



Kaynak. IMF, **World Economic Outlook**,2007

1.2.4. Mali Küreselleşmenin Getirdiği Avantaj: Maliyetlerin Düşüşü

Mali küreselleşme ülkelere bazı olumsuzluklar getirmesine rağmen, finansal hizmetlerde, işlemlerde ve akımlarda maliyetlerin azalmasına neden olmasıdır. Özellikle *"yakınlaşma(convergence)"* ile sağlanan gelişmeler maliyetlerin düşüşünde önemlidir.[63]

Mali serbestleşmenin etkisiyle değişik ülkelerdeki yerleşik finansal hizmet müşterileri maliyet avantajı sağlayan finans merkezlerine yönelerek işlem maliyetlerini azaltmışlardır. Ayrıca mali küreselleşme finansal hizmetlerin müşterinin ayağına ulaştırılmasında etkili olmuştur. Yine ülkelerin finansal serbestleşme ile sağladığı imkânlardan yararlanan yabancı finansal kurumlar ülkelere finansal maliyetlerin düşürülmesinde ve kolay fon bulunmasında yardımcı olmuştur. Bankaların 1995'den 2005'e kadar kontrol ettiği yabancı aktiflerin payı yaklaşık 8 trilyon dolar artmıştır.(Tablo 12)

[63] ALP, A., **Finansın Uluslararasılaşması**, Cogito-Ekonomi, YKY, İstanbul,2000,37-38

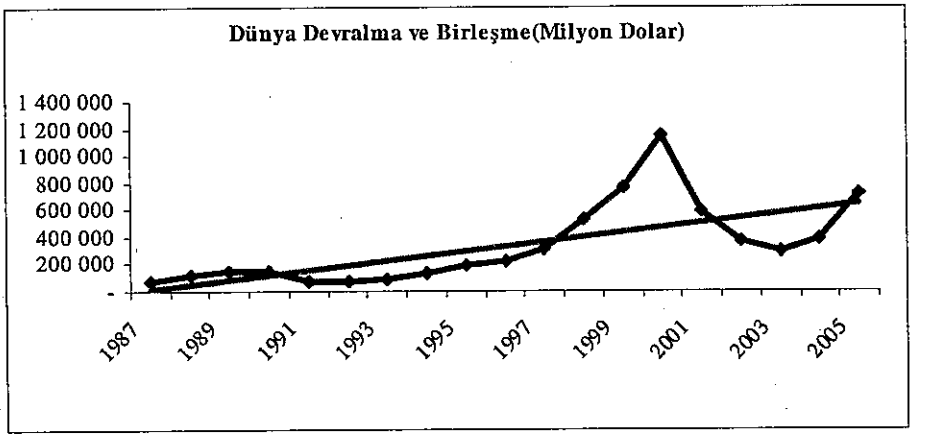
Tablo 12. *Yabancı Bankalarda Sahiplik Durumu*

Dönemler	Toplam Banka Aktifleri *(Milyar Dolar)*	Yabancının kontrol ettiği toplam aktifler *(Milyar Dolar)*	Toplam yabancı aktif payı (%)
1995	33.169	5.043	15
2005	57.165	13.039	23
Değişim	23996	7.996	8

Kaynak. IMF, **World Economic Outlook**,2007,101

Yabancı yatırımcılar küreselleşme ile gelen maliyet avantajlardan yararlanarak kolaylıkla yatırımlarını *"çeşitlendirme (diversification)"* stratejisi ile istediği şekilde değerlendirebilmektedir. Uluslar arası yatırımlardaki çeşitlendirme stratejisi iletişim maliyetlerinin düşüşü ve internet kullanımıyla da kolaylaşmıştır. 1930'larda 100 dolar olan telefon maliyeti 2000'lerde 1 doların altına inmiştir. Yine 1995'te dünyada nüfusta internet kullanımı %1 seviyesinin altındayken 2005'te %20'lere yaklaşmıştır.[64]

Şekil 10. *Dünyada Ülkelerarası Devralma ve Birleşme(1987–2005)*



Kaynak:UNCTAD(http://www.unctad.org/sections/dite_dir/docs/wir2006_m&a_sales_v_en.xls)

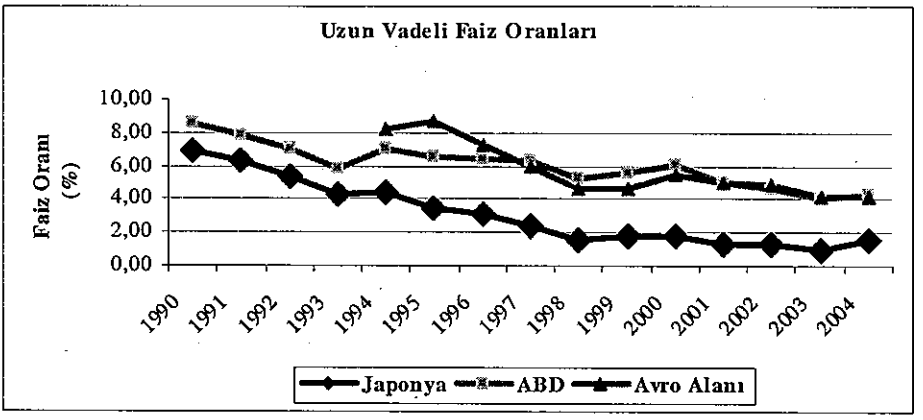
Ülkelerdeki hukuki ve finansal işlem maliyetlerinin azalması ile birlikte devralma ve birleşmelerde artış olmuştur. Özelikle 1995'den 2000'e kadar 200 milyon dolardan 1.200 milyon dolara yükselmiştir ki, bu yaklaşık altı kat bir büyümeyi ifade etmektedir. (Tablo 11) Devralma ve Birleşmelerdeki artış küresel ölçekteki işletmelerin finansal işlem

[64] Financial globalization,112-113 http://www.imf.org/Pubs/FT/weo/2005/01/pdf/chapter3.pdf

maliyetlerini ve dünyanın değişik yerlerinde üretim yapma imkânı sağlaması açısından da üretim maliyetlerini azatlığı söylenebilir. Özellikle *Dunning*'in belirttiği gibi mülkiyet avantajı ve ülke dışı faktörlerdeki işlem maliyetlerinin azalması ile ÇUG uluslar arası yatırım kararlarında gelişmeler yaşanabilir.[65]

Spekülatif fon hareketleri açısından belirleyici bir faktörde faiz maliyetlerdir. Özellikle GÜ'de faiz oranlarının düşmesi fon hareketlerinin artmasına neden olmuştur. ABD'de uzun vadeli faiz oranları % 9'dan %4'e gerilemiştir. Japonya'da faiz oranları%7 seviyesinden %1,5 seviyesine kadar düşmüştür. Benzer durum Avro alanındaki ülkeler için de geçerlidir.(Şekil 12) Uzun vadeli faiz oranlarının düşmesiyle işlem maliyeti avantajı ile birlikte kredi müşterileri daha rahat uzun vadeli finansal kaynak sağlamıştır.

Şekil 12. *GÜ'de Uzun Vadeli Faiz Oranları(1990–2004)*



Kaynak:OECD

Mali küreselleşmenin getirdiği maliyet avantajıyla birlikte, küresel yatırım şirketleri dünyanın yeni kralları haline gelmiştir.[66] Özelleştirme yapacak ülkeler, borç bulacak ülkeler ve proje finansmanı için bu şirketlere kendilerini yeterince anlatamayan devlet yöneticileri sermaye akımını sürekli tutamadığı için mali krizle karşılaşabilmektedir. Bu nedenle Davos'ta yapılan görüşmelere katılmak ülkeler açısından bir itibar alanı haline geldiği söylenebilir.

---

[65] KULA, F., **Çokuluslu Girişimler ve Türkiye**, İleri Yayınları, İstanbul, 2006,62-63

[66] Tancredi, S., *"The uneasy crown"*, **the economist**, Feb 8th 2007, 1-5(www.economist.com., e.t. 11.02.2007)

1.2.5. Küresel Likidite Ortamı İçin Riskler: Dalgalanma ve Belirsizlik

Küresel likidite açısından risk kavramı yatırımcının üstlendiği veya karşılaşabileceği riskleri ifade etmektedir. Bu risk algılaması temelde dalgalanmalardan ve belirsizlikten kaynaklanabilecek kayıplarla karşılaşma ihtimalidir. Dolayısıyla bütün risk tanımları ve risk yönetimi uygulamaları temelde finansal kuruluşların ve yatırımcıların karşılaştıkları tehditleri anlatmaktadır.[67]

Küresel likidite açısından en önemli sorum sistemin büyümesini ve getirinin sürekliliğinin belirsizliğe düşmesidir. Son bir yıldır *ipoteğe dayalı konut piyasalarında(mortgage markets)* meydana gelen dalgalanmalar yatırımcılara ve sürekli dış finansmanla ayakta duran ekonomilerde ciddi endişelere neden olmaktadır. ABD ipoteğe dayalı konut piyasalarına bağlı menkul kıymetlerin değeri Ocak 2007'de 5,8 trilyon dolar'lık bir hacme ulaşmıştır. Konut piyasasında son yıllarda başlayan tıkanma kredi kullanıcıların borçlarını ödemede karşılaştıkları sorunlar nedeniyledir. Bu sebeple konut piyasalarına bağlı menkul kıymetlere talep azalmış ve konut finansmanı sağlayan kuruluşların ödemelerinde aksamalar artmaya başlamıştır. Bu durum kredi piyasalarında ciddi endişelere neden olmaktadır.[68] ABD Her dalgalanma faiz ve kurda değişime neden olduğu için finansman maliyetlerinin sürekli olarak değişmesine neden olabilmektedir.

1970'lerde Bretton Woods sisteminin çökmesiyle başlayan dalgalı kurlarla meydana gelen riskler tüm finans sistemini sürekli olarak etkilemektedir. Kurlardaki dalgalanma finansal sistemde hem yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasına hem de döviz piyasalarının oluşmasına imkân sağlamıştır. Ülkelerde 1980'lerde konvertibiliteye geçiş hızlanmıştır. Bununla birlikte ülkelerin kur dalgalamalarından dolayı kur riskine açıklığı artmıştır. 1986–2004 döneminde Türkiye, Meksika ve Kore gibi mali kriz yaşayan ülkelerde yıllık değişimden %13-%39 arasında standart sapma hesaplanmıştır ki, bu oran çok yüksek kur farklarının olduğunu göstermektedir. (Tablo 13) Bu farklardan yararlanmak isteyen fonlar açısından elde edilen karı ve katlanılan riski artırmaktadır. Özellikle döviz krizlerinden önce ve sonra karşılaşılan durum ülkeler açısından içinden çıkılamaz etkilere neden olabilmektedir.

---

[67] Bolgün, E., Akçay, M.B., **Risk Yönetimi**, 2.Baskı,Scala Yay., İstanbul 2005,38-39

[68] IMF, ***"Assesing Global Financial Risks"***, **World Economic Outlook**, April 2007,2-4

Tablo 13. *Seçilmiş Ülkeler Kur Değişimlerinin[*] İstatiksel Göstergeleri(1980-2004)*

	Ortalama (%)	*Dalgalanma (%)*	*Minimum (%)*	*Maksimum (%)*
Almanya	-2,62	11,14	-26,22	15,61
İtalya	-0,43	11,57	-21,91	27,57
Japonya	-3,43	11,36	-29,38	15,68
Meksika	24,69	37,47	-1,15	121,77
Kore	2,21	13,65	-15,26	47,34
Türkiye	56,03	39,20	-5,09	171,59
İngiltere	-1,59	7,54	-12,47	16,91
Çin	6,24	12,89	-3,1	49,58
Hindistan	7,35	8,08	-4,17	29,93

Kaynak: OECD

GOÜ'de kur dalgalanmaları en önemli finansal risk unsurudur. Ülkelerin 1986–2004 döneminde yıllık kur değişimlerinin minimum ve maksimum değerleri arsındaki farklar oldukça yüksektir. Türkiye'de bir önceki yıla göre %171 ve Meksika'da %121 oranında değişme vardır. Bu durum ülkelerin dış ticaret, bankacılık sistemi ve finansal istikrarı açısından bir tehdittir. (Şekil 13)

Küresel yatırımcılar açısından diğer önemli konu, yatırımları açısından karşılaştıkları risklerdir. Yatırım yapılacak ülkenin riski, yatırım ortamını belirlemesi yönünden önemli bir değişken olarak UDY analizlerinde kullanılmaktadır. Terör, siyasi rejim, döviz kontrolü, borç/milli gelir oranı gibi değişkenler veya uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar çalışmalarda baz alınmaktadır.[69] Son yıllarda ülkelerin yaptığı düzenlemelerle müşteri ve işletme güvenlerinin artması söz konusudur. 2004 yılında güven artışı ile birlikte ülke risklerinin azalması ve UDY akımının artmasında etkili olması muhtemeldir.[70] Ülkelerdeki ticari ve mali serbestleşme eğiliminin artması, uluslar arası kurumlara üyeliklerin artması ve uluslararası anlaşmalara imza atılması yeni gelişen ülkelerdeki risk oranlarının

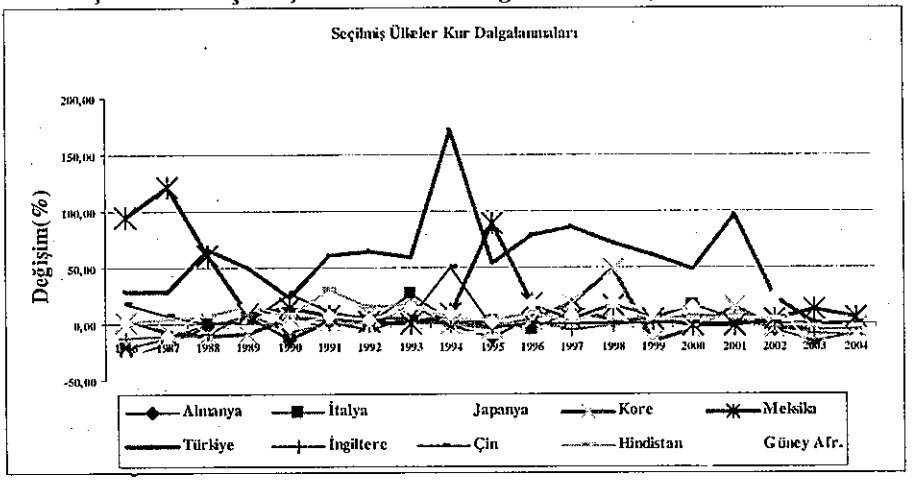
[*] Değişim oranı bir önceki yıla göre hesaplanmıştır.

[69] Wei, W., (2005) *"China and India: Any difference in their FDI performances"*, Journal of Asian Economics, 16,719-736; Moosa, I.A., Cardak, B. A.,(2006) *"The determinants of foreign direct investment: An extreme bounds analysis"*, Journal of Multinational Financial Management, 16, 199-211

[70] UNCTAD, WIR,2005,13;KULA, 149

düşmesi üzerinde etkili olabilmektedir. Yeni oluşan ortamda uluslararası kuruluşların verdiği güvenden dolayı ülke riskleri azalmaktadır.[71]

Şekil 13. *Seçilmiş Ülkeler Kur Dalgalanmaları*(Bir Önceki Yıla Göre)



UNCTAD tarafından 2005 yılında ÇUG yöneticileri ile yapılan anketlerden elde edilen sonuçlar göstermektedir ki en önemli risk, tekstil ve tarım gibi sektörlerdeki korumacılık(protectionism) yaklaşımıdır. Bunu yanında, başlıca gelişmiş ülkelerdeki mali istikrarsızlık, petrol ve diğer girdi fiyatlarındaki artışlar, gelişmiş ülkelerdeki yavaş büyüme, küresel terörizm, siyasi istikrarsızlık ve sivil savaş ile döviz kurlarındaki dalgalanma gibi risklerde uluslar arası yatırımları belirleyen risklerdir.[72]

UDY yatırımları açısından risklerde ülkeler arasında bölgeye ve ülkeye bağlı faktörlerden dolayı farklılıklar bulunsa da, genel de birbirine benzeyen risklerden bahsedilebilir. Uluslar arası yatırımları çekmekte başarılı olan Çin'de ÇUG temsilcileri üzerinde yapılan bir araştırma da, belirlenen on önemli risk yeni gelişen pek çok ülkede rastlanabilecek türdendir. (Tablo 14)

ÇUG açısından yatırım kararının verilmesinde öncelikli dikkate alacağı risk, politik risktir.[73] Politik risk ülkenin siyasi, sosyal ve iktisadi şartlarından kaynaklanan unsurları kapsamaktadır. ÇUG'lerde stratejik kararların alınmasında uluslar arası yatırım kararlarının verilmesinde ülkenin taşıdığı riskler belirleyici faktör olmaktadır. Politik risk, *"her türlü siyasi olaydan dolayı (terör, ihtilal, devalüasyon, ithalat ve gümrük kontrolleri gibi)*

[71] Sundararajan V., Arıyoshı A., Ötker-Robe,(2002)426-472
[72] UNCTAD, WIR,2005,35
[73] KULA,(2006),147

yerleşik ülkede veya ülke dışındaki uluslararası işletme işlemlerdeki aktif veya kar potansiyellerinin kaybolma ihtimalidir".[74]

Tablo 14. *Çin'de UDY için Önemli Riskler*

SIRA	*RİSKİN TÜRÜ*	*CEVAP YÜZDESİ(%)*
1	İstikrarsız siyaset	90
2	Güvenilmez Hukuk Sistemi	85
3	İhracat ve ithalat Üzerinde Kontrol	70
4	Enflasyon	60
5	Piyasa Aksaklıkları	55
6	Zayıf İletişim ve Bilgi Sistemleri	45
7	Bürokrasi	45
8	Çin Parasının Devalüasyonu	30
9	Harap Ulaşım Sistemleri	20
10	İşletmelerin Ticari İtibar Sorunu	15

Kaynak: ZHUANG, L., RİTCHİE R., ZHANG, Q., (1998)606-614

Politik riskin ülkelerde, ticaretin rekabete açılması, Kamu İktisadi kuruluşlarının özelleştirilmesi ve vergi oranlarının azaltılması ile yolsuzluk, dışa açıklık ve şeffaflaşma uygulamaları ile azaltılabileceği iddia edilmektedir. Gelişen ekonomilerin 90'lı yılların ikinci yarısından itibaren çok fazla uluslar arası yatırım ekmesinde bu uygulamaların varlığı kabul edilmektedir. Ülkelerdeki rekabet ortamını güçlendiren ve yatırım iklimi oluşturan bu şartlar UDY için çekici şartlardır.[75]

Ülkelerde politik riskin düşmesi çabaları uluslararası kurumların etkisiyle, ekonomik bariyerlerin düşürülmesi, ticaretin rekabete açılması ve diğer hukuki düzenlemeler ile mümkündür. Gelişen ülkelerin liberalleşmesi ile doğrudan yabancı sermayesi yatımlarını çekmesi arasındaki bağlantı net olmasa da, teşvik edici bir unsur olarak(akılcı politikanın bir gereği olarak) gerektiği söylenmektedir.[76]

Yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede, ekonomik ve finansal riskler de önemlidir. Vergi oranlarının yüksekliği, düşük büyüme oranları, enflasyon, yüksek ithalat vergileri ve iktisadi korumacılık ekonomik risk unsurları olarak, döviz kurlarındaki dalgalanma, faiz oranlarının oynaklığı,

---

[74] Demirag, I., Goddard(1994),269

[75] WORLD BANK, (2003) **Global Economic Prostects and the Developing Coumtries,** 77-91 (www.worldbank.org,e.t.12.10.2004)

[76] KOBRİN, S. J., (2005) ***"The determinants of liberalization of FDI policy in devoloping countries", a cross-sectional analysis,1992-2001"***, Transnational Corparations, Volume 14, Number 1, April, 68-101

yüksek kamu borçlanması, borsadaki dalgalanmalar ve dış ticaret açıklarının finansmanı gibi finansal riskler yabancı sermaye yatırımlarını etkilediği analizlerde ortaya çıkmıştır. Yalnız bu risk değişkenlerini politik riskten ayrı değerlendirmek güçtür.[77]

Finansal riskler arasında döviz kuru riski analizler açısından önemli yer tutmaktadır. Gelişen ülkelerde döviz kurundaki dalgalanmalar ve döviz kuru rejimleri bir gösterge olarak yabancı sermaye yatırımlarını etkilemektedir.[78]Bazı çalışmalarda döviz kuru hareketlerinin yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede her zaman etkili olmadığı sonucuna varılsa da[79], özellikle yatırım kararlarını verenler üzerinde yapılan anket çalışmalarında yüksek oranda kur dalgalanmalarının dikkate alındığı ortaya çıkmaktadır[80]

1.3. Küresel Likidite Kaynaklı Finansal Bolluktan Gelen Tehditler

Finansal kapitalizmin küreselleşme ile birlikte elde ettiği sermaye bolluğunun sonu nereye varacaktır. Aslında girişte belirttiğim gibi, kapitalizmin varlığını ne kadar sürdürebileceği sorusu tekrar tekrar gündeme gelmektedir.[81] Mali krizler bazen insanlığın yüreğine korku verse de halen devam eden sistemin asıl sıkıntısı belki de sürekli büyümesindedir. Finansal bolluk Ülgener'in deyişiyle(1951), *"borçlanmak bahasına bile olsa bir hayat uğruna yatırımaya sevk eden borsa oyunları ve arkasından beklenen ümitler hakikat olmayınca hepsini birden iflasa sürükleyen 'spekülasyon buhranları'! Batı Avrupa tarihi 17 nci asırdan beri sayısız misallerle doludur."* Aynı tespiti bugün GOÜ için yapmak mümkündür. 1990'lardaki krizler ve sonrasındaki artan mali genişleme hamlelerinden ortaya çıkacak sonucu *'Ülgener bakışı'yla* tahmin etmeye çalışırsak, *"küresel mali çöküş"* her zaman beklenebilir.

---

[77] Kula,(2006),157

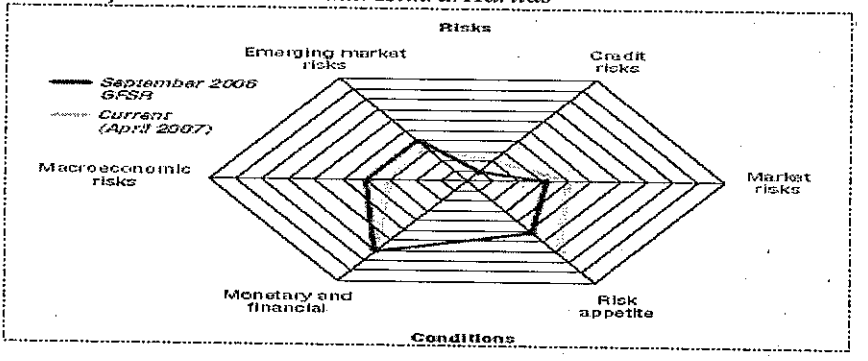
[78] Quéré, A.B., Fontagné, L., Lahréche-Révil, (1999) *"Exchange Rate Strategies İn The Competion For Atracting FDI"*, Cepıı Document De Travial N° 99-16,1-32

[79] Pan, Y.,(2003) ***"The İnflow Of Foreign Direct İnvestment To China: The İmpact Of Country-Specific Factors"***, Journal Of Business Research 56, 829-833

[80] Zhuang, L., Ritchie R., Zhang, Q., (1998),***"Managing Business Risks in Chine"***, Long Range Planning, Vol.31, No.4, 606-614; UNCTAD, WIR,2005,35

[81] Krugman, P., **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, (çev. Domaniç, A.), Literatür, İstanbul, 2001

Şekil 14. *Küresel Mali İstikrarHaritas*



Küresel mali piyasalarda çöküş endişesi her zaman mevcuttur. Özelikle kredi riski, piyasa riski ve risk alma isteğindeki artışlar bu endişeyi haklı göstermektedir. Bunun yanında kredi piyasalarındaki risklerden dolayı para ve finans piyasalarındaki risklerde yüksektir. (Şekil 14) Bu durum Ağustos 2007 boyunca piyasaların sürekli dalgalanmasına neden olmuştur. Konut finansman piyasalarında başlayan dalgalanma, hedge fonlarda ve uzun süreli borç piyasalarında sürekli olarak sorunlara neden olmaktadır.[82] Piyasalardaki dalgalanma merkez bankaların müdahale sinyali vermesi dolayısıyla biraz durgunlaşsa da hale *"küresel mali çöküş"* endişesinden kurtulamamıştır. Küresel likidite ekonomileri çeşitli unsurlarla tehdit etmektedir.

1.3.1. Büyümede Durgunluk

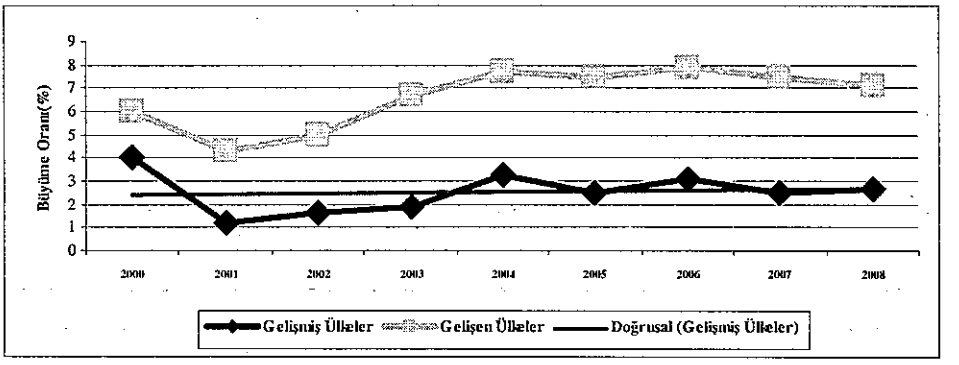
Finansal bolluk ekonomik büyüme için gerekli kaynakları sağlar. Fakat likiditenin piyasanın isteklerini karşılaması için sürekli artması gereklidir. Hâlbuki son dönemde büyümede yavaşlama sinyalleri gelmeye başlamıştır. Özellik kredi piyasalarındaki riskler, petrol fiyatlarındaki dalgalanma, faiz oranlarındaki dalgalanma, dış borçlanmadaki sorunlar ve kur dalgalanmaları 2000'li yılların başından beri süren büyüme istikrarının durmasına neden olabilir.[83]

GÜ'de 2001–2004 döneminde yakalan sürekli büyüme, 2004 yılından sonra dalgalanmaya ve azalmaya başlamıştır. GOÜ'de ise, 2001–2006 dönemindeki büyümenin sonraki yıllarda yavaşlayacağı yönünde tahmin edilmektedir.(Şekil 15) Yeni bir ekonomik kriz ve durgunluğun yaşanmaması için finansal bolluğun devam etmesi gerekmektedir. Fakat finansal sistemin

[82] the economist, *"on o short fuse"* Aug 13th 2007 (www.economist.com)
[83] WORLDBANK, **Global Finance Report–2007**, *(www.worldbank.org)*

aşırı kâğıtlaştığı bu dönemde piyasalar aşırı duyarlılığa sahip olması nedeniyle,[84] ekonomik büyümenin devam edeceği şüphelidir

Şekil 15. *Ülkelerde Büyüme Oranları:2000'li Yıllar**



Kaynak. IMF, **World Economic Outlook**, April 2007,212,217

1.3.2. Gelişen Ülkelerde Yeniden Dış Borç Krizine Doğru

Mali serbestleşmenin getirdiği kolaylıkla uluslararası piyasalarda bütünleşme artıkça ülkelerde borçlanma tercihlerinde dışa doğru bir yönelme söz konusudur. Hatta serbestleşme eğilimi arttıkça, ülkelerde devlet, kamu mali yönetimini aynı anda yenileyecek bir yapı dönüşümü geliştirmesini gerektirmektedir. Bu durum devletin etkinliğini azaltan, fakat kamu borç yükünün sürekli artmasına neden olabilecek bir yapı meydana getirebilir. Ayrıca uluslararası piyasalara eklemlenme artıkça borç ve diğer mali krizlere yakalanma tehlikesi mali yönetimin en önemli korkusudur. Bu korku, 90'larda yaşanan mali krizlerin etkisiyle gelişen ülkelerin kamu borç yönetimini sürekli olarak tehdit etmektedir.[85] Bu durumda kamu mali yönetiminde faiz, kur ve enflasyon kaynaklı risklerin borçların sürdürülebilirliğinde doğrudan etkisi olabileceğini tahmin edilebilir.

Gelişen ülkelerde dış borç akımlarından çok, sabit dış borçların hızla yükseldiği de göz önünde tutulmalıdır. 1980 yılında dolar gelişen ülkelerin dış borç stoku, 480,5 milyar seviyesindeyken, 2000 yılında yaklaşık dört kat artarak, 1823,7 milyar dolar seviyesine kadar yükselmiştir. Yine bu ülkelerin

---

[84] The economist, *"Rethinking Risk"*, Feb 28th 2007(www.economist.com)

* 2007 ve 2008 yılları IMF'nin tahminidir.

[85] Turner, P., *"The Currency Denomination of Debt and Mismatches in Emerging Economies"*, The World Bank's 2004 Government Borrowers Forum, Singapore, 8-9 June 2004,1-11 www.bis.org/turner/pdf. (e. t. 20/05/2007)

borç servisi 75,4 milyar dolardan 313,1 milyar dolar seviyesine kadar çıkmıştır ki, ülkelerden borç verenlere doğru ciddi bir sermaye akımı olduğu ortaya çıkmaktadır. Faiz ödemeleri 2000 yılında 100 milyar dolar sınırına gelmiştir. Borç servisi ile birlikte yaklaşık 400 milyar dolar para akımı borç verenlere doğru çıkmaktadır. Dış borç tehdidini en iyi ifade eden oran olan dış borçların GSMH'ye oranı %38'den % 62'ye kadar yükselmiştir. (Tablo 15) Gelişen ülkelerin dış borç göstergeleri, dış borçların hızla büyüyerek bir finansal bolluk meydana getirdiğini ve bu bolluğun ülke ekonomilerini bir tür mali cendereye sıkıştırdığını da göstermektedir.

Tablo 15. *Gelişen Ülkelerde Dış Yükümlülük Göstergeleri(1980–2000)*

	1980	*1990*	*2000*
Toplam Dış Borç(Milyar Dolar)	*480,5*	*1091,9*	*1823,7*
U.V.Borç(Milyar Dolar)	*355,8*	*895,1*	*1526*
Borç Servisi(Milyar Dolar)	*75,4*	*120,1*	*313,1*
Faiz Ödemeleri(Milyar Dolar)	*39,8*	*52,8*	*98,7*
Toplam Dış Yükümlüklerin GSMH'ye Oranı(%)	*38,1*	*48,3*	*61,9*

Kaynak. UNCTAD, **Trade and Development Report,** 2003,24-31

Kriz dönemlerinde tetikleyici olarak dış borçlar açısından, kısa vadeli ve dolara endeksli olması gibi kırılganlık unsurları vardır.[86] Krizlerde yaşanan ani devalüasyon dövize endeksli borçların patlama yaparak ödenemez duruma gelmesine neden olmaktadır. Bu durumda hem reel sektör hem de bankacılık sektörü ekonomik çöküntü içine girebilir.

1.3.3. Kriz Tetikçisi Olarak Uluslararası Bankacılık Faaliyetleri

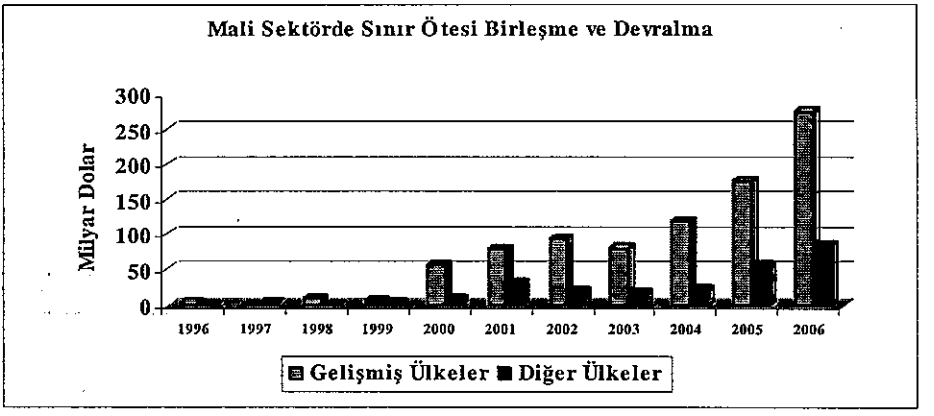
Uluslar arası bankacılık faaliyetleri 1970'lerden bu yana sürekli olarak büyümektedir. 1977'den 2007'ye kadar yabancı banka faaliyetleri yıllık ortalama %11,5 kadar büyümüştür. Ülkeler arasındaki ticaretin ve finansal faaliyetlerin artması, uluslar arası bankacılık faaliyetlerini artıran temel faktördür.[87]

---

[86] Stiglitz, J., *"The Role of International Financial Instştutions in the Current Global Economy"*, worldbank, 1998,(http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp022798.htm; e.t. 10.11.2002)

[87] BİS, **77th Annual Report,** Basel 24 june 2007,132

Şekil 16. *Dünyada Mali Sektörde Sınır Ötesi Birleşme ve Devralmalar(1996-2006)*



Kaynak. UNCTAD, **WIR**–2006

Uluslar arası bankacılık faaliyetleri Asya krizinden bu yana ciddi şekilde krizlerden sorumlu olması nedeniyle sorgulanmaktadır. Finansta yaşanan uluslararasılaşma ve finansal bütünleşme, mali sistemi tehdit eden düzenlemelerin yapılmasını engellemektedir. Bankacılık ve finans işlemlerin ülkelerin kontrolünden çıkarak uluslararası bir boyut kazanması son derece önemlidir. Uluslar arası bankacılık faaliyetlerinin denetimi sağlanamadığı için, finansal kriz ortamına götüren süreç işlemektedir.[88]

Dünyada tam uluslar arası bankacılık faaliyetlerinin tartışılmaya başlandığı kriz sonrası dönemde(1992–2001) sonuç alınamadan, 2002 yılından itibaren krizsiz bir büyüme dönemi başlamıştır. Bu nedenle tartışmalar kesilerek uluslararası bankacılık gelişme hızını artırmıştır. Ülkelerde kredi piyasalarını ele geçirerek riskli de olsa yoğun faaliyetlerine devam etmektedir. 2000 yılından itibaren GÜ'lere bağlı uluslar arası bankaların devralma ve birleşme çabaları yoğun bir şekilde devam etmektedir. 2000 yılında 50 milyar dolar olan sınır ötesi banka birleşme ve devralma işlemleri 2006 yılında 300 milyar dolar seviyesine yaklaşmıştır. (Şekil 16)

GOÜ'de bankacılık sisteminde risk ve sermaye yeterliliği sorunları bulunmaktadır. Yabancı bankalar yerel bankaların bu zafiyetlerinden yararlanarak açtıkları kredilerde devletin bankaları kurtaracağı

[88] ALP, A., Finnasın ulus, 2000,171,172

gerekçesiyle(*ahlaki riziko gerekçesiyle*) sistemi zorlayacak şekilde artışlara gitmekte ve sahte bir finansal bolluk ortamı oluşmaktadır.[89]

1.3.4. Faizlerde Dalgalanma

Sermaye akımlarını belirlemede faiz oranları etkilidir. Özellikle ülkeler para çıkışını azaltmak maksadıyla reel faiz oranlarını yüksek tutarlar. Bu şekilde mali küreselleşme ile ülkeler arasındaki piyasa şartlarının birbirine benzemesi sebebiyle faiz yüksek tutan ülke sermaye girişinde avantaj sağlayabilecektir.[90]

Tablo 16. *Seçilmiş Ülkelerde Reel Faizler*

REEL FAİZ ORANLARI(%)	2000	2001	2002	2003	2004
Brezilya	*44.7*	*46.7*	*47.8*	*45.3*	*43.2*
Çin	*3.7*	*3.7*	*4.7*	*2.6*	*-1.2*
Hindistan	*8.2*	*8.4*	*7.4*	*8.0*	*5.4*
Japonya	*3.6*	*3.3*	*3.2*	*3.2*	*4.0*
Meksika	*4.3*	*6.5*	*1.2*	*-1.5*	*1.1*
Rusya Fed.	*-9.6*	*1.2*	*0.2*	*-0.9*	*-5.6*
ABD	*6.9*	*4.4*	*3.0*	*2.2*	*1.7*

Kaynak. Worldbank

Reel faizler Brezilya, Hindistan gibi ülkelerde yüksek olmasının sebebi bu ülkelerin sermaye çıkışlarından dolayı krize maruz kalma ihtimalidir.(Tablo 16) Küreselleşme ile birlikte ülkelerde reel faizler zaman içerisinde düşse de likidite sorunu olan ülkeler, yine faiz oranlarını yüksek tutma zorundadır. Bu politika bir çok iktisatçıya göre, yabancı sermayeyi ülkeye davet etmek için uygulanır, ama kötülerin en kötüsü bir para politikasıdır. Uygulanan politikanın çaresiz bir para politikası olduğu, sermaye getirenler tarafından da bilindiği için genelde kısa vadeli sermaye dışında çekiciliği olmayan bir iktisat politikasıdır.[91]

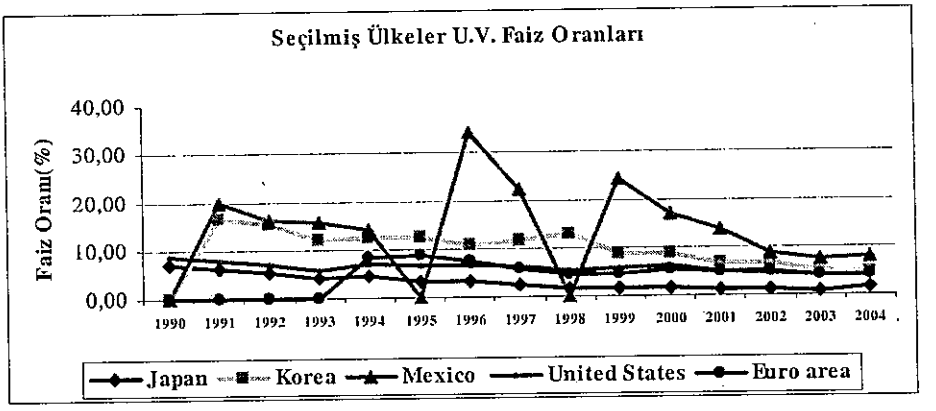
---

[89] BEDDEOES, Z. M., *"Uluslararası Finans Sistemi"*, Foreign Policy, Türkiye Baskısı, Güz,1999,12-23

[90] Barışık, S., Açıkgöz, E., *"Türkiye'de Uluslar arası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi:(1992-2005 Dönemi VAR Analizi)*, TİSK Akademi, Cilt :2 Sayı 3, 2007/I, 198-220

[91] Eğilmez, M., Kumcu E., **Ekonomi Politikası**, 10. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul,2006,2004

Şekil 17. *Seçilmiş Ülkelerde Uzun Vadeli Faiz Oranları*



Kaynak. *OECD*

Faiz oranlarındaki dalgalanma ülkelerde sermaye akımları ile birlikte anılmasının sebebi ülkelerin merkez bankalarının faiz politikasının bir mali krize neden olmayacak şekilde yönetme çabasındandır. Piyasa şartlarının olumlu olduğu dönemlerde faiz oranları düşmekte, fakat kriz dönemlerinde yeniden yükselmektedir. Meksika'da 1996 ve 1999 yıllarındaki ani yükselişler krizin faizlere etkisini göstermektedir.(Şekil 17)

Tablo 17. *Seçilmiş Ülkeler Faiz Oranları İstatistiksel Hesaplamaları*[*]

	Kore *(1991–2004)*	Meksika *(1994–2004)*	ABD *(1990–2004)*	Avro *(1995–2004)*	Japonya *(1990–2004)*
Ortalama	10,2529	16,7125	6,0393	5,7409	3,0880
Std. Sapma	3,69220	7,75955	1,28948	1,60415	1,95949
Max -Min Farkı	12,00	27,01	4,53	4,59	5,96
Minimum	4,46	7,37	4,02	4,14	1,00
Maksimum	16,46	34,38	8,55	8,73	6,96

Gelişmiş ülkelerin faiz oranları dalgalama aralığı daha küçük, GOÜ'de ise dalgalanma aralığı daha yüksektir. Örneği Avro Ülkelerinde 1995-2004 döneminde % 4,59 minimum-maksimum faiz farkı varken, Meksika'da %27,01 aralığında değişim vardır. Yine ülkeler arasındaki standart sapma rakamları Meksika ve Kore gibi ülkelerde faizlerin daha çok

[*] Hesaplamalar OECD veri tabanlarından sağlanan uzun vadeli faiz oranlarına göre yapılmıştır.

dalgalandığını göstermektedir.(Tablo 17) Bu durum GOÜ faiz maliyetlerinin dalgalanmalarda aniden yükselebileceğini göstermektedir.

1.3.5. Finansal Sistemin Kâbusu: Mali Krizler

Finansal sistem 90'lı yıllar boyunca GOÜ krizlerle boğuşmak zorunda kaldı ve bu ülkelerde yaşanan hızlı büyüme süreci belirli aralıklarla krizlerle kesildi. Bu krizler genelde döviz ve bankacılık krizleri şeklinde gerçekleşmiştir.1990 ve 2002 yılları arasında dünyada değişik ülkelerde ve bölgelerde yaşanan krizler çok tartışmalara neden olsa da, küresel bir çöküşe neden olmamıştır.[92]

Aslında her ülke kendi krizini düşünür. Gerekçi olan iktisadi algılama da budur. Krizlerin maliyeti incelendiği zaman krizlerin saldığı korkunun ne kadar gerçekçi olduğu ortadadır. Bu konuda Asya krizi sonucunda ortaya çıkan maliyetler durumun vahametini göstermeye yeterlidir. Asya krizinde toplam çıktı üzerinden hesaplanan kayıplar 917 milyar dolardır. (Tablo 18) Bu ülkelerin 2002 yılındaki GSYİH'daki payı da %72'dir. Kayıplar, kriz sonrasında ekonominin toparlanmasının çok güç olacağını göstermektedir. Ayrıca *"alternatif maliyet"* olarak değerlendirilebilecek potansiyel gelişme kayıpları da göz önüne alınırsa krizin iktisadi etkileri açıkça ortaya çıkmaktadır.[93]

Tablo 18. *Toplam Çıktı Üzerinden Asya Ülkelerinde Kriz Maliyetleri*

ÜLKELER	*Krizden Oluşan Kayıplar (Milyar Dolar)*	*Kriz Maliyetlerinin GSYİH'YA Oranı–2002- (%)*
Endonezya	345,9	133
Kore	178,1	26
Malezya	87,8	69
Tayland	305,2	157
Toplam	917,0	72

Kaynak: Griffith-Jones, S., Gottschhalk, R., ***"Financial Vulnerability in Asia"***, ASİA2015, 2006

Benzer analizler Arjantin, Meksika, Rusya, Türkiye ve Brezilya gibi ülkeler için yapılabilir. Yaşanan krizler ülkelerin iktisadi yapılarında sadece

---

[92] Kamin, S. B., ***"The current international financial crisis:how much is new?"***, Journal of International Money and Finance, 18 (1999), 501-514

[93] Griffith-Jones, S., Gottschhalk, R., ***"Financial Vulnerability in Asia"***, ASİA2015,2006,1-15(www.asia2015conferance.org, e.t 05/06/2007)

finansal yönden etkilememekte, aynı zamanda reel ekonomi unsurlarını da olumsuz etkilemektedir. Ayrıca zayıf bir finansal sisteme dayanarak yapılan büyüme mucizelerinin krizleri önlemeye yetmediği ortaya çıkmıştır. Krizlerde ülkelerin spekülatif sermaye akımlarına neden olabilecek kadar liberal bir politika uygulanması da tetikleyici unsur olmaktadır.[94]

Küresel mali krizlerde çıkarılan ortak ders, krizlerin sıcak para hareketlerinin hızlı olması ve sermaye akımını düzenleyen ciddi bir sistemin olmayışıdır.[95] Küresel fon yöneticilerinin risk algılaması ile ülkenin ekonomik gerçeklerinin birbirinden farklı olması sebebiyle, küresel sermaye hareketleri içinde kriz tetikleyicisi olarak kabul edebileceğimiz spekülatif fon hareketlerinin sınırlandırılması, ülke ekonomilerine büyük çaplı krizlere neden olabilecek uygulamaların sonlandırılması tartışmaları yerine, gerçekten ülkeleri mali krizlerin etkisinde koruyabilecek bir sistemin ortaya çıkarılması tüm uluslararası kuruluşların ortak görevi olması gerekir.

Aslında ülkelerin 2000'li yıllarda yaşadığı büyüme ve finansal bolluğun getirdiği yeni iktisadi ortam küresel finansal sistemin sorunlarının tartışılmasını gündem dışında bıraktığı söylenebilir. Fakat Ağustos 2007'de ABD konut piyasasından ve hedge fonlardan yaşanan tedirginlik bu konuları gündeme getirmişken Merkez Bankalarının sistemi düzenleyici rol üstlenmesi, uluslararası mali kuruluşların görevlerini gözden geçirmeyi gerektirebilir.

---

[94] Webber, M., ***"Finance and real economy: theoretical implications of the financial crisis in Asia"***, Geoforum, 32(2001), 1-13

[95] The economist, ***"global capital rules, okay?"*** Mar 1st 2001 (www.economist.com, e.t. 06.04.2003)

İKİNCİ BÖLÜM
2. KÜRESEL LİKİDİTE KAYNAKLI FİNANSAL BOLLUĞUN TÜRK EKONOMİSİNE ETKİSİ

80'li yıllar Türk ekonomisi için dışa açılma ve uluslar arası piyasalarla bütünleşme çabalarıyla geçti. Ardından gelen 90'lı yıllar ise hem ülke içinde hem de ülke dışında yaşanan mali krizler ve siyasi çalkantılar dönemidir. Türk ekonomisinin küreselleşme sürecine katılmasıyla yeni bir iktisadi sisteminin getirdiği sorunlar ve fırsatlarla karşı karşıya kalması paralel süreçlerdir. Küreselleşeme sürecine katılmanın ilk dönemlerinde sürekli olarak iktisadi bir cennet ortamı oluşabileceğine inanılmışken, yaşanan krizler iktisadi konjonktürün cilveleriyle ekonominin tüm aktörlerini yüzleştirmiştir.

Bu çalışmanın temel amacı, *küresel likiditenin artığı bu dönemde meydana gelen finansal bolluğun iktisadi yapıyı ülke-dışı finansal değişkenlere bağımlı olarak şekillendirdiği ve ülke-dışı değişkenlere bağlı yeni iktisadi yapının finansal yönünün ekonomiyi kırılgan bir duruma getirdiğini* ortaya koymaktır. Bu amaç *ülkedeki ekonomi politikası inisiyatifinin ülke içi faktörlerden uluslararası finansal piyasaların dinamiklerinin eline geçtiği ve ekonomi politikası araçlarının kullanım alanının küresel likidite kaynaklı yapının getirdiği kısıtlara tabi olduğu gerçeğine dayandığını* iddia etmektedir. Dolayısıyla Türk ekonomisi iktisadi sistemi krizden koruyabilecek finansal sisteme sahip olamadığı gibi, bünyesi uluslar arası piyasalardan gelebilecek finansal krizlere maruz bir görünüme sahiptir.

Tam anlamıyla darlık içinde olan finansal ve iktisadi politikaların küresel likidite içinde nasıl oluştuğunun ve krize maruz finansal yapının özelliklerinin açıklanması çalışmanın ilk hedefidir.

2.1. Krize Maruz İktisadi Yapının İnşası: Türk Ekonomisinde Uluslararasılaşma

2000'li yıllara Türk ekonomisi iki önemli sorunla başladı. İlki, 1999 yılındaki büyük depremdir. İkincisi de, Rusya ve Asya'da yaşanan mali krizlerin etkileriyle ekonomik darboğazdır. Bu durumda ülkenin kurtuluşunun IMF tarafında dikte edilen temeli Ortodoks ekonomi uygulamalarına dayanan uluslar arası finansal sistemden gelecek fonlarla kendini sürdürmeye çalışan bir ekonomik politika ile oluşmuştur. Bu politika sadece Türkiye'de değil

diğer gelişen ülkelerde uluslararasılaşarak gelişmeye çalışan tün ülkelerin benzer sorunudur. Bir tür neo-liberal iktisat politikalarında dünyada *aynılaşma* yaşanmaktadır.[96]

90'lı yıllar Türk ekonomisinin sorunlu yıllarıdır. 1994'de yaşanan kriz ve ardından gelen siyasi istikrarsızlıklar, bütçe ve dış ticaret açıkları, yüksek faizle borçlanma ve büyümenin sürmesi için spekülatif fonların gelmesini sağlayacak liberal politikalarla şekillenen küreselleşme çabasıyla ortaya çıkan krize açık ve istikrarsız politikalar üreten iktisadi yapının özellikleridir. Bu durum açıkça dışa açık liberal politikaların başarısızlıkla sonuçlandığı bir dönemi göstermektedir.[97] Ülkedeki iktisadi yapı dışarıdaki finansal bolluktan gelen spekülatif fonlarla büyüyecek veya likidite sağlanamadığında ise krize girecektir. 90'ların ibretlik ekonomik yapısı maalesef böyle şekillenmiştir.

2.1.1. Mali Küreselleşmeye Katılım: Finansta Uluslararasılaşma Çabaları ve Mali Kriz

Türkiye'nin ticari küreselleşme çabasının temeli 24 Ocak kararlarıyla temeli atılan ihracata dayalı büyüme modeline geçişidir. Bu modelin mali yönü konvertibilite kararıyla başladı. Bu şekilde uluslararası geçerliliği olan yerli paraya talep olacağı gerekçesiyle umutla karşılanmasına rağmen beklenen gelişmelerin sağlanamadığı sonraki gelişmelerden anlaşılmıştır. Aslında bu dönemde dünyada, yükselen piyasalar(*emerging markets*) diye anılan bir çok ülke bu sürece katılmıştır veya katılması sağlanmıştır.[98]

Türk ekonomisinde finansal serbestleşme dönemi için söylenebilecek en önemli tespit müdahale ile serbest finansal piyasalar ortamının oluşturulmasıdır. Bu müdahale, içten döviz sıkıntısının kaldırılması ve dünya ile bütünleşme gayreti gibi amaçlar taşıması yanında; dıştan IMF tavsiyeleri ve baskılar sonucunda meydana gelmiştir. Bütün GOÜ'de olduğu gibi sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde geçici bir büyüme dönemine giren ekonomi, kısa vadeli sermaye akımlarının kesilmesi ve sermaye çıkışlar yaşaması sebebiyle mali krizler yaşamakta ve eskiden daha fazla finansal kaynağa ihtiyaç duymaktadır.[99] Kısacası küresel likiditeye muhtaç bir iktisadi yapı meydana gelmektedir.

---

[96] Yıldıran, M., *"Gelişmede Aymlaşma Sorunu:Tarzı Olan Bir Değişim"*, Active Haziran-Temmuz, 2005,1-24

[97] Demir, F., *"A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis"*, World Development, vol. 32, no 5,(2004), 851-869

[98] Kazgan, G., **Küreselleşme ve Ulus Devlet**, 4.Baskı, İstanbul bilgi üniversitesi yayınları, İstanbul, 2005,174

[99] Önder, İ., Türel O., Ekinci N., Somel, C., **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul,199371-79

Tablo 19. *Türkiye'de Para ve Sermaye Piyasalarındaki Gelişmelerin Kronolojisi*[*]

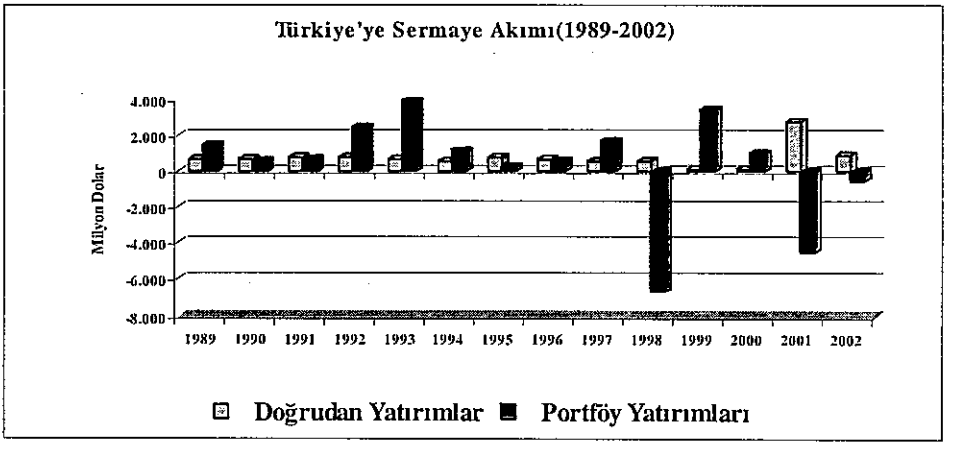
Yıl	*Uygulama*
1980	*24 Ocak Kararları*
1980	*Vadeli Mevduat Ve Kredi Faizlerin Serbest Bırakılması*
1980	*"Bankerler" Sermaye Piyasası Kanunu*
1982	*Sermaye Piyasası Kurulması*
1984	*Gelir Ortaklığı Senetlerinin piyasa çıkışı*
1984	*Özel Finans Kurumları Faaliyetleri*
1986	*Banka Bonoları Ve Banka Garantili Bonolar*
1986	*Finansman Bonolarının piyasaya çıkışı*
1985	*Leasing Şirketlerin Kurulmasına İzin Verilmesi*
1985	*Devlet Tahvillerin Satışına Başlanması*
1986	*Bankacılıkta Tek Düzen Hesap Planı'na Geçiş*
1986	*İMKB Faaliyetlerinin Başlaması*
1987	*Açık Piyasa İşlemlerinin Başlaması*
1988	*Bankalararası TL Piyasasında Merkez Bankası'nın İşlemlerinin Başlaması*
1988	*Döviz Ve Efektif Piyasalarının Kuruluşu*
1988	*Faiz Oranlarının Piyasa Sisteminde Belirlenmesi*
1989	*Altın Piyasası İşlemlerinin Başlaması*
1990	*Konvertibiliteye Geçiş*
1994	*Tek Düzen Hesap Planına Geçiş*
1994	*Altın Borsasının Kurulması*
1994	*Özelleştirme İdaresinin Kuruluşu*
2002	*Muhasebe Standartları Kurulunun Faaliyete Geçmesi*
2005	*İzmir Vadeli İşlemler Borsasının Faaliyetlerine Başlaması*
2005	*Katılım Bankacılığının Başlaması*

Türkiye'de finansal piyasaların gelişimi ile birlikte ülkeye giren sermaye girişi artmıştır. Yalnız 2001 krizine kadar ülkelerin kalkınmasında etkili olan doğrudan yatırımlardan çok, spekülatif amaçlı fon girişlerinin daha yoğun olduğu söylenebilir. Liberalleşme sürecini ifade eden 1989-2000 döneminde portföy ve doğrudan yatırımlarım seyri incelendiğinde bu durum

[*] Bu tablonun hazırlanmasında "Önder, İ., Türel O., Ekinci N., Somel, C., **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul,1993,181-184" den yararlanılmıştır.

net olarak ortaya çıkmaktadır. 1989–2000 yılları arasında giren toplam portföy yatırımları 10.223 milyon dolar, doğrudan yatırımların toplamı 6.867 milyon dolar gerçekleşmiştir. Yani spekülatif fon girişi doğrudan yatırımlardan fazladır. Ama spekülatif fonların kalıcı olmadığı 1998 ve 2001 yılında 11.226 milyon dolar portföy yatırımı çıkışından anlaşılmaktadır.(Şekil 18) İki kriz yılında çıkan yatırım tutarı tüm dönemin girişinden fazladır. Bu durum uluslararası yatırımcılara spekülatif kazanç sağlama dışında ekonomiye bir katkı sağlayamaz.

Şekil 18. *Mali Serbestleşme Türkiye'de Sermaye Akımlarının Gelişimi(1989-2002)*



Kaynak. Hazine **Yıllık İstatistikler**, 1980–2003

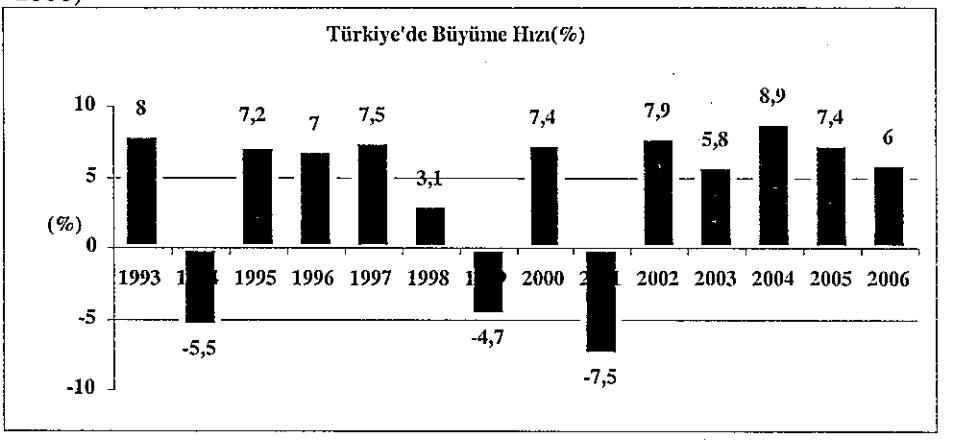
1980'lerden sonra uygulamaya konulan liberal politikaların sonucunda gelen spekülatif sermayenin ekonomik gelişmeye katkı sağlamadığını söylemek mümkündür. Çünkü IMF uzmanları tarafından yapılan bir incelemede ülkelerin küreselleşmeye olan uyumları sermaye çekmekte başarılı olsa bile ekonomik gelişmeye etkileri net olarak tespit edilememiştir.[100]Türkiye'nin 1990–2006 yılları arasında gelişme süreci incelendiğinde spekülatif fonların çıkışında yaşanan krizlerin büyümeyi de olumsuz etkilediği ortaya çıkmaktadır. Türk ekonomisi 1993-2006 döneminde ortalama %4,2 oranında büyümesine rağmen, istikrarlı büyüyememiştir. Ortalama %16,4'lük bir aralıkta büyüme gerçekleşmiştir. (Şekil 19) Ekonomik istikrarsızlığın en önemli göstergesi spekülasyona açık büyüme çabasıdır.[101]

---

[100] Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.J., Köse, M. A., ***"Effects of Financial Globalization on Developing Countries:Some Emprical Evidence"***, IMF Occasional Paper 220, 2003

[101] Yeldan, E., **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi,** 7.Baskı,İletişim Yayınları, İstanbul,2003,28

Şekil 19. *Liberalleşme Süresinde Türk Ekonomisinde Büyüme Hızı(1993–2006)*



Kaynak: OECD

2.1.2. Küreselleşmenin Getirdiği Mali Çöküş:2001 Krizi

1994 ve 1998 yıllarında ağır ekonomik kriz yaşanan Türk ekonomisinin kendine özgü politika geliştirebilecek mecali kalmamıştı. Krizden çıkış için IMF ve Dünya Bankası tarafından önerilen uygulamaları kabul etmek zorundadır ve içinde bulunduğu darlığın bütün sıkıştırmalarıyla tamamen aleyhine sonuçlanabilecek bir sürece girmiştir.[102]Gerçekte bu dayatmalar zorunlu *küreselleştirme* uygulamaları olarak adlandırılabilir.

1999 yılının sonunda ekonominin görünümü vahimdir. Ekonomik büyüme negatif, enflasyon %70 seviyesinde, bütçe açıkları artmış ve hazine faizleri yıllık bazda %100'ün üzerindedir. Bu sıkışıklık içinde 2000 yılına girilirken uygulamaya konulan IMF destekli stand-by anlaşmasının üç temel unsuru vardır. Bunlar:[103]

i.Bütçe ve bütçe dışındaki kesimde mali disiplinin sağlanması,

ii.Önceden belirlenmiş bir sürünen sabit kur uygulamasıyla döviz kurlarının belirlenmesi,

---

[102] Kazgan, G., **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001)**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2005,256

[103] Eğilmez, M., Kumcu, E., **Ekonomi Politikası,** Remzi Kitabevi, onuncu basım,İstanbul, 2006,384-385

iii. *Yapısal reformların yapılması ve özelleştirmenin hızlandırılması,* şeklindedir.

Uluslar arası mali kurumların etkisiyle girilen yeni dönemin *krize maruz* olduğu bilinmektedir. Çünkü ülkede dövizin bir yatırım aracı olarak kullanılması nedeniyle, sabit veya sürünen(pegged) kur sistemi yatırımcılar tarafından sürekli olarak yıpratılacaktır. Sabit kur rejiminde sistemin garantisi Merkez Bankası döviz rezervleridir. Bu durum sürekli olarak merkez bankasının piyasaya döviz temin edebilmesiyle sürdürülebilecektir. Fakat yerli paranın değer kaybetmesiyle(yüksek enflasyondan dolayı) oluşan piyasada merkez bankası bu yükümlülükleri karşılayamayacağı için kriz kaçınılmazdır.[104]

Merkez bankasının döviz yükümlülüklerini karşılayamayacak olmasının diğer yönü bankalar arası piyasada *likidite sıkışıklığına* neden olmasıdır. 2001 krizi için tamamen bir likidite krizi denmesinin nedeni de buradadır:

> *"Krizle ilgili ortak noktalara ulaşmak mümkün: bu bir likidite krizidir. Likiditeyi bulan dövize hücum etmemiştir. Tam tersine her yılsonunda oluşan döviz talebinin yarattığı bir likidite sıkışıklığı sonuçta döviz talebinde sıçrama yaratmıştır. Nitekim krizin en yüksek düzeye çıktığı bir noktada bile gerçek kişilerin dövize talebinde herhangi bir artış olmamıştır. Likidite krizinin çıkışına neden olan temel konu bankalarla ilgili düzenlemelerin çok kısa sürede yapılacağına ilişkin beklentilerden kaynaklanmıştır. Kriz kamu otoritesince yanlış teşhis edilmiş ve dolayısıyla yanlış tedaviye tabi tutulmuştur."*[105]

2001 krizinde ülkedeki likidite krizine yol açan finansal politikalar sadece kamu otoritesinin yanlışlıklarıyla değil bankacılık sisteminden kaynaklanan olumsuzluklardan da etkilenmiştir. Sabit getirili devlet borçlanma senetlerine yatırım yapan ve tüketici kredilerini kısa vadeli kaynaklarla finanse eden bankalar likidite sorunlarını çözmek için çırpındıkça krizde derinleşmiştir. Sonuçta ani devalüasyon ve faizlerin yükselmesi Türk ekonomisi için izleri derin olan bir kriz yaşanmıştır[106].

---

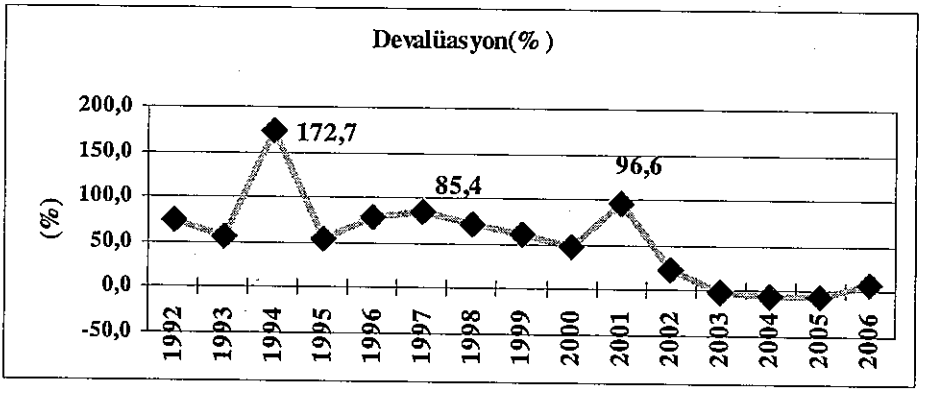
[104] Hausman, R., *"Az para Öz Para"*, Foreign Policy, Türkiye Baskısı, Güz,1999,38-52

[105] Eğilmez, M., Kumcu, E., **Ekonomi Politikası,** Remzi Kitabevi, onuncu basım,İstanbul, 2006,391

[106] Alper, C. E., (2001) *"The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong..."*, Forthcoming:Russian and East European Finance and Trade, vol,37, no. 6,pp 51-71

Döviz kaynaklı likidite krizi ani devalüasyonlara sebep olmaktadır. 1994'te %176, 1998'te %85,4 ve 2001 krizinde %96,6 oranında önceki yıla göre kurda artış olmuştur. (Şekil 20) Türk ekonomisinde dış borçların ödenmesinde ve mali kesimin dövizli borçlarının ödenmesinin güçleşmesinde devalüasyonların etkili olduğu rahatlıkla söylenebilir.

Şekil 20. *Küreselleşme Sürecinde Kur Değerinin Değişimi(Dolar Bazlıdır)*



Kaynak: Hazine

2001 krizinin sonucunda Türk ekonomisinde tamamen bir tıkınma yaşanmıştır. Enflasyon artmış, işsizlik yükselmiş, bankacılık sistemi çökmüş, faizler fırlamış ve reel kesim iflasları artmıştır. Ortaya çıkan sonuç ekonomik sistemin bozulduğu ve küresel likiditenin spekülatif kaynaklarının çekilmesi sebebiyle de ***likidite bolluğu ile başlayan ve likidite darlığı ile sonuçlanan*** bir mali küreselleşme sürecidir. Artık dışa açık Türk mali piyasaları dışarıdan gelebilecek bir çözümden başkasıyla düzelmeyecek kadar dar alana sıkışmıştır ve çözüm uygulayıcısıyla birlikte(Kemal Derviş'in getirilmesi) uluslararası mali kurumların desteğiyle sağlanabilmiştir.*

2001 krizinin en önemli sonuçlarından birisi mali küreselleşmenin etkilerinin kriz tartışmalarında hissedilmiştir. Bunun en önemli göstergesi krizden IMF'nin sorumlu tutulması ve özellikle kur çıpasına bağlı bir programın devalüasyon yapılmadan başlamasının programın çökeceğinin bir

---

* *O dönemde Kemal Derviş'in anlattıkları ve yaşananlar Türk ekonomisi ve yöneticileri için aslında yüz kızartıcı bir durumdur.*(Bkz. Kemal Derviş, Serhan Asker, Yusuf Işık, **Krizden Çıkış ve Çağdaş Sosyal Demokrasi**, 3.Baskı, Doğan kitap, İstanbul,2006)

delili olarak görülmesidir. IMF bundan dolayı 2001 krizinden başlıca sorumlu olan kurum olarak görülmektedir.[107]

2.1.3.Krizden Çıkış: Küresel Likiditeye Muhtaç Krize Maruz İktisadi Yapının Dizaynı

2001 krizinden çıkış stratejisi, içerden gelen istekten çok borçların çevrilebilirliği ve sermaye yetersizliğini aşmak için yine uluslar arası mali kuruluşların desteğini sağlamaya dönüktür. Bu sebeple hazırlanan "*güçlü ekonomiye geçiş programı*" uluslararası piyasalara dönük bir yaklaşımı hedeflendiğini göstermektedir. Bu amaç:[108]

> *"ekonomide sürdürülebilir bir gelişme ortamını sağlayarak kaynak kullanma sürecindeki verimliliği artırmak, **dışa açık bir yaklaşımla** piyasa koşullarında rekabet gücümüzü geliştirmek ve böylece ekonomide büyümeyi, yatırım ve istihdamı artırarak halkımızın geleceğe umutla bakmasını ve refah düzeyini kalıcı olarak artırmak olacaktır."*

Programın temel özellikleri klasik Ortodoks iktisat politikası özelliklerini taşmaktadır. Bunlar, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması, rekabeti artırıcı düzenlemeler, özelleştirme uygulamaları, doğrudan ve diğer sermaye girişlerini özendirmek, kamu bütçe disiplininin sağlanması, gelir artırıcı önlemler, kamu harcamalarının kısılması ve uygun koşullarda dış finansman sağlanmasıdır. Kısacası *dışarıdan rekabete ve küresel sermayeye tam olarak açılmayı hedeflemiş bir program* olarak değerlendirilebilir. Bu program siyasi yönetimde değişikliğe rağmen günümüze kadar titizlikle yürütülmeye çalışılmıştır.

2001 krizi sonuncunda oluşan yeni yapıyı şekillendiren dış borçlanma ve spekülatif büyümeyi amaçladığı için, ulusal ekonomi reel faiz ve düşük kur fiyatlamasına dayalı son derece hassas bir denge üzerinden hareket etmektedir. 2001 sonrası dönemde oluşan cari açık ve yüksek dış borç ekonominin sorunları olmaya devam etmiştir.[109]

2001 sonrasında oluşan iktisadi yapı, tamamen uluslararası piyasaların etkisine açık ve onun alacağı pozisyona göre şekillenecek duruma gelmiştir. Bu durumda oluşan tüm unsurlar uluslar arası sermaye yatırımları ile birlikte

---

[107] Yenal, O., **Görünen Köyün Kılavuzu**, İşletme ve Finans Yayınları, Ankara,2002,178-179

[108] Hazine, ***"Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"*** www.hazine.gov

[109] Yeldan, E., ***"2001 Krizi Sonrasında Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken"***, 2006

değerlendirilmek durumundadır. IMF etkisiyle uluslar arası finansal piyasalardaki dalgalanmalara hassas ve krize maruz iktisadi yapı artık neredeyse değiştirilemeyecek şekilde dizayn edilmiştir. Zaten bazı iktisatçıların IMF krizden çıkış için uyguladığı politikaları değerlendirmeleri çok serttir. Bu değerlendirmelerden birisi aşağıdaki gibidir:[110]

> *"Krizler patlak verdiği zaman, IMF "standart" olsa bile modası geçmiş, yersiz çözümler içeren reçeteler veriyor; bu politikaları uygulaması istenen ülkelerdeki insanların bunlardan nasıl etkileneceğini gözüne almıyordu. Politikaların yoksulluk üzerindeki etkisiyle ilgili tahmin yapıldığını görmedim."*

IMF programlarının krizden çıkışta sunduğu reçetenin sonuçları genelde, ülke ekonomisine genişletici etki yapmaz. Çünkü vergilerin artırılması, kamu harcamalarının azaltılması, sermaye akımlarını teşvik edici uygulamalar, dış finansmana yönelme gibi değişkenlere bağlı iktisadi politikalar ekonomide iç piyasanın daralmasını ve ekonominin dışa bağımlı duruma gelmesine neden olabilmektedir. Ekonomi politikasının hareket alanını ve ekonomik refahı olumsuz etkilenecektir.[111]

2.1.4. Yeniden Yapılanmanın Başarısı: Spekülatif Sermayede Artış

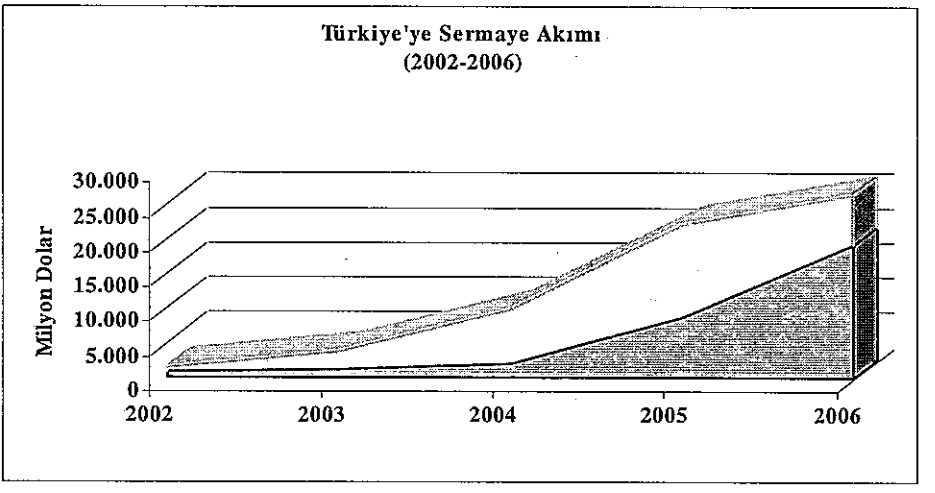
Güçlü ekonomiye geçiş programı siyasi iktidarların değişmesine rağmen, ana hatlarıyla uygulanmaya devam edildi. Sonuçta elde edilen gelişmeler yeniden yapılanmanın getirdiği sonuçlardır. Ulaşılan sonuçlar Türk ekonomisi açısından olumlu ve olumsuz gelişmeleri göstermektedir. Fakat en önemli gelişme Türkiye küresel likidite kaynaklı gelişmelerden etkilenmiştir. Ülkeye borç, doğrudan yatırım ve portföy yatırımı şeklinde giren tüm sermaye unsurları bunun en önemli göstergesidir.

---

[110] Stiglitz, J.E., **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, (çev. Arzu Taşçıoğlu&Deniz Vural), üçüncü Basım, Plan b, İstanbul,2004,13

[111] Uygur, E., *"Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve 2001 krizleri"*,(2001)1-40 (http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf,e.t.05/05/2005)

Şekil 21. *Türkiye'ye Sermaye Akımı(2002–2006)*

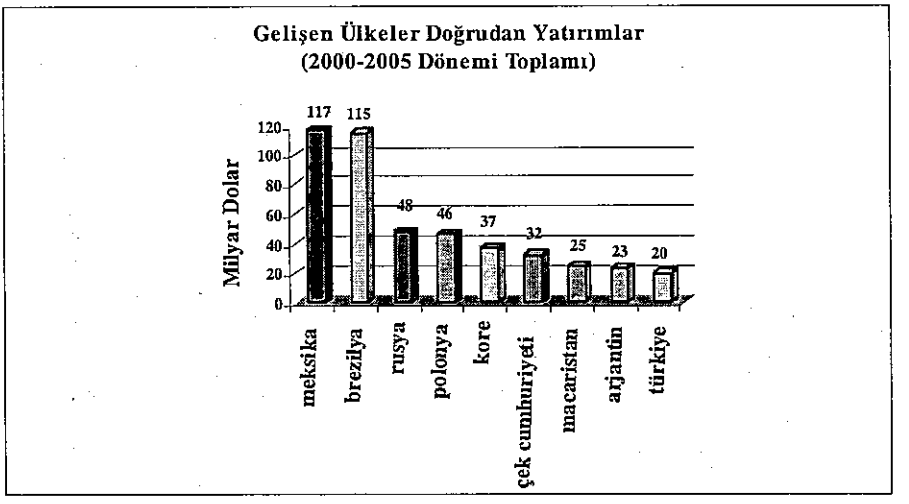


Kaynak: Hazine

Son beş yıla ait veriler incelendiğinde Türkiye'ye giren sermayenin ağırlıklı olarak borç ve portföy yatırımları şeklindedir. 2002 yılından bu yana doğrudan yatırım şeklinde giren sermayenin büyük bölümü 2006 yılında girmiştir. 2006 yılı hariç diğer yıllarda ağırlıklı uluslararası yatırım türü de, portföy yatırımlarıdır. Doğrudan yatırımların ülkeye girişinde bir ürkeklik olduğu ortaya çıkmaktadır. Krizden sonraki dönemde portföy ve doğrudan yatırımların yaklaşık toplam değeri ise, 63 milyar dolardır.(Şekil 21)

Küresel likiditenin yüksek olduğu bu dönemde gerçekten Türkiye giren sermayenin yeterli olup olmadığını anlamak için uluslar arası karşılaştırmalarla analiz yapmak gerekir. 2000-2005 yıllarında yeniden yapılanma ile dışa açılma politikalarına rağmen Türkiye'nin yeterince doğrudan yatırım çekemediği nettir. Gelişen ülkeler kategorisinde yer alabilecek dokuz ülke ile karşılaştırıldığında Türkiye 20 milyar dolarlık yatırımla son sıradadır. Ülkeler arasında 2001 yılında Türkiye'den daha ağır kriz yaşan Arjantin bile, Türkiye'den daha fazla UDY çekmektedir. Yine Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya gibi ülkelerin Türkiye'den fazla doğrudan yabancı sermaye çektiği ortadadır. (Şekil 22) Bu durumda diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Türkiye'nin yeniden yapılanma programının ülkenin kalkınması için gerekli olan sermayenin ülkeye gelmediğini göstermektedir.

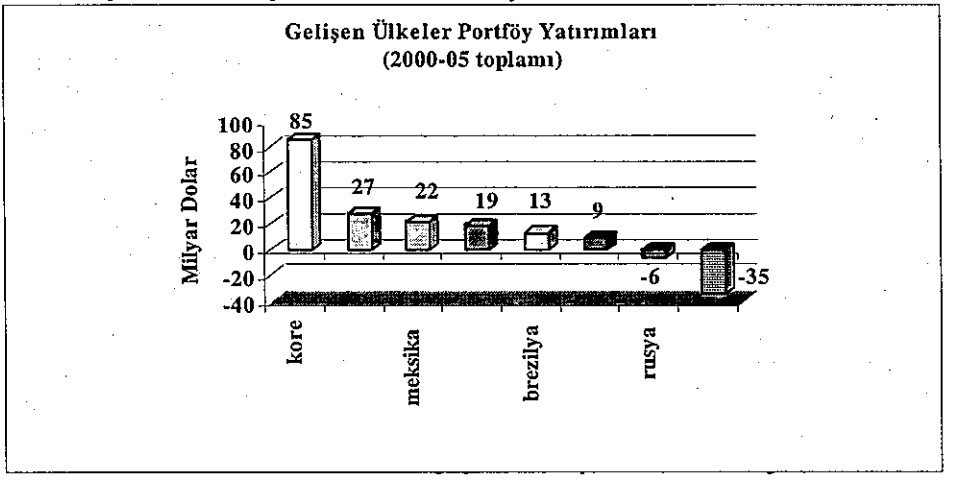
Şekil 22. Gelişen Ülkelere Doğrudan Yatırımlar(2000-05 toplamı)[112]



Kaynak. IFSL, **External Finance for Emerging Markets,** April,2007

Türkiye'nin finansman politikasının spekülatif olduğu portföy yatırımlarının diğer gelişen ülkelerden daha fazla gelmesinden de anlaşılabilir. 2000-2005 döneminde yaklaşık 27 milyar dolar portföy yatırımı gelmiştir. Türkiye kendinden fazla doğrudan yatırım çeken ülkelerin hepsinden fazla portföy yatırımı çekmektedir. **(Şekil 23)**

Şekil 23. Gelişen Ülkelerde Portföy Yatırımları(2000-05)



Kaynak. IFSL, **External Finance for Emerging Markets,** April,2007

Türkiye'de reel faizlerin yüksekliği, spekülatif ve kısa süreli fon girişlerini artıran bir unsur olduğundan, ekonominin istikrarlı dönemlerinde sorun teşkil etmezken, dalgalanma olduğu dönemlerde ciddi risklere sebep olmaktadır.[113]Sonuçta yüksek reel faiz ekonomide esnekliği ortadan kaldırarak sadece kreditörlerin inisiyatifinde bir borç verenlerin eline geçmsine neden olabilmektedir.

Tablo 20. *Türkiye'de Faiz(Orta Vadeli), Enflasyon(ÜFE) ve Reel Faizler*

YILLAR	*Faiz*	*Enflasyon*	*Reel Faiz*
2004	18,69	11,09	7,60
2005	13,57	5,89	7,68
2006	17,50	9,34	8,16

Kaynak. OECD, HAZİNE

Doğrudan yatırım çekmekte zorlanan Türk finans piyasasındaki reel faizlerin yüksekliği sebebiyle Japon ev hanımlarının tasarruflarını nemalandırmak için "*carry trade*" yapmak için tercih ettikleri ülke haline geldi.[114] Türkiye'nin spekülatif fon girişleri nedeniyle riskinin artması ve uluslararası piyasalardaki dalgalanmalara duyarlı duruma gelmesinde spekülasyona açık finansal uygulamaları neden olmaktadır.[115]

2.1.5. Krize Maruz İktisadi Yapının Finansman Tercihi: Dış Borçlar

Türkiye'de dış borçların milli gelire oranı 2001–2006 döneminde azalış göstermesine rağmen, borç stokunda artış devam etmektedir. 2001 yılında dış borç stoku 113,6 milyar ABD Doları seviyesindeyken, 2006'da 2001'e göre yaklaşık %82 oranında artarak 206,5 ABD Doları seviyesine yükselmiştir. Dış borç stokunun GSMH' ya oranı kamu sektöründe önemli oranda düşmüşken (% 24,3'den % 17,4'e), özel sektör alanında bu konuda artış (% 27,9'dan 30,3'e)[116] gerçekleşmiştir. Yeni durum özel sektörün dış

[113] Kazgan, G., **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul Bilgi Üniversitesi yayınları, İstanbul, 2005,309-310

[114] www.milliyet.com.tr, ***"Yukiko'nun milyonları"*** 25/07/2007

[115] The economist, ***"Cold Turkey"***, Aug 2nd 2007, (www.economist.com)

[116] Kamu sektörü ve özel sektör dış borç oranları, Hazine, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Nisan, 2007'den alınmıştır.

borçlanmada daha fazla risk aldığını göstermektedir. Dış borçlarda kısa vadeli borçların ağırlığında olumlu bir gelişme yaşanmamıştır. (Tablo 21)Türkiye'de dış borçlanmanın spekülatif amaçlarla yapılmakta olduğu ve kalkınmaya etkisinin sınırlı olduğu iddia edilmektedir.[117]

Tablo 21. *Türkiye'de Dış Borç Stoku, Artışı ve Milli Gelire Oranı*

YILLAR	*Toplam Dış Borç Stoku (Milyar $)*	*Dış Borç Artışı (%) (2001 temel alınmıştır)*
2001	*113,6*	-
2002	*129,7*	*14,2*
2003	*144,3*	*27,0*
2004	*160,8*	*41,5*
2005	*168,8*	*48,6*
2006	*206,5*	*81,8*

Kaynak. Hazine, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Nisan, 2007

Borç yönetiminde asıl sorun risklere ve mali kırılganlığa rağmen, en önemli sorun borç servisinin sürekliğidir. Dış borç servisi, iç borçlardan farklı olarak kur değişkenliği, dövizlerdeki vade ve para birimi uyumu uluslar arası kredibilite ve dışa açıklık gibi kriterlere bağlı olduğu için özellikle kriz dönemlerinde ayrı bir önem taşımaktadır.[118]

Tablo 22. *Türkiye'nin Dış Borç Servisi (Milyon $)*

	Dış Borç Servisi	**Anapara**	**Faiz**	**Dış borç servisi/ GSMH %**
2001	*24623*	*17489*	*7134*	*16,9*
2002	*28852*	*22450*	*6402*	*15,9*
2003	*27808*	*20821*	*6987*	*11,6*
2004	*30481*	*23339*	*7142*	*10,2*
2005	*36398*	*28439*	*7959*	*10,1*
2006	*39642*	*30303*	*9.339*	*12,7*

Kaynak: *Hazine*

Türkiye'nin dış borç servisi 2001 krizinde yaşandığı sıkıntıdan sonra kısmi bir düzelme sağlanabilmiştir. Dış borç servisi/GSMH oranı 2001'de yaklaşık %17seviyesindeyken, 2005'de %10'lara gerilemiştir. Fakat 2006'da tekrar %12.7 seviyesine yükselmiştir.(Tablo 22) Bu dönemde borç servisinde sorun yaşanmamasına rağmen, ülkeye spekülatif amaçlı para girişleri ve özel

[117] Yeldan, E., (2004),1-29

[118] Kaya, B. K., **Avrupa Para Birliği ve Türkiye'nin Borç Yönetimi Politikası Üzerine Etkileri**, SPK yayınları, Yayın No:192, Ankara, 2006,40-42

sektörün dış borçlanma meylindeki artış dolayısıyla farklı mali tehdit unsurları ortaya çıkabilecektir.[119]

1970'lerden bu yana, yerli parayı değerli tutan kur politikaların dış borç borçlanmayı cazip duruma getirmektedir.[120] Son yıllardaki kur değişimlerine göre, devletin dış borçlanmadan kazançlı çıktığı dönemler dahi ortaya çıkmıştır. 2005 yılında bir önceki yıla göre dövizde artış olmadığı için, kur düşüşünün etkisiyle yaklaşık 9.2 milyon ABD Doları kazanç sağlanmıştır.(Tablo 23) Kurdaki değişim aşağı doğru devam ettikçe dış borçlanmanın cazibesi de artacaktır. Fakat kur da ani yükseliş olması durumunda hem borç yükü artacak hem de borç servisi güçleşecektir.

Tablo 23. *Dış Borçların Kur Farkı* (Milyon ABD Doları)

	2002–2003	2003–2004	2004–2005	2005–2006
Dış Borçların Kur Farkı -Bir Sonraki Dönem Sonu Kuruna Göre Değişim-	10.767	5.642	-9.237	6.959

Kaynak: Hazine, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Nisan, 2007,31

Türkiye açısından 2001 krizinden sonra, 6.271 milyon ABD Doları olan dış finans akımı, 2006 yılında 25.501 milyon ABD Dolar seviyesine yükselmiştir. Türkiye'nin finansman sorununun uluslar arası likiditeden sağlanan kolaylıkla devam ettiği dış borç akımından bellidir. Yükselen piyasalarda Türkiye'nin dış finansman payı %4,2'den %5,3'e yükselmiştir. **(Tablo 24)** Bu durum Türkiye'nin hızla bir borç batağına doğru ilerlediğinin de işareti olabilir.

Tablo 24. *Yükselen Piyasalarda ve Türkiye'de Dış Finansman: Tahvil, Yatırım ve Ödünçler(Milyon ABD Doları)*

	TÜRKİYE	Toplam	Türkiye'nin Payı(%)
2001	6271,3	148946	4,2
2002	6382,5	133282,8	4,8
2003	9549,5	195744,8	4,9
2004	14734,5	276541,2	5,3
2005	18521,6	401288,8	4,6
2006	25501,3	483460,0	5,3

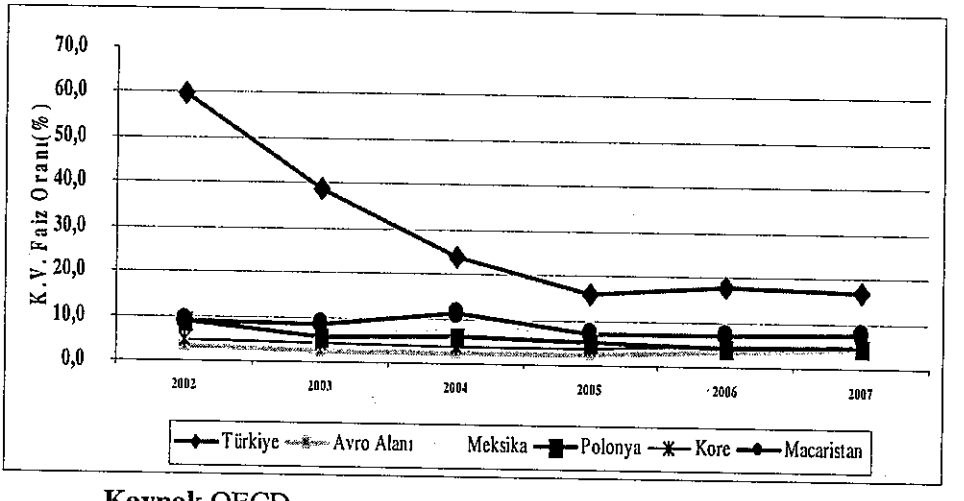
Kaynak: IMF, **Global Financial Stability Report**, 2007

[119] Yeldan, E., *"2001 krizi sonrasında Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Büyüme Çözülürken"*, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/MalatyaKurultay_Haz2006(e.t.:19/06/2007)1-14

[120] Balkan, N., **Kapitalizm ve Borç Krizi**, Bağlam yayınları, İstanbul, 1994,100

Türk ekonomisinin darlık unsurlarının başında faizlerin yüksekliği gelmektedir. 2002 yılına göre faiz oranlarının düşmesine rağmen çoğu ülkeden faiz oranları yüksektir. 2002 yılında %60 olan kısa vadeli faiz oranlarını %14 seviyesine düşürmesine rağmen, Meksika, Kore, Polonya, Macaristan ve Avro alanı ülkerinin tamamınan yüksek faizle borçlanmaktadır. **(Şekil 24)** Böylece Türkiye'nin portföy yatırımlarını diğer ülkelerden fazla çekmesinin nedeni kolaylıkla anlaşılabilmektedir.

Şekil 24. *Seçilmiş Ülkelerde Kısa Vadeli Faiz Oranları(2002–2007)*



Kaynak.OECD

2.2. Krize Maruz İktisadi Yapının Zaafları

Krize maruz iktisadi yapının 2001 krizinin getirdiği iç ekonomik zafiyetler ve uluslar arası mali kurumların hatalı reçeteleri ile dizayn edilmesi sebebiyle çeşitli ekonomik unsurlarda zafiyetlerle doludur. 2001 krizine götüren süreç incelendiğinde Türk ekonomisinin iç zafiyetlerinin küresel etkilerden daha fazla belirleyici olduğu bir gerçektir. Özellikle Türkiye'de *"hükümetlerin hem son kriz konusunda, hem de on yıllar süren ekonominin kötü yönetilmesi hususunda tüm sorumluluğu kabul etmeleri lazımdır. Esef verecidir ki Türkiye, büyük bir krizden sonra bile, ciddi hükümetlerin, kendilerini sorumluluktan kurtarmak için, ekonominin yönetimini taşerona verme lüksüne sahip olmadıklarını hala anlamamış görünüyor. Eski bir Türk deyimi bunun çok güzel ifadesi: Hükümet edenindir!"*[121]

[121] Yenal, O., **Görünen Köyün Kılavuzu**, İşletme ve Finans Yayınları, Ankara,2002,165

Yeniden yapılanma sürecinin küresel likidite bolluğunun olduğu bir döneme rastlaması Türk ekonomisini birçok riske rağmen krize düşmekten kurtardığı söylenebilir. Türk ekonomisinin uluslararası finansal piyasalardan tamamen tecrit edilerek krizden kurtarılması gibi bir fikir artık ileri sürülemez. Bunun için uluslar arası finansal piyasalardan gelebilecek risklere hazır bir ekonomik yapının oluşturulması daha önemlidir. Fakat görünen gerçek türk ekonomisinin 2001 krizinden sonra çeşitli alanlarda ciddi ekonomik zaafları bulunmaktadır. Bu sorunları çözülmediği halde çözüme dair gelişmelerin ertelenmesinde etkili olan faktör, küresel likiditedir. Çünkü piyasanın likidite ihtiyacı dış piyasalardan gelen kaynaklarla karşılandığı söylenebilir.

2.2.1. *Zaaf 1:* Cari Açık ve İthalattaki artış

2001 krizinden sonra uygulanan politikalar iki sorunun çözümlenemediğini ve hala bir mali kriz tetikleyicisi olarak patlamaya hazır durumda olduğunu göstermektedir. Bugüne kadar gerçekleşen krizler arasında ödemeler dengesi sorunlarına bağlı krizlerin ne derece ekonomik yapıyı sıkıntıya soktuğu düşünülürse, cari açık sorununun küçümsenmesi durumunda kriz kaçınılmaz olarak ortaya çıkabilir.

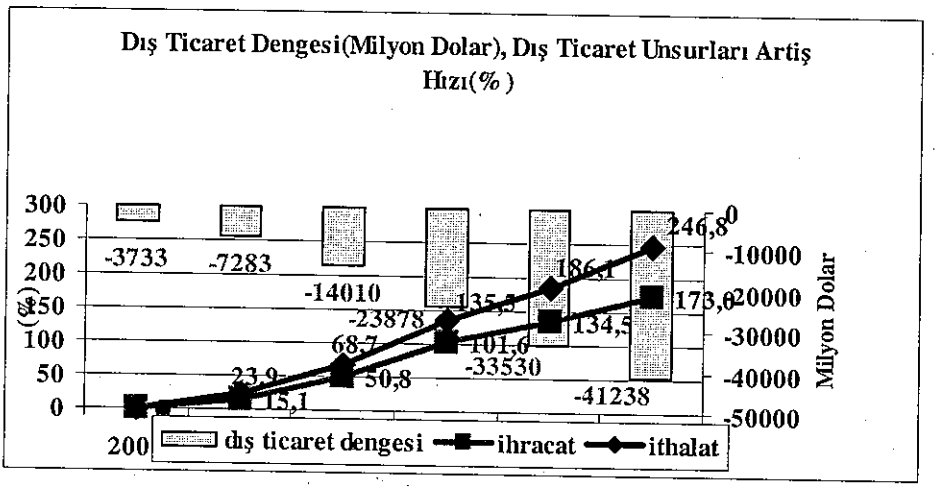
Tablo 25. *Seçilmiş Ülkelerde Cari Dengenin GSYİH'ya Oranı(%)*

Secilmiş Ülkeler	2000	200 1	200 2	200 3	200 4	2005	2006	2007
Macaristan	-8,4	-6,0	-6,9	-7,9	-8,4	-6,9	-5,8	-3,6
Kore	2,4	1,7	1,0	1,9	4,2	1,9	0,7	0,0
Meksika	-3,2	-2,9	-2,2	-1,3	-0,9	-0,6	-0,1	-0,8
Polonya	-5,8	-2,8	-2,5	-2,1	-4,3	-1,7	-2,3	-2,6
Türkiye	***-4,9***	***2,4***	***-0,9***	***-3,4***	***-5,1***	***-6,3***	***-7,8***	***-7,5***

Kaynak. OECD

Türkiye'nin de içinde yer aldığı OECD ülkeleri arasında karşılaştırma yapıldığında durumun önemi daha iyi anlaşılabilecektir.2000 yılında Macaristan'ın cari açığının milli gelire oranı %8,4 seviyesindeyken, 2007 yılında ise3,6'ya düşeceği tahmin edilmektedir. Türkiye'nin 2007 yılı için aynı oranın %7,5 dolayında geleceği tahmin ediliyorsa, Türkiye'deki gelişmelerin uluslar arası karşılaştırmalarla birlikte incelendiğinde krize açık olduğu ortaya çıkmaktadır **(Tablo 25)**

Şekil 25. Dış Ticarette Değişim* ve Dış Ticaret Açığı



Kaynak. Hazine, Aylık Göstergeler

Cari açıktaki riskin temel kaynağı değerli kur dolayısıyla hızla artan ithalattır. İthalatın artışının ihracattan fazla olması nedeniyle cari açığı oluşturan unsurlarda mal dengesi 2001'den bu yana Türkiye'nin aleyhine işlemektedir.[122]Türkiye'nin ithalatı 2001 yılında yaklaşık 37,1 milyar dolar seviyesindeyken, 2006 yılında 128,7 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. İhracat ise 2001 yılında 31,1 milyar dolardan, 2006 yılında 85,5 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Dış ticaret açığı 3 milyar dolardan 41 milyar dolar yükselmiştir. 2001 yılına göre 2006 yılında ithalatın artış hızı %246 seviyesindeyken, ihracatın artış hızı %173'te kalmıştır.(Şekil 25)Ekonominin dışa bağımlığının artığının ve piyasanın tamamen dış etkilere açık olduğunu göstermektedir.

2.2.2. *Zaaf 2.* Kur Riskinin Yüksekliği

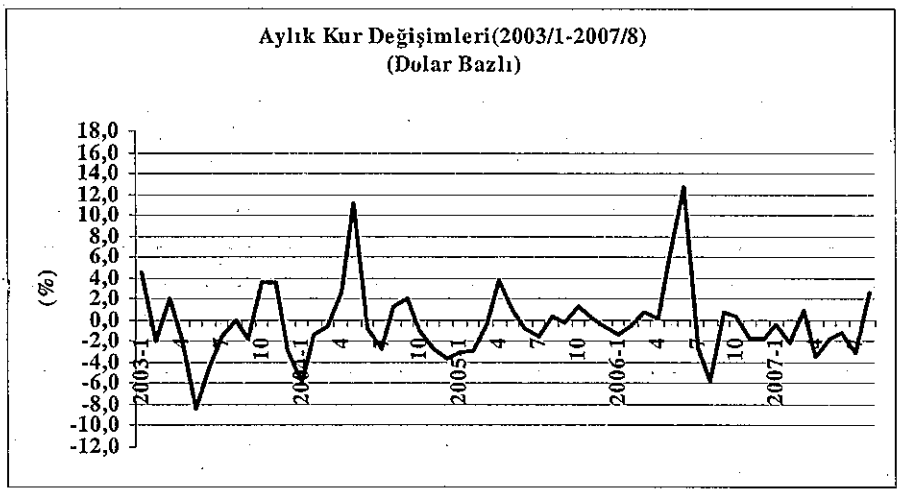
Kur riski, Türkiye'de kurun düşmesiyle birlikte TL'deki değerlenme dolyısıyla azaldığı düşünülebilir. Fakat kur riski kur hareketlerinin günlük, haftalık ve aylık değişiminin gösterdiği dalgalanmayla ilgili bir sorunu ifade etmektedir. Yani kur hareketleri Türkiye'de yukarı veya aşağı doğru ani değişiklikler gösterebilmektedir.(Şekil 26)

---

* ithalat ve ihracatın artış hızı 2001 yılı baz alınarak hesaplanmıştır.

122 Ertuna, E., ***"TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Makro ve Mikro Çelişkisi"***, Mufad Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı.25, Ocak 2005;6-17

Şekil 26. *Dolar Bazlı Aylık Kur Değişim Grafiği(%)*



2003'den beri döviz kurlarında düşüş olmasına rağmen kurdaki dalgalanma devam etmektedir. 2003–1 ile 2007-8 döneminde bir önceki aya göre %21 oranında değişim vardır. Aylık değişimin standart sapması %3,5 seviyesinde olması kur riskinin yüksekliğini göstermektedir. Özellik döviz yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde sorunlarla karşılaşılabilir.(Tablo 26)

Tablo 26. *Aylık Kur Dalgalanmalar*

İstatistikî Unsurlar	(%)
Std. Sapma(Dalgalanma)	3,53838
Aralık	21,10
Minimum	-8,40
Maksimum	12,70

Kaynak. Hazine aylık göstergeler

2.2.3. *Zaaf 3.* Faizlerin Karşılaştırmalı Yüksekliği

Türkiye gelişen ülkeler arasında en yüksek faiz veren ülke durumundadır. Bu durum önceden de belirtildiği gibi, spekülatif fon girişlerinin devamını sağlamasına rağmen devletin spekülatif finansmanını ve yerli iktisadi birimlerin borçlanma maliyetlerini artırmaktadır. Türkiye'de hem faiz kısa vadeli hem de uzun vadeli faiz oranları diğer ülkelerden yüksektir.

Bu durum Türkiye'nin uluslar arası yatırımcılar için spekülatif kazanç merkezi olması durumu sürekli duruma gelmesine neden olabilir.

Tablo 27. *Uzun Vadeli Faiz Oranları(%)*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Çek Cumhuriyeti	..	6,3	4,9	4,1	4,8	3,5	3,8	3,9
Kore	8,5	6,7	6,5	4,9	4,5	4,7	5,1	5,2
Meksika	16,9	13,8	8,5	7,4	7,7	9,3	7,5	7,5
Türkiye	***37,7***	***99,6***	***63,5***	***44,1***	***24,9***	***16,2***	***18,0***	***17,3***
Avro Alanı	5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	3,4	3,8	4,2

Kaynak. OECD

Türkiye'nin 2000 sonrasında OECD üyesi olan ülkelerle karşılaştırılması faizlerin yüksekliğini göstermede açık delildir. En yakın faiz oranlarının olduğu Meksika'dan yaklaşık %10 fazla faiz ödemektedir. Türkiye açısından bu durum sürdürülemez ve ekonomide en küçük bir sorunda Türkiye'nin borçlanabilirliği tehdit altına girebilir.

2.2.4. *Zaaf 4.* Banka Dışı Kesimlerde Açık Pozisyon

Faizlerin yüksek ve yerli paranın değerli olduğu açık bir ekonomide reel sektör açısından borçlanma tercihi döviz bazlı borçlanma araçlarına doğru kayması normaldir. Türk ekonomisinde 2001 krizinden sonra enflasyonun düşmesi ve TL'nin değerlenmesi sebebiyle reel sektörün borçlanma tercihleri dövizli kredilere doğru kaymıştır.

Tablo 28. *Banka Dışı Kesimlerde Döviz Açık Pozisyonları(Milyon Dolar)*

	2005–12	*2006–12*	*05/06 değ.(%)*
Net pozisyon	-27 441	-37,024	34,9

Kaynak. TCMB, **Finansal İstikrar Raporu,** Mayıs,2007

Banka dışı kesimlerde kur riskine maruz döviz yükümlülükleri tutarı yaklaşık 37 milyar dolar seviyesindedir. Yaklaşık bir yıllık değişim %35 seviyesindedir. Bu oran Türkiye'deki banka dışındaki sektörlerin ciddi olarak kur riskine açık olduğunu göstermektedir. 2005 yılına ait 500 büyük sanayi işletmesinin borç durumu değerlendirilirken bu durum net olarak ifade

edilmektedir:[123] *"sanayi düşük faizle yurt dışından temin ettiği borçları, ucuzlayan dövizle ödendiğinde zaman zaman net kazanç dahi sağlamıştır. Ancak bu durum çok riskli bir durumdur. 2005 yılı sonunda İMKB'de işlem gören şirketler üzerinde yaptığımız bir inceleme, şirketlerin satış gelirlerinin %13,7'si oranında döviz cinsinden açık pozisyon taşıdıklarını ortaya koymuştur. Taşınan risk çok önemli boyutlardadır. Ancak dışarıdan borçlanma finansman giderlerini çok düşürdüğünden kar üzerinde olumlu etki yapmakta ve şirketlerin düşen karlılıklarını örtmekte, gizlemektedir."*

Kur dalgalanmaların yüksek olduğu Türk ekonomisinde bir ekonomik kriz tetikleyicisi olarak dövizli borçlardan oluşan açık pozisyon öncelikle işletmelerin ardından da kredi sağlayan kesimlerin krize girmesine neden olabilir.reel sektörün dövizle borçlanmasının bankacılık sistemini bozabileceği endişesi Dünya Bankası'nın *Global Development Finance-2007* raporunda da belirtilmektedir.

2.2.5. *Zaaf 5.* Dış Borçlardaki Artış

1980'lerde yaşanan borç krizine götüren iktisadi yapı incelendiğinde, ödünç alınabilecek fonların bolluğu, uluslar arası fonlara ödenen reel faizlerin düşüklüğü ve ülkelerde uygulanan ulusal paranın değerli tutulması yaklaşımının etkili olduğu ortaya çıkmıştır.[124] Türkiye'de son beş yıldır döviz değerinin düşmesi ve TL'nin değerlenmesi sebebiyle cazip olan dış borçlanma ani devalüasyonla ekonomiye krize götürebilir.

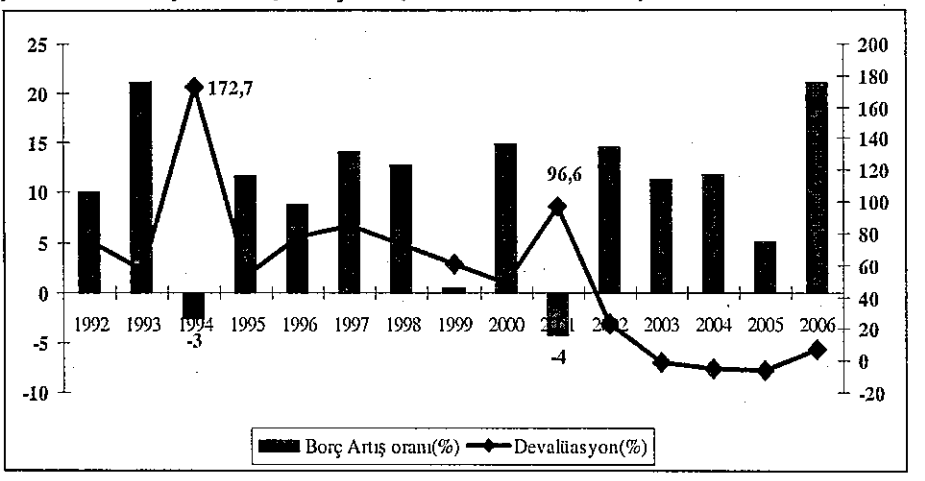
Türkiye'nin iki önemli kriz dönemlerinden önce-kriz dönemi ve krizden sonraki dönem incelendiğinde, ülkenin krizden önce dış borçlarında hızlı bir artışın ve dövizin değerinde ani yükselişler olduğu ortaya çıkmaktadır. 1994 krizinde devalüasyon oranı, %172 ve dış borçlarda azalma %3 seviyesindedir. 1995–2000 yılları arasında ise, dövizde istikrarlı değer azalışı varken, dış borçlar sürekli artmaktadır. 2001 yılında ise, devalüasyon oranı, %96 ve dış borçlarda azalma oranı %4'dür. 2002-2006 döneminde istikrarlı kur düşüşü ve dış borç artışı ortaya çıkmaktadır. **(Şekil 27)** Bu durum dövizle borçlanmanın tekrar benzer bir riske sebep olabileceğini göstermektedir.

---

[123] ERTUNA, Ö (2006)**"2005 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu"**, İSO-Büyük Sanayi Kuruluşu 2005, Özel Sayı, Ağustos , Sayı 485

[124] Balkan, N., **Kapitalizm ve Borç Krizi,** Bağlam yayınları, İstanbul, 1994,100

Şekil 27. *Türkiye'de Dış Borç Artış Oranı ve Devalüasyon*[*]



2.2.6. *Zaaf 6.* Ekonominin Yabancılaşması

2001 krizinden sonra oluşan ortamda ve sonradan uygulanan politikalar sonucunda, sanayide, finans alanında ve diğer yatırım alanlarında hızlı bir yabancılaşma yaşanmaktadır. Son yıllardaki tartışmalarda iktisadi milliyetçiliğin ve küreselleşmeciliğin ayrımında yabancı sermayeye bakış açısının Türkiye'deki yabancı sermaye yatırımlarının ağırlığının artmasının etkisi olabilir.

Sanayi kesiminde liberalleşme ile birlikte sanayi işletmelerinin sahipliğinin ve ithalata dayalı bir piyasa oluşumu sürecinden bahsedilebilir. 1990-2004 yılları arasında 500 Büyük Sanayi işletmesinin sıralamasında ve hissedarlığında yabancı payının sürekli arttığı ortaya çıkmaktadır. İSO-500'de yabancı sermaye payı 1990'da %38,6 seviyesindeyken, 2004 yılında bu oran % 63 seviyesindedir. Aynı dönemde yabancılara ait işletme sayısı 88'den 149'a çıkmıştır. (Tablo 29) 2001 krizinin hemen ardından Türkiye'ye kelepir işletme toplamaya gelen firmaların yeterince bu ortamdan faydalandığını gelişmeler göstermektedir.

[*] Hesaplamalarda bir önceki yıla göre artış esas alınmıştır. Veriler DPT, temel ekonomik Göstergelerden alınmıştır.

Tablo 29. 500 Büyük Sanayi İşletmesinde Yabancı Sermaye

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004*
Yabancı Sermaye Payı(%)	38,6	50,2	54,7	58,7	58,8	60,0	63,0
Yabancı Sermayeli İşletme Sayısı	*88*	*114*	*131*	*138*	*140*	*147*	*149*

Kaynak. TÜRKAN, 2005:13[125]

Yabancı sermaye payının sürekli artığı diğer bir sektör bankacılık sektörüdür. Sektörde yabancıların payı sürekli artmaktadır. Son olarak OYAKBANK'ın satışı ile ilgili tartışmalarda Bankacılık sektörünün %42'sinin yabancıların eline geçebileceği yönünde endişeler bulunmaktaydı.[126] **(Tablo 26)**

Tablo 26. *Bankacılıkta Yabancı Payı*

	2004	*2005*	*2006*
Bankacılıkta Yabancı Payı(%)	4,3	12,4	22,4

Kaynak TCMB, **Finansal İstikrar Raporu,** Mayıs 2007,36

Gerçekte bankacılıkta hızlı bir yabacılaşma yaşanmaktadır. 2004 yılında %4,3 olan yabancı payı 2006 yılında beş kattan fazla artarak %22,4 yükselmiştir. Bu durum gerçekten sorgulanması gereken bir durumdur. **(Tablo 29)** Çünkü AB bölgesi Türkiye karşılaştırması yapılırsa Avro bölgesinde 2006 yılı itibariyle %16'3 seviyesindeyken Türkiye'de %22 seviyesinde olması düşündürücüdür. Yine AB bölgesinde Almanya, Fransa, İspanya, İtalya gibi ülkelerin tamamında yabancı payı Türkiye'den küçüktür.[127] İMKB'deki yabancı payları yakından incelendiğinde yabancı yatırımların ağırlıklı olarak(%70,8) mali kuruluşlara yöneldiğini göstermektedir. **(Şekil 28)** Bu durum finans kesiminin tamamen yabancılar tarafından yönlendirilmesi riskini beraberinde getirecektir Mali piyasalarla spekülasyon yapma imkanını eline geçiren yabancı bankalar, değişik zamanlarda krize neden olabilecek işlemler yapabilir Örneğin Asya krizinde yerli bankalar iflas ederken, yabancı

---

* *İSO, Büyük Sanayi Kuruluşu 2004, Özel sayı, Ağustos 2005'e göre hesaplanmıştır.*

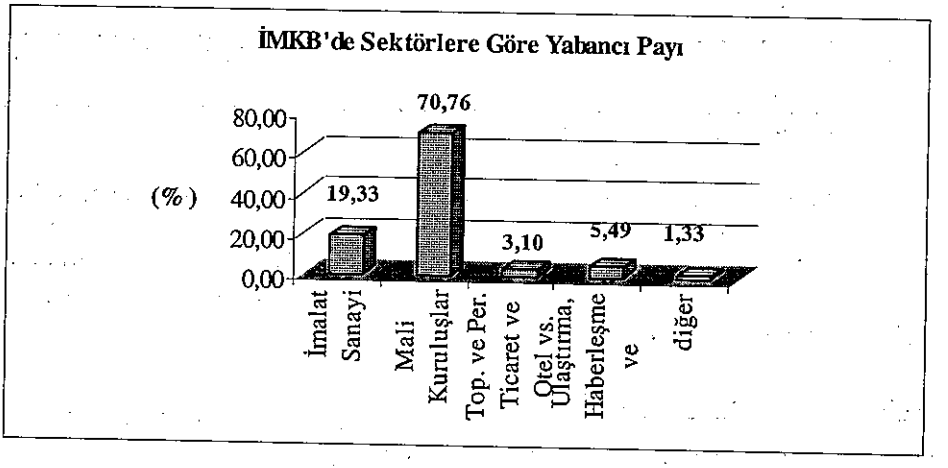
[125] Türkan,E., (2005) **Türkiyede Ekonomik Aktivite İçinde Yabancı Payı,** T.C. Merkez Bankası Yayınları, Ankara

[126] **NTVMSNBC,** *"Bankacılıkta yabancı payı yüzde 42'ye çıkıyor"*, www.ntvmsnbc.com **19.06.2007**

[127] TCMB, **Finansal İstikrar Raporu,** Mayıs,2007,37

bankalar karlılıklarını artırmıştır.[128] Hatta bu gelişmelerin sömürgeciliğin değişik bir veçhesi olduğunu iddia eden yazarlar bile bulunmaktadır.[129]

Şekil 28. *İMKB'de Yabancı Payının Sektörlere Göre Görünümü(2006)*



Kaynak.*İMKB*

Hisse senetleri piyasasında yabancı payı çok yüksektir. 2001 krizinde sonra artarak devam eden portföy yatırımlarının hisse senedi piyasasına önemli miktarda giriş yaptığı ortaya çıkmaktadır. 2003 yılında borsada yabancı payı %54,7 seviyesindeyken, mayıs 2007'de %71'e yaklaşmıştır.(Tablo 30)

Tablo 30. *Borsada Yabancı Payı*

	2003	2004	2005	2006	Mayıs 2007
Borsada Yabancı Payı(%)	54,7	47,5	59,4	65,6	70,92

Kaynak. *DPT, Mali Piyasalarda Gelişmeler*

Yabancı sermaye akımlarının devam etmesi durumunda ekonomide yabancı payının sürekli artacağını varsaymak tutarlı olacaktır. Türkiye'de yerli yatırımcının ve girişimcinin bu ortamda rekabet avantajının kalmayacağı da tahmin edilebilir.

---

[128] Beaverstock, J. B., Doel M. A., ***Unfolding the spatial architecture of the East Asian financial crisis:the organizational response of global investment banks"***, Geoforum 32(2001),1-15

[129] Bulut, Y., ***"BDDK üyelerine teşekkür borçluyuz!"***, Referans Gazetesi,21.08.2007

2.3.Türkiye'nin Küresel Likidite'ye Bağımlılığı

Mali küreselleşme ile hızla büyüyen küresel likidite zamanla bütün ülkelerin piyasalarının büyüme süreçlerini kontrol altına alabilmektedir. Türk ekonomisi 1980'den sonra gelirler politikasında gelişme sağlamak yerine, spekülatif fonlama yöntemlerine kullanarak küresel sermaye piyasalarına bağımlı bir gelişme modeli oluşmuştur.

Finansal akımlar incelendiğinde Türk ekonomisi içindeki ağırlığının ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmaktadır. En önemli dış kaynak unsuru olan dış borçların milli gelire oranı 2006 yılında yaklaşık %52'dir. Bu oran 2001 krizinden bu yana olumlu yönde gelişmiştir. Yalnız kısa vadeli dış borçların milli gelire oranında yaklaşık %1,5 oranında artış vardır. Bu durum kurun düşüşün verdiği güvenle alınan bir risk olarak algılanabilir. Dış borçla ilgili oranlarda en tehlikeli gelişme gösteren unsur, dış borç akımlarıdır. Dış borç akımlarının milli gelire oranı %3,50'den %6,38'e yükselmiştir. Bu durum borç sağlamada küresel likiditeye bağlılığın en önemli göstergesidir. Ekonomik dalgalanmalarda dış borç bulmanın güçleşeceği gerçeğinden hareketle, bu orandaki artıştan kaygı duymak gerekir. (Tablo 30)

Sermaye akımları içerisinde ülkelerin en çok tercih ettiği unsur olan, doğrudan yatırımlar açısından gelişmeler olumludur. 2006 yılında milli gelir içerisinde doğrudan yatırımların payı yaklaşık 8 kat artmıştır. Küresel sermayedeki bolluk Türkiye'de dış yatırımların artmasında etkilidir. Çünkü ülkedeki yerleşik(stok) dış yatırım oranı 2001'den 2005'e %8 oranında artış göstermiştir.(Tablo 30) Dış yatırımlardaki bu gelişme cari açığın finanse edilmesini kolaylaştırdığı için önemlidir. Eğer Türkiye dış yatırım çekmeye devam edemezse, cari açığın finanse edilmesi güçleşebilir.

Tablo 30. *Uluslararası Sermaye Bolluğunu Bağlı Unsurların GSMH'ye Oranları*

DEĞİŞKENLER	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*
Toplam Dış Borç Stoku/ GSMH(%)	*71,60*	*60,30*	*53,70*	*46,70*	*51,60*
Kısa V.Dış Borç Stoku/ GSMH(%)	*9,10*	*9,60*	*10,70*	*10,30*	*10,50*
Dış Borç Akımı/ GSMH(%)	*3,53*	*3,99*	*4,92*	*5,13*	*6,38*
Portföy Yatırımları/GSMH(%)	*-0,33*	*1,03*	*2,68*	*3,72*	*1,84*
Doğrudan Yatırımlar(Akım)/GSMH(%)	*0,53*	*0,52*	*0,68*	*2,42*	*4,79*
Doğrudan Yatırımlar(Stok)/GSMH(%)	*10,39*	*14,00*	*12,86*	*17,85*	-
Diğer Yatırımlar/GSMH(%)	*3,97*	*1,43*	*1,40*	*4,48*	*3,68*
Uluslararası rezervler/GSMH(%)	*21,0*	*19,0*	*18,0*	*19,0*	*23,0*

Kaynak: *IMF, OECD, Hazine*

Spekülasyona açık fonların etkisi açısından Türk ekonomisinin 2001 krizin rağmen riskin devam ettiğini söylemek mümkündür. 2001 krizinde Türkiye'deki portföy yatırımlarının tamamen gitmesine rağmen, 2006 yılında portföy yatırımlarının milli gelire oranı yaklaşık %1.8 seviyesindedir.(Tablo 30) Bu durum krize maruz iktisadi yapının en büyük zaaflarından birisidir. Muhtemel bir mali krizde krizin derinleşmesine neden olabileceği de ortadadır.

Kriz anında bir güvence olarak görülen uluslar arası rezervlerin durumu 2002 yılındaki oranda sadece %2 fazladır. GSMH'daki büyüme sebebiyle tam bir güvence sağlamayacaktır. Ayrıca dövizin değer kaybettiği son yıllarda rezerv tutmak, alternatif maliyet açısından sorundur. Çünkü yüksek borçlu devletin değeri düşen bir varlığa uzun dönemli yatırım yapması tutarsız bir ekonomi uygulamasıdır.

Türkiye'de ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği ancak sermaye akımlarının ve dış borçlanmanın devam etmesine bağlıdır. Türkiye'ye portföy yatırımlarının girmeye başladığı 1987 yılından 2006 yılına kadar geçen 20 yıllık dönemde, ekonomik büyüme ile dış borç, portföy yatırımları ve

doğrudan yatırımların ilişkisi küresel likidite ile bağlantıları analiz etmeye yardımcı olabilecektir. Dönemdeki büyüme ve dış finansal akımların korelasyonu bulguları portföy yatırımları ve dış borçlar ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve istatistiki anlamlılık açısından geçerli bir ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır. Büyüme ile portföy yatırımları arasındaki ilişki, %41 ve dış borçlarla ekonomik büyüme hızı arasındaki ilişki, %70,6 seviyesindedir. (Tablo 31) Doğrudan yatırımlarla büyüme arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Dolayısıyla büyüme ile ilişkisi olan finansal akımlar spekülatif ve Türk ekonomisini dışa bağımlı duruma getiren unsurlardır, şeklinde yorumlanabilir ki bu yorum YELDAN(2006) tarafından *"spekülatif oranlı olduğu oranda dışsal şoklara açık ve yabancı spekülatörlerin "kısa dönemli kaprislerine" bağlı olan bu tür büyümenin uzun erimli olmadığı ve yapısal olarak istikrarsızlıklar içerdiği yakın tarihimizdeki deneyimlerle çok iyi bilinmektedir"* şeklinde belirtilmektedir.

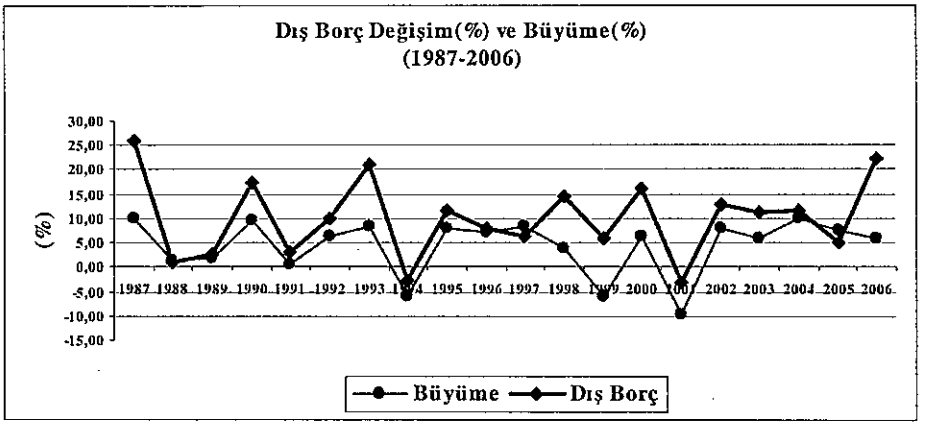
Tablo 31. *Büyüme ve Uluslararası Finansal Unsurlar Arasındaki İlişki(1987-2006)*

	Portföy	***Büyüme***	***Doğrudan***	***Dış Borç***
Portföy Yat. Değ. Or.	1	,414*	,186	,051
		,070	*,445*	*,830*
Büyüme Hızı		1	,153	,706**
			,533	*,001*
Doğrudan Yat. Değ.Or.			1	-,185
				,449
Dış Borç Değ. Or.				1

*0.10 seviyesinde anlamlı, ** 0,01seviyesinde anlamlı

Türk ekonomisinde büyümenin finansmanı asıl olarak son yıllarda asıl olarak, dış borçlanma ile sağlanmaktadır. Korelasyon katsayısının %71 çıkması ülkede dış borçlardaki değişim ile büyümenin paralel olmasını gerektir. Gerçekten de 1987-2006 yıllarında ekonomik büyüme hızı ile dış borç değişim oranı arasındaki ilişki nettir. (Şekil 29)

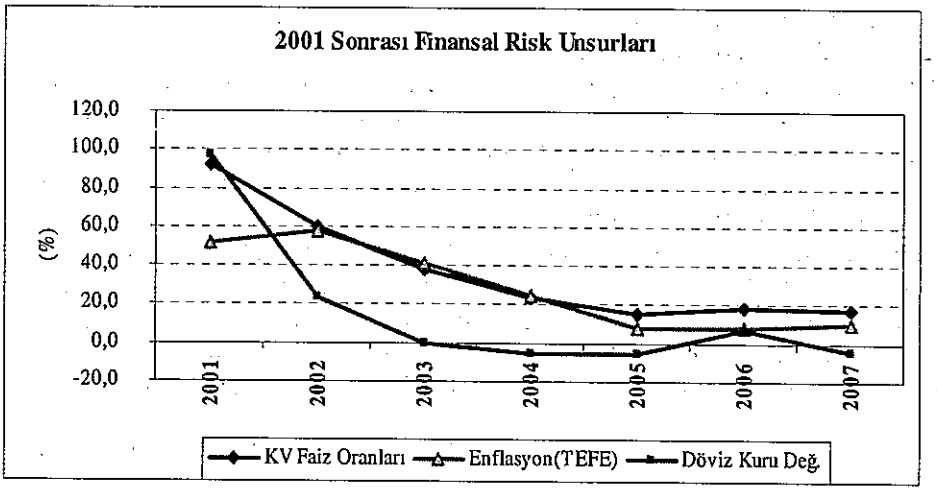
Şekil 29. *Dış Borç Değişim Oranı ve Büyüme Hızı(1987-2006)*



Türkiye'nin uluslararası finansal piyasalarla bütünleşme yönündeki çabaları risklerin azalmasına neden olmaktadır. Bu sebeple küresel likiditedeki gelişmelerden doğrudan etkilenmektedir. Uluslar arası finansal piyasalarda bütünleşme artıkça nominal ve reel faizlerin birbirine yakınlaşması beklenir. Yakınlaşma sürecinde yüksek getiri teklif eden ülkeye sermaye girişi artacaktır.[130] Mali küreselleşmenin etkisiyle Türk ekonomisinde temel finansal risk olarak kabul edebileceğimiz, enflasyon, faiz oranı ve döviz kurunun değişiminin düşmesi gereklidir. Bu gerekçe, 2001 sonrası küresel likidite kaynaklı gelişmeler mali küreselleşme ortamında finansal risk unsurların uluslar arası piyasalarla yakınlaştığı söylenebilir. Bu yakınlaşma enflasyonun ve faiz oranlarının düşüşüyle ortaya çıkmaktadır. (Şekil 30) Küresel likiditeden Türkiye pay almaya devam ettikçe, risk algılamasında ve finansal risk unsurlarında uluslar arası piyasalarla yakınlaşma artabilecektir.

[130] ALP, 2001,153-155

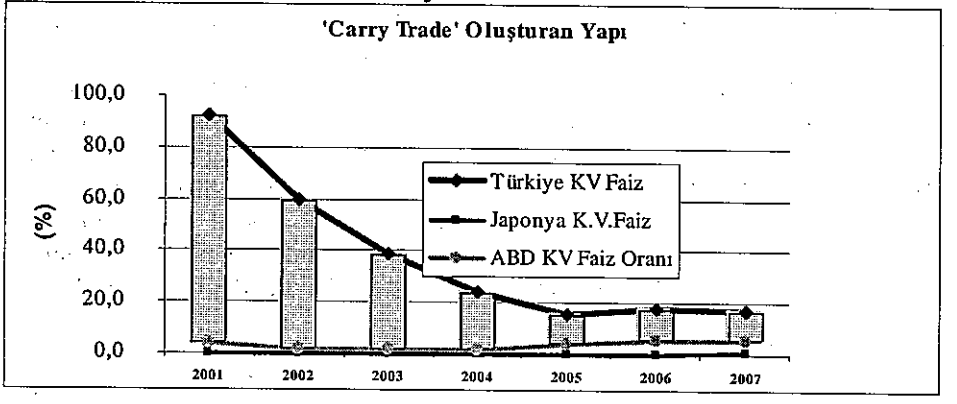
Şekil 30. *2001 Krizinden Sonra Türkiye'de Finansal Risk Unsurlarının Seyri*



Kaynak. *OECD*

2001 krizinden sonra ortaya çıkan ekonomik yapı ve uluslar arası konjonktür açısından yüksek getiri sağlayan reel faizin yüksek olduğu ülkelere perakende yatırımcılar ilgi göstermeye başladılar. Carry trade olarak isimlendirilen bu akımın temel aktörü Japonya'dır. Japonya'dan çıkan sermaye aralarında Türkiye ve Brezilya gibi yüksel reel faizlerin olduğu ülkelere yönelmektedir. Türkiye'nin uluslar arası likiditeye bağımlı duruma gelmesinde carry trade son günlerde önemli rol oynamaktadır. Carry trade ortamı Amerika'da ve Japonya'daki faiz oranlarının Türkiye gibi ülkelerden çok düşük olması nedeniyle caziptir.**(Şekil 31)**

Şekil 31. *Carry Trade Oluşturan yapı: Kısa Vadeli Faiz Oranları Arasındaki Farklar* **Kaynak.** OECD



Küresel likiditeden karşısından hassas olan diğer bir unsurda TL'dir. Türk Lirası sermaye akımları ve sürekli artan ithalat nedeniyle diğer dövizler karşsında değer kazanmıştır. Uluslararası piyasalara açılmanın doğal sonucu olarak, diğer paraların değerindeki değişimlere karşı yapılan regresyon çalışmalarında en hassas paranın TL olduğu ortaya çıkmıştır. TL küresel volatilite karşısındaki duyarlığı sebebiyle Brezilya ile birlikte cari açık ve dış finansman açığı nedeniyle küresel likiditeye tamamen bağımlı duruma gelmiştir.[131] Dolayısıyla Türk ekonomisinde kendi parasının hareketlerinin kontrolünü sağlayabilecek yerli değişken bulmak zordur. 2007 Ağustosundan sonraki ABD'deki ipoteğe dayalı kredi piyasalarında kaynaklanan dalgalanmalarda Türkiye'deki finansal çalkantı, FED'in faiz indirim kararından sonra dinmiştir. Dolayısıyla Türk finans piyasalarındaki gelişmeler uluslar arası piyasalara tamamen bağımlı duruma geldiği söylenebilir.

2.4. Küresel Likiditeden Gelen Darlık: Bağımsız Mali Politikanın Sonu

Mali küreselleşme ülkeleri birbirine bağlı ve birbirini krize iten bir finansal ortam oluşturdu. Artık ülkeler isteseler de birbirlerinden kopamaz ve bağımsız iktisadi politika üretemez. Türk ekonomisinde dış borç stokunun milli gelirdeki payı yaklaşık %52, dış ticaret hacminin milli gelirdeki payı %56 ve ödemeler dengesi bilânçosundaki sermaye akımlarının payı yaklaşık %11 seviyesindedir. Yani Türk ekonomisinin uluslar arası piyasalara ticaret ve finans yönünden bağımlı olduğu ve bu bağımlılıktan vazgeçmenin mümkün olmadığı bir durumda bulunduğu gerçektir. Bu bağlantılarda 2001 sonrasındaki *"güçlü ekonomiye geçiş"* programının bütün Türkiye'deki iktisadi yapının dış borçlanmaya ve spekülasyona açık bir şekilde dizayn edilmesinin etkisi büyüktür.

Ekonomik politika araçlarının kullanımındaki esneklikler ekonomi yönetiminde zenginliktir. Fakat finansal bütünleşme ülkelerin politik tercihlerini sınırlandırmaktadır. Ülkelerde finansal bütünleşmenin getirdiği likidite bolluğu her zaman istenen özeliklere sahip olmayabilir. Yapılan analizler göstermiştir ki, mali serbestleşmenin artması sonucunda oluşan dış kaynaklı krize maruz iktisadi yapının büyüme fırsatları ile kriz arasındaki tercihe dikkat etmesi gerekir. Ayrıca küresel likidite sağlamaya yönelik politikalar istenen seviyede sermaye çekmeye yeterli değildir. Bilinenin aksine, sermaye akımı zengin ülkelerden fakir ülkelere doğru değil, fakir

[131] Cairns, J., Ho. C., McCauley, R., *"Exchange Rates and Global Volatility:Implications for Asia-Pasific Currencies"*, BİS, Querterly Review, March 2007,41-52

ülkelerden zengin ülkelere doğrudur. Ülkelerde dıştan gelen likiditeyle sağlanan refah, kırılgan bir mali yapıyı bünyesinde taşıması gibi son dönemde elde edilen bulgular, küresel likiditenin getirdiği refahın ve finansal bütünleşmenin iç dinamiklerle kontrol edilemeyeceğini göstermektedir.[132]

Mali küreselleşme ülkelerin mali politikalarını ulusal olmaktan çıkararak, uluslar arası merkezler tarafından düzenlenir duruma getirmiştir. Dünyada ticareti yapılan finansal ürünlerin büyük çoğunlukla bu merkezlerde yapılması sayesinden finansal etkinlikleri yüksektir. Özelikle ABD, Japonya ve İngiltere'nin finans piyasalarındaki hacmi çok büyüktür.**(Tablo 32)** Bu durum ulusal nitelikte finansal piyasaların etkileyen bir özellik göstermektedir.

Tablo 32. *Dünya En Çok İşlem Yapılan 10 Hisse Senedi Piyasası*

En Çok İşlem Yapılan 10 Hisse Senedi Piyasaları	**2006 (milyar dolar)**
NYSE Group	15.421,2
Tokyo Stock Exchange	4.614,1
Nasdaq Stock Market	3.865,0
London Stock Exchange	3.794,3
Euronext	3.708,2
Hong Kong Exchanges	1.715,0
TSX Group	1.700,7
Deutsche Börse	1.637,6
BME Spansih Exchanges	1.322,9
SWX Swiss Exchange	1.212,3

Kaynak. *World Federation of Exchange*

Günümüz finansal piyasalarının özelliklerini ifade etmekte üç kavram kullanılmaktadır. Bunlar, seyyarortaklılık *(demutualisation)*, çeşitlendirme *(diversification)* ve küreselleşme*(globalisation).*[133]

Seyyarortaklık kavramı, yerleşik ve ayrıcalıklı ortaklıkların sonunu gösteren bir kavramdır. Yatırımcıların çok değişik yerlerden haklarının korunması halinde sermaye piyasalarına ilgi gösterdikleri ortadır. *Çeşitlendirme*, sınırlar arasındaki değişikliklere rağmen işlem maliyetlerinin

---

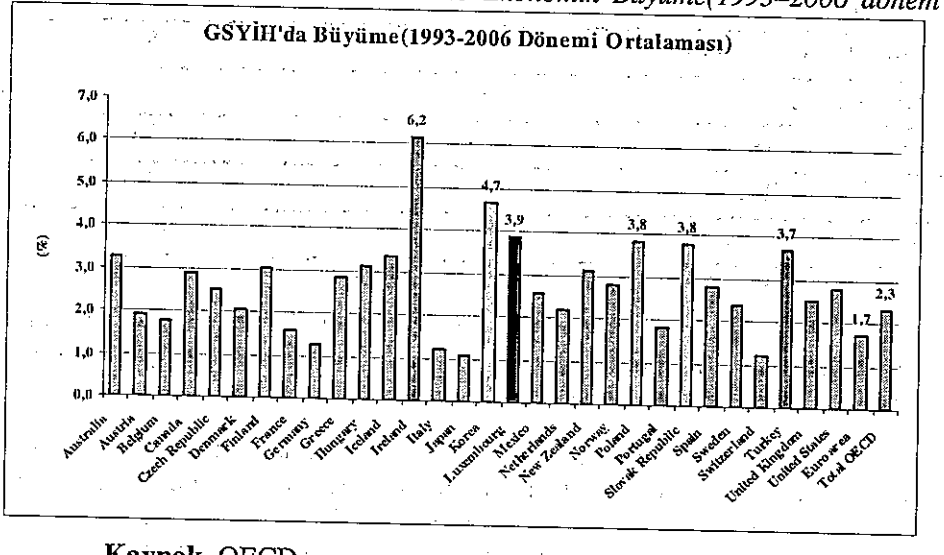
[132] Andersan, P., Moreno, R., *"Financial Integration:an overview"*, BIS Paper no:23,(www.bis.org/pub/bppdf/bispop23_overview.pdf)

[133] The economist, *"Marketplaces on the move"* Sep 13th 2007

mali küreselleşme ile birlikte sabit kalması, portföy tercihlerinin değişik piyasalarda anında yapılabilme imkanı sağladığı için ülkeden ülkeye fon akımı rahat bir şekilde yapılmakta ve getiriler artmaktadır. Küreselleşme kavramı, sınır ötesi sermaye sahipliği, yabancı hisselere ortaklık, borsadaki değişim bilgilerinin rahatça edinilmesi, küresel ittifak ve birleşmelerin artmasını içermektedir. Finans merkezlerinin gücünü ifade etmek için kullanılan üç kavram artık ulusal finansal piyasaların kendiliğinden hareket edemeyeceğinin delilidir.

Ekonomik gelişmede açısından aslında doğrudan etkili olmasa da ülkenin sermaye girişi olduğu dönemlerde finansal bolluk yaşayacağı bir gerçektir. Özellikle finansal bütünleşme seviyesinin artığı durumlarda sermaye akımının artacağı varsayımı ile hareket edilirse ekonomik büyümesi göreli yüksek olan ülkeler, diğer ülkelere göre sermaye akımını daha fazla çeken ülkeler olacaktır. OECD ülkeleri arasında sermaye akımından en çok yararlanan, İrlanda, Kore ve Türkiye'nin ekonomik büyüme hızlarının da yüksek olduğu gözükmektedir. İrlanda %6,2, Kore %4,7 ve Türkiye %3,7 seviyesinde büyümüştür. Bu durum sermaye akımının ülkelerin gelişmesinde etkili olduğunu göstermektedir. Fakat, sermaye akımın kesilmesi durumunda ülkenin krize girebileceği de gözden kaçırılmaması gerekir.[134]

Şekil 32. *OECD Ülkelerinde Ekonomik Büyüme(1993–2006 dönem*



Kaynak. OECD

134 Andersan, P., Moreno, R., *"Financial Integration:an overview"*, BIS Paper no:23,(www.bis.org/pub/bppdf/bispop23_overview.pdf

Mali küreselleşme ile artan likiditeye bağımlığı kolaylaştıran sebepler de bulunmaktadır. Ülkeler ve firmalar, düşük maliyetli fonları sağlayabildiklerinden dolayı avantaj sağlamaktadır.[135] Türkiye'de son beş yılda mali küreselleşmenin getirdiği bolluktan yararlanarak borçlanan firmalar, TL'nin değerlenmesi sebebiyle dövizle borçlanarak avantaj sağladılar. Bu mali yönden bir avantaj sağlamakla birlikte, küresel likiditeye bağımlılığı artıran bir unsurdur.

Mali küreselleşme ile gelen bolluğun en önemli korkularının başında krizlerin bulaşma*(contagion)* etkisi gelmektedir. Yatırımcılar, istikrarlı dönemlerde sınır ötesi işlemlerinin artmasında bir tehlike görmezler.[136] Örneğin Japon ev hanımlarının Türkiye'den spekülatif kazanç elde edebilmektedir. İstikrarlı dönemlerde kazanç için geçerli olan süreç, kriz dönemlerinde tersine işler. Spekülatif fonların bütün yükselen piyasalarda birden çekilmesi nedeniyle Asya'daki krizden veya Rusya'daki krizden Türkiye'nin etkilenmesi muhtemeldir. Bunun için spakülatif fon hareketlerinin aniden ülkelerden çıkışını önlemek ve mali krizlerin etkisini azaltmak için "Tobin Vergisi"[137] önerisi yerinde bir öneridir. Bu öneri bile artık ulusal ekonomik politikaların ürettiği çözümlerin yeterli olmadığı, bunun yerine uluslar arası nitelikte bir kararla gerekli düzenlemelerin yapılabileceği ortaya çıkmaktadır.

Küresel likiditeden gelen darlık unsurlarından birisi de, dövizli borçların uyum sorunudur. 2002'den bu yana geçen sürede bankacılık kesiminin dövizli borçlarının azalmasına rağmen, reel kesimin sürekli dövizle borçlanması nedeniyle kur riskine açıklık devam etmektedir. 2001 yılına göre Türkiye'nin döviz uyumsuzluğu sorunun azalmasına rağmen, Kore gibi ülkelerin yakaladığı başarı yakalanamamıştır.[138]

Aslında ekonomik politikanın bağımsız uygulanması sadece gelişen ülkeler açısından değil, gelişmiş ülkeler açısından da mümkün değildir. Ağustos 2007'de Amerika ipoteğe bağlı ev kredileri piyasasındaki sorunlar nedeniyle yaşanan gelişmeler, Japonya'da *Nikkei-225 index*'in bir haftada %9 değer kaybetmesine neden olmuştur.[139]Aynı kriz döneminde İMKB'da değer düşüşü daha fazla ve dolar/TL kuru 1,2900'dan 1,4500 seviyesine kadar

---

[135] Mishkin, F. S., *"Is Financial Globalization Beneficial?"* Journal of Money, Credit and Banking, vol.39, no.2-3(March-April 2007)

[136] Mishkin, F. S., (2007)

[137] Tobin, J., *"Financial Re-Globalization"*, Options Politiques, Juillet-Août 1999, 18-22

[138] Andersan, P., Moreno, R., *"Financial Integration:an overview"*, BIS Paper no:23,(www.bis.org/pub/bppdf/bispop23_overview.pdf

[139] The economist, *"so unfair"*, sep 6th 2007

yükselmiştir. Bu dalgalanma sırasında Merkez Bankası dâhil tüm kesimler ABD'den gelen faiz indirim haberinden sonra bir rahat nefes alabilmiştir.

Mali küreselleşmenin getirdiği finansal bolluk küresel likidite kaynaklı olması sebebiyle yaşanan ekonomik gelişmeler, dışarıya bağımlıdır. Türkiye'nin cari açık, dış borçlanma ve spekülatif finansman yapısının zayıflattığı mali bünye dışarıdaki likidite ile çevrilmektedir. Bu durumda ülkenin IMF desteği olmadan yeni bir ekonomik program uygulaması ve spekülatif küresel sermaye çarkından çıkması mümkün görünmemektedir. Bu durum ekonomik politika araçlarının sosyal hedeflere yönlendirilmesini ve ülkenin bağımsız iktisat politikası üretme yeteneğini olumsuz etkilemektedir.

3. Sonuç

Mali küreselleşme süreci dünyada sadece finansal süreçleri etkilemekle kalmayarak, ekonomik yapılara da etki etmektedir. Ekonomik yapılar, liberal uygulamalarla katıldıkları mali küreselleşme dalgasına zaman içerisinde geçirdikleri değişikliklerle bağımsızlıklarını kaybetme noktasına geldiler.

Mali küreselleşmede süreci başlatan başat unsur, *"Washington Uzlaşısı"*dır. Bu uzlaşı ülkelerin liberalleşerek uluslar arası piyasalara açılmasının yolunu, devlet tekelindeki kuruluşların özelleştirilmesi, kamu harcamalarının azaltılması, vergi gelirlerinin artırılması, ticaretin ve finansal piyasaların liberalleştirilmesi gibi unsurlara dayalı neo-liberal ülkelere pazarlanmıştır. Aynı anda Türkiye'de, Kore'de, Çin'de veya Meksika'da bu uygulamalar politik bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Ülkelerin neo-liberal politikalara uyum sağlama çabaları dış borçlanmanın ve ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin artış sürecini hızlandırmıştır. Bu süreçte dünyada yaşanan finansal gelişme, likiditeyi ve finansala araçların sayısı ve işlem hızının artmasına neden olmuştur.

Mali serbestleşme ve getirdiği yapıda ülkeler açısından en büyük başarı doğrudan yatırımları çekebilme kapasitesidir. Ülkelerin yatırım çekmek oluşturdukları liberal ortama "yatırım iklimi" denilmektedir ki, bunu sağlayan ülkeler vergi mevzuatını, gümrük mevzuatını ve ticaret kanunlarını yatırımcı işletmelerin risklerini bertaraf edecek şekilde dizayn etmelerini kapsamaktadır. Yeni iktisadi yapıda amaç, doğrudan yatırımları artırmak olsa da, spekülatif fonlara da kapı aralanmaktadır. Yalnız sürekli çeşitlenerek artan küresel finansal fonlar, sürekli kazanç peşinde olduklarından ülkeden ülkeye geçerken ciddi mali krizlere neden olmaktadır. Mali krizlerden sonra ki ortama ülkelerin çekmek istedikleri sermayenin güvencesi için genelde, IMF gibi uluslararası mali kuruluşlar olmaktadır. Uluslar arası mali kuruluşlar ülkelerin neo-liberal uygulamalarını benimseterek kredi ve güvence sağlamaktadır. Sonuçta ülkeler açısından içinden çıkılamaz bir *küresel likiditeye muhtaç krize maruz iktisadi yapı* meydana gelmektedir.

Krize maruz iktisadi yapı, mali küreselleşmenin şekillendirdiği, küresel likiditeyle beslenen, sermayenin bol olduğu dönemlerde refah üreten, sermayenin daraldığı dönemlerde krize neden olan uluslar arası finansal piyasaların risk algılamasına göre şekillenen durumu ifade etmektedir. Bu çalışma küresel likiditenin mali küreselleşme sürecinin bir sonucu olduğunu, neo-liberal politikaların ülke ekonomilerinin bağımsız politika üretme gücünü

elinden aldığını iddia etmektedir. Çalışmanın analizleri sonucunda, küresel sermaye unsurlarında, doğrudan yatırımlarının, portföy yatırımlarının ve dış borçlarının sürekli artığını göstermektedir. Ülkeler arasındaki karşılaştırmalar göstermektedir ki, finansal bolluğun son yıllardaki temel sebebi gelişen piyasaların liberalleşmesi ve küresel finans piyasalarıyla entegre olmasıdır.

Türkiye açısından küresel ekonomik sisteme entegrasyon liberalleşme dönemini ifade eden 80'li yıllardan sonraki süreci ifade etmektedir. Türk ekonomisi, kötü yönetim, borç sorunu, cari açık ve büyüme sorunu gibi sorunlarının çaresi olarak liberal akıma katılmıştır. 90'lı yıllardaki yaşanan ülke içi ve dışındaki mali krizler ekonominin gelişmesini engellemiştir. Aynı dönemde dünyada yaşanan finansal bollukta sadece spekülatif ve geçici finansman şartlarından yararlanabilmiştir. Bu durum krizlerin ülke içi faktörler kadar küresel sermaye hareketlerine bağımlı olması durumunu getirmiştir. 2000 yılının başında ve 2001 yılında iki farklı ekonomik modelle tamamen politika üretme yeteneğini kaybedip uluslar arası mali kurumların yönlendirmesiyle küresel sermaye sistemiyle bütünleşmiştir. Bu durum ülke ekonomisinin ülkenin iç dinamikleriyle yönetilme dönemini bitirerek uluslar arası likiditeye bağımlı bir finansal yapının oluşumuna neden olmuştur. Finansal kaynaklar reel faizle ülke içerisinde tutulmaya çalışıldığı için, spekülatif ve dış borçlanma ağırlıklıdır. Kamu sektörü dışında mali küreselleşmenin getirdiği imkânlarla kendilerinin borçlanmasının yolu açıldığı için, özel sektör borçları sürekli artmıştır. Ülkedeki mali piyasalarda yabancı payı sürekli artmış ve büyük sanayi işletmeleri yabancıların kontrolüne geçmiştir.

Sonuçta hem kamu hem de özel sektör bağımsız ekonomik politika üretme gücünü kaybederek, küresel sermayenin istediği gibi yönlendirdiği finansal sisteme sahiptir. Artık finansal bolluk kaynaklı likidite genişlediği zaman ekonomik büyüme olacak, likidite krizi çıktığında ise mali kriz sürecine girilecektir. Türk ekonomisinin küresel likiditeye bağımlı krize maruz iktisadi yapının kendi dinamiklerine göre hareket edebilmesi için mali küreselleşme sürecinin sorgulanması zorunluluktur. Bu çalışma neo-liberal ideolojiye dayalı mali küreselleşme sürecinin, ülke ekonomilerine etkisinin olumsuz olduğunu iddia etmektedir.

KAYNAKLAR

- Alp, A.., (2000) **Finansın Uluslararasılaşması**, Cogito-Ekonomi, YKY, İstanbul
- Alper, C. E., (2001) "The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong...", Forthcoming: Russian and East European Finance and Tradevol, 37, no. 6,pp 51-71
- Andersan, P., Moreno, R., ***"Financial Integration:an overview"***, BIS Paper no:23,(www.bis.org/pub/bppdf/bispop23_overview.pdf)
- Balkan, N.,(1994) **Kapitalizm ve Borç Krizi**, Bağlam yayınları İstanbul
- Barışık , S., Açıkgöz, E., ***"Türkiye'de Uluslar arası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi:(1992-2005 Dönemi VAR Analizi),*** TİSK Akademi, Cilt :2 Sayı 3, 2007/I, 198-220
- Beaverstock, , J. B., Doel M. A., ***Unfolding the spatial architecture of the East Asian financial crisis:the organizational response of global investment banks"***, Geoforum 32(2001),1-15
- Beddeoes, Z. M., ***"Uluslararası Finans Sistemi"***, Foreign Policy, Türkiye Baskısı, Güz,1999,12-23
- Bingham, G., ***"International Financial Architecture: Foundations and Framework"***, **Financial Globalization and Emerging Economies**, Santiago, Chile,2000,63-75
- **BİS Annual Report-2007**
- Bolgün E., Akçay, M.B., **Risk Yönetimi**, 2.Baskı,Scala Yay., İstanbul 2005

Borensztein, E., Gregorio, J De., Lee, J-W., (1998)***"How Does oreign Direct Investment affect economic growth?"***, Journal of nternational Economics,45, 115- 135

- Buckley, A., (1996) **Multinational Finance**, Third Edition, Prentice Hall Europe Great Britian

Bulut, Y., ***"BDDK üyelerine teşekkür borçluyuz!"***, Referans Gazetesi,21.08.2007

- Cairns, J., Ho. C., McCauley, R., ***"Exchange Rates and Global Volatility:Implications for Asia-Pasific Currencies"***, BİS, Querterly Review, March 2007,41-52
- Chambers, N. R., **Türev Piyasalar**, 1.Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998

- Crotty, J., Lee K. K., *"Is financial liberalization liberalization good for developing nations? The case of South Korea in the 1990's"*, Review of Radical Political Economics 34(2002) 327-334
- Crotty, J., Lee K. K., *"Is financial liberalization liberalization good for developing nations? The case of South Korea in the 1990's"*, Review of Radical Political Economics 34(2002) 237-334
- Demir, F., *"A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis"* World Development, vol. 32, no 5,(2004), 851-869
- Demirag, I., Goddard, S., (1994)**Financial Management for International Business**, McGraw Hill B.C.England, s.234-237
- Doody, F. S., Clemence R. V., (1966) **The Schumpeterian System**, Augustus M Kelley P., New York
- Dunning, J. H., (2000) *"The eclectic paradigm as paradigm as envelope for economic and business theories of MNE"*, International Business Review 9, 163-190
- Eğilmez, M., Kumcu E., (2006) **Ekonomi Politikası,** 10. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul
- Ertuna, E., (2005) *"TL'nin Aşırı Değerlenmesinin Makro ve Mikro Çelişkisi* Mufad Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı.25, Ocak 6-17
- Ertuna, Ö (2006)**"2005 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu"**, İSO-Büyük Sanayi Kuruluşu 2005, Özel Sayı, Ağustos , Sayı 485
- Griffith-Jones, S., Gottschhalk, R., *"Financial Vulnerability in Asia"*, ASİA2015,2006,1-15(www.asia2015conferance.org,.t 05/06/2007)
- Hausman, R., (1999), *"Az para Öz Para",* Foreign Policy Türkiye Baskısı, Güz, 38-52
- Hazine, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Nisan, 2007
- IMF, *"Globalization and external imbalances"*, World Economic Outlook,109-156
- IMF, **Global Stabilty Report**,2007
- IMF, **World Economic Outlook**, April 2007
- INVESTOPEDİA, *"Curreny Carry Trade"* http://www.investopedia.com/terms/c/currencycarrytrade.asp (e.t.:24/06/2007)Griffith-Jones, S., Gottschhalk, R., *"Financial Vulnerability in Asia"*, ASİA2015,2006,1-15(www.asia2015conferance.org,.t 05/06/2007)

- Jesswein, K. R., Kwok, C. C. Y., Folks, Jr. W. R., ***"Corporate Use Of Innovative Foreign Exchange Risk Management Products"***, Colombia Journal of World Business, 00225428 Fall95, vol. 30, Issue 3(Ebscohost, 13/09/2005)
- Kamin, S. B., ***"The current international financial crisis:how much is new?"***, Journal of International Money and Finance, 18 (1999), 501-514
- Kaya, B. K., **Avrupa Para Birliği ve Türkiye'nin Borç Yönetimi Politikası Üzerine Etkileri**, SPK yayınları, Yayın No:192, Ankara, 2006,40-42
- Kazgan, G., (2005) ***"Dünden Bugüne Küreselleşmenin Ekonomik Temelleri"***, Bölgesel Gelişme Stratejileri ve Akdeniz Ekonomisi", (ed. Erlat H.,), Türkiye Ekonomi Kurumu Yayını, Ankara,1-20
- Kazgan, G., **Küreselleşme ve Ulus Devlet**, 4.Baskı, İstanbul bilgi üniversitesi yayınları, İstanbul, 2005
- Kazgan, G., **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) "Ekonomi Politik Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul Bilgi Üniversitesi yayınları, İstanbul, 2005
- Kazmirci, K., Ömerbeyoğlu, F., ***"Güvenli EFT ve SWİFT Ortamları"***, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, yıl:7, sayı:38, Eylül-Ekim 2004,24-28
- Derviş, K., Serhan Asker, Yusuf Işık, (2006)**Krizden Çıkış ve Çağdaş Sosyal Demokrasi**, 3.Baskı, Doğan kitap, İstanbul
- Kobrin, S. J., (2005) ***"The determinants of liberalization of FDI policy in, devoloping countries", a cross-sectional analysis,1992-2001"***, Transnational Corporations, Volume 14, Number 1, April, 68-101
- Krugman, P.,(2003) **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**,(Çev. Domaniç, N.) 3.basım, Litaratür, İstanbul,168
- Kula, F., (2006),**Çokuluslu Girişimler ve Türkiye**, İleri Yayınları) İstanbul
- Mishkin, F. S., ***"Is Financial Globalization Benefical?"*** Journal of Money, Credit and Banking, vol.39, no.2-3(March-April 2007)
- Moosa, I.A., Cardak, B. A.,(2006) ***"The determinants of foreign foreign direct investment: An extreme bounds analysis***", Journal of Multinational Financial Management, 16, 199-211
- NTVMSNBC, *"Bankacılıkta yabancı payı yüzde 42'ye çıkıyor"*, www.ntvmsnbc.com 19.06.2007
- OECD, (2005) ***"Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment"***, **International Investment Perspectives**, ,14(www.oecd.org., 02/05/2006)

- Önder, İ., Türel O., Ekinci N., Somel, C., (1993)**Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul
- Pan, Y.,(2003) ***"The inflow of foreign direct investment to China: the impact of country-specific factors"***, Journal of Business Research 56, 829-833
- Parasız, İ., **Para Banka ve Finansal Piyasalar**,7.Baskı, Ezgi yay., Bursa 2000
- Phelps, E. S., ***"Dynamic Capitalism"***, the wall street journal online, October 10, 2006, http://online.wsj.com/article/SB116043974857287568.html
- Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.J., Köse, M. A., (2003) ***"Effects of Financial Globalization on Developing Countries:Some Emprical Evidence"***, IMF Occasional Paper 220
- QUÉRÉ, A.B., FONTAGNÉ, L., LAHRÉCHE-RÉVİL, (1999) *"Exchange rate strategies in the competion for atracting FDI"*, CEPII document de travial n° 99-16,1-32
- Rodrik, D., ***"After Neoliberalism, what?"***, Alternatives to Neoliberalism Conference, Washington D.C., May 23, 2002(http://new-rules.org/docs/afterneolib/rodrik.pdf)
- Rostow, W. W., (1999) **İktisadi Gelişmenin Merhaleleri**,(çev.Erol Güngör), 2. baskı, Ötüken yayınları, İstanbul
- Sakakibara, E., ***"From the Washington Consensus to the New International Financial Architecture"***, Report of the G7 Finance Ministers to the Köln Economic Summit(1999), 'Strengthening the International Financial Architecture' Köln, 18-20 June. (http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/1999/Sakakibara.pdf)
- Schumpeter, J. A.,(1991) ***"Can Capitalism Survive***(1936)", **The Economics and Sociology of Capitalism**, (ed. Swedbwrg, R.,) Princeton University Pres, New Jersey, UK
- Sezal, İ., ***"Pragmatik"*** maddesi, (1991), **Sosyal Bilimlerde Temel Kavramlar**, Akçağ Yayınları, Ankara
- Stiglitz J. E., (1999) ***"Reforming the Global Economic Architecture:Lessons Recent Crises***",The Journal of Finance, Vol.54,No.4,1508-1521
- Stiglitz, J. E., **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, (çev.Taşçıoğlu, A.,Vural, D.) 3.Baskı, Plan b,İstanbul, 2004

- Stiglitz, J., ***"The Role of International Financial Instştutions in the Current Global Economy"***, worldbank 1998, http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp022798.htm;e.t. 10.11.2002)
- Sundararajan V., Arıyoshı A., Ötker-Robe, ***"International Capital Mobility and Domestic Financial System Stability survey of Issues"***; (2000) Financial Risks, Stability, and Globalization, (Ed. JOHNSON O.E.G.,) Papers Presented at the Eighth Seminar on Central Banking, Washington D.C., IMF,2002,426-472
- Sylla, R., ***"Financial Systems, risk management, and entrepreneurship: historical perspectives"***, Japan and World Economy, 15 (2003),447-458
- Tancredi, S., ***"The uneasy crown"***, **the economist**, Feb 8th 2007, 1-5(www.economist.com., e.t. 02.11.2007)
- TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Mayıs,2007
- Tezel, Y. S., ***"Kararsız ve Topal Bir Küresel Dönüşüm Sürecinde Dünya Konjonktürü:2004 Ekonomi ve Siyaset"***, Türkiye Günlüğü, Sayı 78, Güz 2004,5-35
- The economist, ***"So Unfair"***, sep 6th 2007 (www.economist.com)
- The economist, ***"Cold Turkey"***, Aug 2nd 2007, (www.economist.com)
- The economist, ***"Global Capital Rules, Okay?"*** Mar 1st 2001(www.economist.com)
- The economist, ***"Marketplaces on the move"*** Sep 13th 2007 (www.economist.com)
- The economist, ***"On O Short Fuse"*** Aug 13th 2007 (www.economist.com)
- The economist, ***"Rethinking Risk"***, Feb 28th 2007(www.economist.com)
- THORSEN, D. E., LİE, A., ***"What is Neoliberalism"***, http://folk.uio.no/daget/What%20is%20Neo-Liberalism%20FINAL.pdf(e.t.05/07/2007)
- Tobin, J., (1999), ***"Financial Re-Globalization"***, Options Politiques, Juillet-Août 18-22
- Turner, P., ***"The Currency Denomination of Debt and Mismatches in Emerging Economies"***, The World Bank's 2004 Government Borrowers Forum, Singapore, 8-9 June 2004,1-11 www.bis.org/turner/pdf. (e. t. 20/05/2007
- Türkan,E., (2005) **Türkiyede Ekonomik Aktivite İçinde Yabancı Payı**, T.C. Merkez Bankası Yay., Ankara
- Tüzünalper, S. O. Kayacan, M., ***"Uluslar Arası Menkul Kıymet İşlemleri Ve Baştan Başa Doğrudan Süreç"***, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:18, Sayı:208, Temmuz 2003
- Uygur, E., ***"Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve 2001 krizleri"***, ",(2001)1-40http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf,e.t.05/05/2005)

- Ülgener, S., (1951) *"Tarihte Darlık Buhranları ve İktisadi Muvazenesizlik Meselesi"* , İ.Ü.İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul
- Webber, M., (2001), *"Finance and real economy: theoretical theoretical implications of the financial crisis in Asia"*, Geoforum
- Wei, W., (2005) *"China and India: Any difference in their FDI performances"*, Journal of Asian Economics, 16,719-736
- MOOSA, I.A., CARDAK, B. A.,(2006) *"The determinants of foreign foreign direct investment: An extreme bounds analysis"*, Journal of Multinational Financial Management, 16, 199-211
- Williamson, J., *"A short history of the Washington Consensus"*, Barcelona,2004, http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/williamson0904-2.pdf(e.t.17/07/2007)
- WORLD BANK, **Global Economic Prostects and the Developing Coumtries,** 2003,77-91 (www.worldbank.org,e.t.12.10.2004)
- WORLDBANK, **Global Finance Report–2007**, *(www.worldbank.org)*
- www.milliyet.com.tr *"Yukiko'nun milyonları"* 25/07/2007
- Yarbrough, B. V., Yarbrough, R. M., **The World Economy, Trade and Finance,** Fifth Edition, Harcourt Company, Orlando, 2000
- Yeldan, E., (2002), *"Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler"*, Rethinking development economics: active growth and social policies under Globalization, II.Dünya Sosyal forumu 31 Ocak-5 Şubat Port Allegra, Brezilya
- Yeldan, E., *"2001 krizi sonrasında Türkiye : Dış Borçlanma ve Spekülasyona Büyüme Çözülürken"*, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/MalatyaKurultay_Haz2006(e.t.:19/06/2007)1-14
- Yeldan, E., *"Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler"*, Rethinking Development Economics: Active Growth And Social Policies Under Globalization, II.Dünya Sosyal forumu 31 Ocak-5 Şubat 2002, Port Allegra, Brezilya
- Yeldan, E., **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi,** 7.Baskı,İletişim Yayınları, İstanbul,2003,28
- Yenal, O., (2002)**Görünen Köyün Kılavuzu**, İşletme ve Finans Yayınları, Ankara
- Yıldıran, M, *"Gelişmede Aynılaşma Sorunu:Tarzı Olan Değişim* Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Haziran-Temmuz 2005, 1-24(www.makalem.com)

- Yıldıran, M., ***"Kur Riski, Enflasyon Ve Rekabet Kıskacında Yeniden Yapılanma Sorunu"*** Dünya Gazetesi,14/08/2006
- Yıldıran, M., ***"Yabancı Sermaye Yatırımlarının Finansal Risk Unsurlarına Bağımlılığının Analizi: Uluslararası Karşılaştırmalar"*** TEK, Uluslararası Ekonomi Kongresi,Bildiri, Ankara,12/09/2006
- Zhuang, L., Ritchie R., Zhang, Q., (1998),*" **Managing Business Risks in Chine**"*, Long Range Planning, Vol.31, No.4, 606-614

KÜRESEL FON AKIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERE VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİ

(Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarına İlişkin Ampirik Çalışma)

Oğuz ALTUN
Oya Can MUTAN

Ankara
2008

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....

TABLOLAR .....

GRAFİKLER .....

ÖZET 1

I. GİRİŞ 4
II. FİNANSAL SİSTEMİN GLOBAL İKLİMİ 6
II. 1. Finansal Sistemin Yapısı 6
II. 2. Küresel Bağlantılar ve Finansal Krizle İlişkisi 8
II. 3. Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları 10
III. ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE EĞİLİM VE YAKLAŞIMLAR 14
III.1. Sermaye Akımları, Döviz Piyasalarına Müdahale ve Kur 14
III.2. Aktarım Kanalları 21
III.3. Finansal İstikrar ve Uluslar Arası Standartlar 23
III.4. Buluşma ve Sürü Etkisi 23
IV. SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ 27
IV.1. Türkiye Ekonomisinin Makro Ekonomik Yapısı ve Aktarım Kanalları 27
IV.2 Verimlilik ve İstihdam 31
IV.3. Sermaye Hareketleri 34
IV.3.1. Dış Ticaretteki Gelişmeler ve Dış Ticaretin Kompozisyonu 35
IV.3.2 Dış Finansman Yapısı ve İhtiyacı 40
IV.3.3. Sıcak Para 47
IV.3.4 Borçlanma 53

V. SERMAYE AKIMLARINA YÖNELİK AMPRİK ÇALIŞMA 59
V.1. Veri 59
V.2 Birim Kök Testleri 62
V.3 Uygun Modele Karar Verilmesi 63
V.4. İstatistiki Sonuçların Ekonomik Anlamda Değerlendirilmesi 68
V.I. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ 71
KAYNAKLAR 79

TABLOLAR

Tablo 1: Sermaye Akımları ve Makro Ekonomik Ortamda Değişim (1992-2006) 10
Tablo 2 Türkiye'nin Enerji İhtiyacı ve Tüketimi 39
Tablo 3: Türkiye'nin Enerji İthalatı 40
Tablo 4: İMKB'de İşlem Gören Reel Sektör Şirketlerinin Yabancı Para Pozisyonları 44
Tablo 5: Yabancıların Portföy Yatırımları Milyon $;) 45
Tablo 5: Toplam Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı Milyon $; %) 53
Tablo 6: Özel Kesim Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı (Milyon $; %) 55
Tablo 7 Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri 62
Tablo 8: ADF Test Sonuçları 63
Tablo 9: Model Sonuçları 65
Tablo 10: Değerlerin Betimleyici İstatistik ve Jarque-Bera Normallik Test Sonuçları 66
Tablo 11 Breusch-Godfrey LM Testi Sonuçları 67
Tablo 12. ARCH Testi Sonuçları 67

GRAFİKLER

Grafik 1 Küresel Finansal Stoklar (1980-2005) 6
Grafik 2 Finansal Varlıkların Kesimler Arasındaki Dağılımı (2005) 7
Grafik 3 Gelişmekte Olan Ülkeler ile Türkiye'nin Reel Efektif Döviz Kuru Gelişimi (1992-2006) 12
Grafik 4 Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006) 13
Grafik 5 Türkiye'nin Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006) 13
Grafik 6 Gelişmekte Olan Ülkelere Özel Sermaye Akımları (Milyar $) 15
Grafik 7 Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Tahvil Endeksi 15
Grafik 8 ABD'li Yatırımcıların Yabancı Varlıklara Talebi (Milyar $) 17
Grafik 9 Türkiye'ye Yönelen Fon Akımlarının Etkileri 29
Grafik 10 İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık) 32
Grafik 11 Kamu Kesimi ve Özel Kesim İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına ısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık) 33
Grafik 12 Cari ve Dış Ticaret Dengeleri ile Sermaye Hareketleri 34
Grafik 13 TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1984-2006) 35
Grafik 14 Oransal Olarak Dış Ticaret ve Cari Açık (%) 35
Grafik 15 Ticaret Kompozisyonu ve Dengesi 1984-2006 Milyon $) 36
Grafik 16 İthalat Kompozisyonu (1996-2006; %) 36
Grafik 17 Büyüme ile Enerji Hariç Ara Malı İthalatı Arasındaki İlişki (Milyon $) 37

Grafik 18 İmalat Sanayi Üretimi, Enerji Hariç Ara Malı İthalatı ve Reel Efektif Döviz Kuru Arasındaki İlişki 38
Grafik 19 Ham Petrol Fiyatları (1920-2006) 39
Grafik 20 Enerji İthalatının Türkiye'ye Maliyeti 40
Grafik 21 Cari işlemler Dengesi ve Finansman İhtiyacı (1984-2006 Milyon $) 41
Grafik 22 Finansman Gereği ve Net Sermaye Girişi (1984-2006 Milyon $) 41
Grafik 23 Doğrudan Yatırımlar (2002-2006 Milyon $) 42
Grafik 24 Sermaye Girişleri (1984-2006 Milyon $) 43
Grafik 25 Yabancıların Portföy Yatırımları (1984-2006 Milyon $) 45
Grafik 26 Yabancıların Portföy Yatırımları 2002-2006 Milyon $) 46
Grafik 27 Sıcak Para (1984-2006 Milyon $) 48
Grafik 28 Yerli ve Yabancı Kaynaklı Sıcak Para (1984-2006 Milyon $) 50
Grafik 29 Net Sermaye Girişleri ve Sıcak Para (1984-2006 Milyon $) 51
Grafik 30 Bankacılık Dışı Özel Kesimin Uzun Vadeli Yurtdışı Borçlanması ve Özel Kesim Uzun Vadeli Borçlanma Dahil Toplam Sıcak Para(1984-2006 Milyon $) 52
Grafik 31 Borç Stokunun Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %) 54
Grafik 32 Dış Borç Stokunun Kompozisyonu 1996-2006; GSMH %) 55
Grafik 33 Finansal Kurumların ve Finansal Olmayan Özel Kesimin Dış Borç Stoku Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %) 56
Grafik 34 Finansal Olmayan Özel Sektörün Dış Borç Stoku ve Kompozisyonu (1996-2006) 57
Grafik 35 *sh_gsmh* Zaman Serisi 60
Grafik 36 d(*sh_gsmh)* Zaman Serisi 60
Grafik 37 *bd_gsmh* Zaman Serisi 60
Grafik 38 d(*bd_gsmh)* Zaman Serisi 60
Grafik 39 *db_br* Zaman Serisi 61

Grafik 40 d(*db_br)* Zaman Serisi 61
Grafik 41 *enf* Zaman Serisi 61
Grafik 42 d(*enf)* Zaman Serisi 61
Grafik 43 *r-r** Değişkeninin Serisi 61
Grafik 44 d(*r-r*)* Zaman Serisi 61
Grafik 45 *redk* Zaman Serisi 62
Grafik 46 d(*redk)* Zaman Serisi 62

ÖZET

Finansal piyasaların karmaşıklaşması ile geleneksel risk algılamaları değişirken sınır ötesi sermaye akımlarındaki artışla birlikte ülkelerin bağımsız parasal otoriteleri zayıflamaktadır. Sınır ötesi sermaye akımları hızla gelişmekte olan ekonomilere yönelmekte, risk algılaması değişikliklerinde ise aynı hızda o ülkelerden çıkabilmektedir. Sermaye akımları ülkelerin içsel darboğazları bulunması halinde çekme etkisiyle çıkış/çöküş döngüsünü herhangi bir bulaşmaya neden olmaksızın ilgili ülkeleri münhasır tetikleyebilmektedir. Yüksek getiri sunarak cazibesini artıran borçlanma ihtiyacı içindeki ekonomiler beraberlerinde çeşitli problemler taşımaktadır. Özellikle kamuya tam ve eksiksiz finansal tablolama ve raporlama sunamayan ekonomilerde borç verenler üzerinde yanlış seçim etkileri yaratabilmektedir (adverse selection). Yahut borç alıcısı konumundaki ülkeler riskli yatırımlarını olduğundan daha az riskli gösterme gayretleri ahlaki bir problem doğurmakta ve bu yolla borç verenlerin ilgisini artırabilmektedir (moralhazard). Bununla beraber kamu bilgilendirme kriterlerinin titizlikle uygulanması, şeffaflık, kurumsal yönetimin yaygınlaşması gibi konularda mesafe alınması yatırımcılara güven vermektedir. Reel sektör de bankacılık sektöründe gözlemlendiği gibi kur ve vade riskine maruz kalabilmektedir. Reel sektörün borcunun toplam ekonomiye oranı büyüdükçe ülke bir borçlanma krizine ve daha sonra da kur riskine maruz kalabilmektedir (Endonezya, Kore). Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını değerlendirirken, Türkiye ekonomisindeki aktarım kanallarının tespitinin iyi yapılması gerekmektedir. Bu çalışma yurtdışı finansal gelişmeler ve bunların Türkiye'nin makro ekonomik değişkenlerine yansıması sürecine ilişkin aktarım kanallarını ilişkin bir çerçeve sunmaktadır. Son onbeş yıllık süreçte Türkiye ekonomisi, içinde yer aldığı gelişmekte olan ekonomilerle karşılaştırıldığında, görece fiyat istikrarı içinde yüksek oranlı büyümeyi başarabilmiş olması bakımından benzer, cari denge ile dış borçlardaki gelişmeler bakımından farklı bulunmuştur. Türkiye'nin aksine gelişmekte olan ekonomiler geçen zaman zarfından cari fazla verir duruma gelirken, dış borçlarının rezervlerine oranı önemli ölçüde azaltmışlardır. Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarına yakından bakıldığında, kriz dönemleri hariç net sermaye miktarının cari açığın üzerinde olduğu görülmektedir.

Net sermaye miktarının cari açığının üzerinde bir eğilim göstermesi cari açığın sürdürülmesi konusunda önemli güvencelerden birini oluşturmaktadır. Cari açığın temel sebebi ekonominin dış ticaret açığı vermesi ve bu açığın yıllar içinde artışıdır. Bunda ihracatın ithalata bağımlılığındaki artışın etkisi belirleyicidir. Türkiye ekonomisi büyümekte, ekonomi büyürken üretim sürecinde artan miktarda ithal ara malı kullanmaktadır. YTL'nin diğer para birimlerine karşı değerlenmesi ithal ara malı girdi kullanımını teşvik etmektedir. Özelikle ara malı ithalatı ile imalat sanayi üretimi arasındaki yakın bağ 2003 sonrasında kopmuş ve ara malı ithalatı sanayi üretiminin üzerinde artma eğilimi göstermiştir. Türkiye'nin dış finansman cephesinde doğrudan sermaye artışlarının yanında en az doğrudan sermaye kalemi kadar önemli bir kalem daha bulunmaktadır. Bu kalem krediler kalemidir. Krediler kalemi içinde bankacılık dışı özel sektörün kullandığı borçlanma amaçlı kredi kullanımındaki artış dikkat çekicidir. Beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak tanımlanan sıcak paranın Türkiye'de kriz dönemlerinde önemli miktarlarda çıkış yönünde olduğu, son yıllarda ise ciddi biçimde artma eğilimde olduğu görülmektedir. Buna karşın Türkiye ölçeğinde sıcak paranın kriz dönemlerinde davranışı benzer bulunmamıştır. Rapor kapsamında yapılan ampirik çalışmada Türkiye'ye giren sermaye akımlarının bütçe açığı, kısa vadeli dış borçlar/rezervler oranı, enflasyon, faiz oranı ve reel efektif döviz kuru değişkenleri ile açıklanabileceği bulunmuştur. Modelde bütçe açığındaki düşüşlerin, Türkiye'nin sunduğu pozitif reel faiz oranlarının, Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını olumlu etkilediği bulunmuştur. Enflasyon ile kısa vadeli dış borç /rezervler oranındaki artışlar sermaye akımlarını olumsuz etkilemektedir. Ancak reel efektif döviz kuru değişkeninin istatistiksel sonucuna göre YTL'nin değerlenmesinin yabancılar açısından cazip bir durum olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ahlaki problem (moral hazard), ters seçim (adverse selection), çekme/itme etkisi, sıcak para, birim kök, otokorelasyon, değişen varyans.

I. GİRİŞ

Teknolojik gelişmelerin finansal serbestleşme çabaları ile birleştiği bir çağda finansal stoklar artarken aynı zamanda hızla çeşitlenmektedir. Finansal piyasalar çeşitlendikçe aynı zamanda karmaşıklaşmaktadır. Yeni finansal araç, ürün ve hizmetler sınır ötesi ticaretin artışı ile birlikte ekonomilerin makro ekonomik dengelerini önemli ölçüde etkilemekte ve geleneksel kontrol araçlarının etkinliği azaltmaktadır.

Son yıllardaki faiz oranlarındaki gerileme dünya ekonomisindeki kesintisiz büyüme sürecini desteklerken uluslararası fon akımlarının hacmini ve yönünü etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerin sunduğu düşük faiz oranları neticesinde oluşan likidite bolluğu, uluslararası fonların yüksek getiri arayışlarını dolayısıyla risk iştahları artırmaktadır. Risk algılamasındaki değişim fonların yüksek getiri (= yüksek risk) sunan bölge ve ülkelere yönelmesine neden olmaktadır.

Sınır ötesi sermaye akımlarının artan bir hızda yüksek getiri vadeden gelişmekte olan ekonomilere yönelmesi, bu ülkelerin büyümelerini desteklemekte ve makro ekonomik dengelerini iyileştirmektedir. Ancak makro ekonomik dengelerini oturmamış, yapısal sorunlarının üstesinden gelememiş ülkelerin sermaye hesapları önündeki engellerin kaldırılması bu ülkelerin uluslararası piyasalardaki gelişmelere yönelik hassasiyetlerini artırmaktadır. Özellikle ani çekilen uluslararası fonların bu ülkelerdeki kırılganlığı artırdığı ampirik çalışmalarla desteklenmektedir.

Dış açık veren ve üstelik esnek kur uygulayan gelişmekte olan ülkelerde dış şokların ekonomik kesimler üzerinde ciddi sonuçları olabilmektedir. Yaşanan şoklara etkisi finansal sistemden reel sektöre ve nihayetinde hane halkına kadar yayılmaktadır. Gelişmekte olan ülke firmalarında sıklıkla karşılaşılan durum yükümlülüklerinde dolarizasyonla birlikte zayıf kurumsal yapıdır. Bu firmalar ani kur yükselmeleri karşısında savunmasız kalmakta ve mali tabloları bozulmakta neticede iflaslar gözlenmektedir.

Sermaye giriş ve çıkışının serbest olduğu bir ekonomide sermaye piyasaları makro ekonomik istikrarın yan bir unsuru olmaktan çıkarak temel unsuru haline gelmektedir. Bu açıdan sermaye hesaplarının serbestleştirmeyle finansal liberalizasyon sürecini önemli ölçüde tamamlamış olan Türkiye'nin uluslararası finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere duyarlılığı artmıştır. Dolayısıyla para ve sermaye piyasası aktarım kanallarının tespit edilmesi,

finansal krize ilişkin çeşitli öngörü tekniklerinden faydalanılması, uluslararası finansal sistemin karşılıklı etkileşimi ve fonların mobilitesi ve yönünün tespit edilmesi sermaye piyasalarında karar alıcılara erken müdahale ve yapısal düzenlemeler konularında katkı sağlayacaktır.

Bu çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takiben ikinci bölümde finansal sistemin global iklimi yer almaktadır. Bu bölümde küresel finansal sisteminin büyüklükleri, işleyiş yapısı, küresel bağlantıları anlatılmaktadır. Yine bu bölümde küresel fon akımları ile finansal kriz ilişkisi ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarından bahsedilmektedir.

Üçüncü bölümde literatürle ilişkilendirilerek uluslararası sermaye akım kanallarına ve işleyiş mekanizmasına değinilmektedir. Burada sermaye akımları, döviz piyasaların müdahale ve kurun etkileri tartışılmakta, finansal aktarım kanalları açıklanmaktadır. Bu bölümde finansal istikrarın unsurları yanında krizlerin bulaşma ve sürü etkisi anlatılmaktadır. Ayrıca gelişmiş ülke fon sahiplerinin davranışları ve eğilimleri ve finansal entegrasyonun sonuçlarından bahsedilmektedir.

Dördüncü bölümde sermaye akımlarının Türkiye Ekonomisine etkileri analitik bakış açısı ile incelenmektedir. Bu bölümde Türkiye Ekonomisinin makro ekonomik yapısı ve finansal aktarım kanalları anlatılmaktadır. Bölüm içinde son yıllarda sıkça büyümenin en önemli kaynaklarından biri olarak gösterilen verimlilik istihdam ilişkisi irdelenmektedir. Dördüncü bölümde Türkiye'nin yönelik sermaye akımlarının ana bileşenleri, eğilimleri yanında finansman yapısı, dış borçlar analitik olarak açıklanmaktadır. Bölüm kapsamında cari dengeyi en çok etkileyen dış ticaretin yapısı, sorunları irdelenmektedir.

Beşinci bölümde ise Türkiye'ye yönelik olarak oluşturulan model ve bu modelin istatistiksel sonuçları tartışılmaktadır.

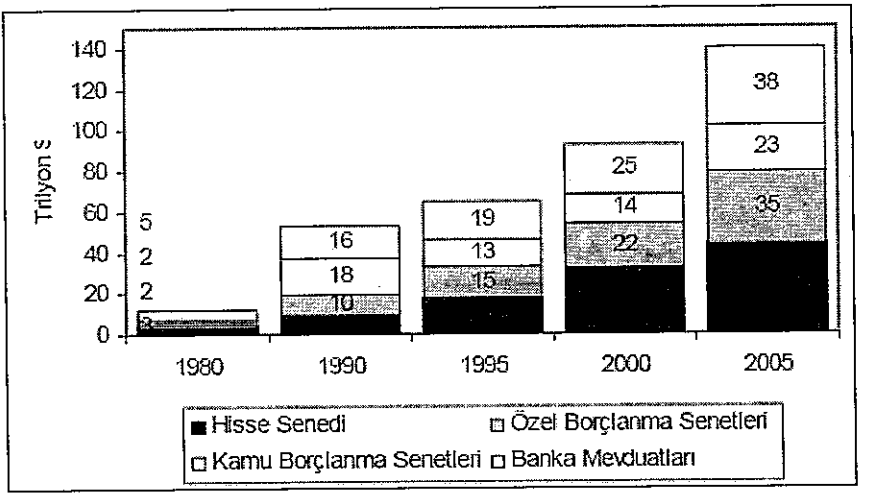
Altıncı bölümde ise raporun teorik ve analitik sonuçları açıklanmakta, sermaye akımlarına yönelik oluşturulan modelin çıktıları gerek literatür gerekse Türkiye pratiğinde değerlendirilmektedir.

II. FİNANSAL SİSTEMİN GLOBAL İKLİMİ

II.1. Finansal Sistemin Yapısı

Finansal piyasalar artan bir hızda derinleşmekte, derinleşirken reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki makas giderek açılmaktadır. 1980'lerde 12 trilyon dolarlık finansal stoka karşılık Dünya Ekonomilerinin 10.1 trilyon dolar toplam milli geliri (GSYİH) bulunurken; 2005 yılında 1980'e göre dünya milli geliri 4 kat artarak, 44.5 trilyon dolara yükselmiş, finansal stoklar ise aynı dönemde 11 kat artarak 140 trilyon dolara ulaşmıştır. Bir başka anlatımla finansal derinlik[1] % 109'dan % 316'ya ulaşmıştır.

Grafik 1: Küresel Finansal Stoklar (1980-2005)



Kaynak: McKinsey Global Enstitü Küresel Stok Veri Seti

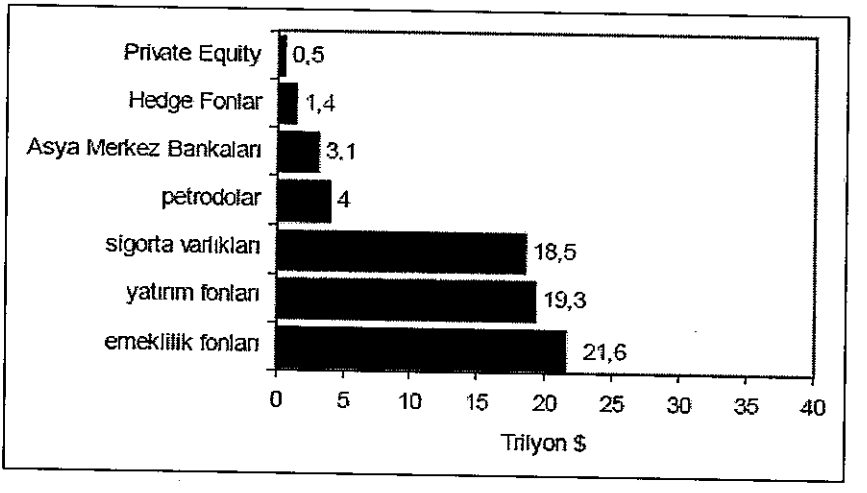
2005 yılı itibariyle 140 trilyon dolarlık toplam finansal stokun 50 trilyon doları ABD'de, 30 trilyon doları AB'de, 20 trilyon doları Japonya'da, 8 trilyon doları İngiltere, 5 trilyon doları Çin'de bulunmaktadır.

Finansal stoklar yükselirken sınır ötesi sermaye akımlarının da arttığı gözlenmektedir. Sınır ötesi sermaye akımları 1980'lerdeki 1 trilyon dolar seviyesinden 2005 yılında 6.2 trilyon dolara ulaşmıştır. Özellikle sınır ötesi

[1] Finansal Derinlik= Finansal Stok/GSYİH

sermaye akımlarının hızı 1990'ların başından itibaren hızlanmıştır. Sınır ötesi sermaye akımlarının önemli bölümü ABD, İngiltere, AB ve Japonya arasında gerçekleşmektedir. Ancak son yıllarda gelişmekte olan ekonomiler de sınır ötesi sermaye akımlarından pay almaya başlamışlardır. 2005 yılı itibariyle dünyadaki sınır ötesi sermaye akımlarının % 8'i gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir (518 milyar dolar).

Grafik 2: Finansal Varlıkların Kesimler Arasındaki Dağılımı (2005)



Kaynak: McKinsey Global Enstitü Küresel Stok Veri Seti

Finansal varlıkların sahiplik oranlarına bakıldığında fon ve sigorta şirketlerinin 59 milyar dolarlık varlık stoku ile önemli miktarda finansal varlığa sahip oldukları görülmektedir (toplam finansal varlıkların % 42'si). Kurumsal yatırımcılar olarak adlandırılan bu grup sahip oldukları finansal stok miktarı ile küresel finansal piyasaların en önemli aktörleri konumunda bulunmaktadır. Özel fonlar (private equity), hedge fonlar, petrol fiyatlarının artışıyla beraber büyük fonlara sahip olan Körfez ülkeleri ile Asya Merkez Bankaları ise son yıllarda finansal piyasaları derinden etkileyen oyuncular haline gelmişlerdir.

II.2. Küresel Bağlantılar ve Finansal Krizle İlişkisi

Ekonomilerin ve toplumların entegrasyonu anlamında sermaye, hizmetler, mallar, insanlar, fikirlerin artan bir serbestlik ortamında dolaşması olarak tanımlanan küreselleşme olgusu evrensel değişimde temel bir güç haline gelmiştir. Ancak küreselleşmenin potansiyel etkilerinin ve aktarım kanallarının iyi irdelenmesi gerekmektedir.

Ampirik çalışmalar ABD-Kanada-İngiltere arasında finansal bağların çok sıkı olduğunu, G7 ülkelerinde de bu üç ülke kadar olmasa da güçlü bağların olduğunu göstermektedir. G7 ülkelerinin ekonomik döngüleriyle (business cycle) karşılıklı etkileşimlerinin özellikle 1990'lı yıllarla birlikte giderek kuvvetlendiği ve zaman içinde istikrarlı bir sürece dönüştüğü görülmektedir. Aynı zamanda G7 ülkelerinde üretim dalgalanmaları zaman içinde azalmaktadır.

G7 ülkelerinin aksine gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin etkisi ile üretimde dalgalanmalar 1990'larda artma eğiliminde olmuştur. Ticaret ve sermaye akımları kanalı ile gelişen ve gelişmekte olan ülkelerde küreselleşme artmaktadır. Ancak finansal piyasalardaki entegrasyon, ticaret alanındaki entegrasyonun çok önünde gitmektedir. Finansal piyasalarda artan olağan üstü entegrasyon ekonomilerde zaman zaman önemli şişmelere (buble) neden olabilmektedir.

Ekonomik döngülerin geçişkenliğinde temel olarak iki kanal rol oynamaktadır: Ticaret kanalı ve finansal kanal. Ticaret kanalı yabancı talep şokları, üretim şokları ve ticaret yapısındaki değişmelerden etkilenirken; finansal kanallar özel sermaye akımları, mali yardımlar ve küresel finansal piyasa koşullarından etkilenmektedir.

Yabancı talep şokları önemli oranda ABD ekonomisindeki gelişmelerden kaynaklanmaktadır. ABD ekonomisinde yaşanan gelişmeler başlıca Kanada, Latin Amerika ekonomilerini, Doğu Asya ekonomilerini etkilemektedir. Kuzey ülkeleri yani gelişmiş ülkelerde bir resesyon yaşanması durumunda, gelişmekte olan yani güney ülkelerde ithal mal talebi azalmaktadır. G7 ülkelerinin büyüme oranlarındaki % 1'lik bir artış gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarında % 0.78'lik bir artış yaratmaktadır (Hernandez, 2001).

Çoğu güney ülkeleri teknoloji transferi anlamında gelişmiş ülkelere bağımlıdır. Gelişmiş G7 ülkelerinin sıkı ticaret bağları, gelişmekte olan ekonomilerden teknoloji ithalatında düşüşlere neden olabilmektedir.

G7 ülkelerinin ekonomik döngülerinin etkisi ile mal fiyatlarındaki değişmeler özellikle Afrika ülkeleri üzerinde olumsuz etkilerde bulunabilmektedir. Herhangi bir nedenle ticaretin yavaşlaması durumunda ekonomik büyüme ve ticari krediler düşmekte ve sonuçta gelişmekte olan ekonomilerin bankalarında batık krediler çığ gibi büyümektedir. Artan batık krediler ise gelişmekte olan ekonomilerin finansal sistemlerinde ciddi baskılar oluşturmaktadır.

Ancak ABD ekonomisinde yaşanan resesyon ticarette gerilemeye neden olsa da finansal fon akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle bu ülkelerin fon olanaklarının artması anlamında güney ülkeleri kazançlı olabilmektedir.

Değişken faiz oranları ile LIBOR üzerinden borçlanma ihtiyacındaki gelişmekte olan ülkeler, faiz oranlarının yükselmesiyle bir yandan artan faiz maliyetleri ile karşılaşmakta (dolayısıyla borç krizi riskleri artmakta) diğer yandan yükselen faiz oranları yüzünden uluslararası sermayenin güvenli liman olarak gördüğü gelişmiş ekonomilere yönelmesiyle fon akımlarındaki azalmadan menfi etkilenmektedirler.

ABD'nin çifte açıklarının sorumluluğu dolara sabitlenen kur rejimi uygulayan ülkelere yüklenmektedir. Bu ne kadar gerçekçidir? Sorumlu tutulan ülkelerin başında Çin gelmektedir. Ancak Çin para birimi yuan'ın değerlendiği 1999-2000 yıllarında dahi Çin ihracatını artırabilmiştir. Dolayısıyla mevcut şartlarda Çin yuanın değerini dolara karşı artırsa da rekabet gücünden çok fazla şey kaybetmeyecektir. Çin dış ticaretindeki gelişmelerin ardında kur etkisi dışında faktörler aranmalıdır. Ancak Çin'in para birimini daha esnek hale getirmesi dış şoklara karşı esnekliğini artırması anlamında faydalı olabilecektir.

Gelişmekte olan ülkeler içinde Çin, Hindistan ve Afrika ülkeleri global finansal krizlerden etkilenmemektedir. Bunun nedeni Çin'in yüksek cari fazla vermesi ile Hindistan ve çoğu Afrika ülkesinin cari işlemler hesabında açık vermelerine rağmen, bu açıklarının hiçbir dönemde Asya ülkelerinde gözlenen düzeye erişmemesi ile açıklanabilir.

II.3. Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları

Gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarının yönünü ve hacmini iki önemli gelişmenin etkilediği söylenebilir: ***1) Uluslararası Finansal Kurumların Çıpa Etkisi:*** 1990'lara kadar gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı finansal krizler, uluslararası yatırımcıları bu ülkelere yatırım yapmaktan alıkoyan en büyük etkendi.

Tablo 1: Sermaye Akımları ve Makro Ekonomik Ortamda Değişim (1992-2006)

	1992-1996		1997-2001		2002-2006	
	Gelişmekte Olan Ülkeler	*Türkiye*	Gelişmekte Olan Ülkeler	*Türkiye*	Gelişmekte Olan Ülkeler	*Türkiye*
GSYİH % değişim	3.9	*4.6*	3,7	*1.2*	6,1	*7.2*
Tüketici Fiyatları % değişim	318.8	*84.4*	10,2	*67.1*	5,5	*15.4*
Reel Mevduat Faiz Oranı	-5,1	*-5.8*	4,5	*5.6*	0,9	*13.9*
Reel Efektif Döviz Kuru (2000=100)	110,3	*107.6*	102,2	*123.6*	103,8	*148.1*
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	-1,7	*-1.0*	0.0	*-0.7*	2,3	*-4.7*
T.Dış Borçlar/Rezerviler	463,2%	*457.0%*	319,0%	*595.8%*	154,1%	*408.9%*
Cari İşlemler Dengesi	-76.208	*-1.910*	-1.657	*-1.685*	202.041	*-15.861*
Sermaye Hareketleri	230.065	*4.272*	192.469	*1.906*	353.350	*25.955*
Doğrudan Yatırımlar	61.674	*669*	135.335	*646*	150.484	*6.567*
Portföy Yatırımları	52.828	*1.659*	14.949	*-1.028*	35.587	*6.076*
Krediler	115.563	*2.691*	42.185	*3.618*	167.279	*14.305*
Ticari Bankalar	61.842	*478*	-9.179	*355*	82.564	*4.383*
Bankacılık Dışı Kesim	53.721	*2.123*	51.364	*3.263*	84.715	*9.920*
Toplam Dış Borçlar	1.563.705	*79.536*	2.034.009	*103.144*	2.437.356	*162.232*
Resmi Akımlar (IMF kredisi vs)	29.715	*58*	25.244	*2.766*	-33.930	*-1.415*
Altın Hariç Rezerviler "-" artış	-68.090	*-2.991*	-59.807	*-2.091*	-364.092	*-10.050*
Altın Hariç Rezerviler	354.041	*9.021*	648.401	*20.455*	1.728.816	*41.572*

Kaynak: IIF, Dünya Bankası, TCMB, Hazine.

Gelişmekte olan ülkelerin borç krizi ile sonuçlanan finansal krizler yatırımcıların yatırdıkları fonların geri alınamayabileceği endişesini doğurmaktaydı. 1990'larda borç krizine giren ülkelerin birbiri arkasına uluslararası finansal kurumlarla (IMF, Dünya Bankası) anlaşmaya gitmeleri ve bu anlaşmalarla birlikte ilgili finansal kurumların reçetelerini uygulamayı taahhüt etmeleri gelişmekte olan ekonomilere yönelik bakış açısını değiştirmiştir. Özellikle IMF'nin fiyat istikrarının sağlanması, kamu harcamalarının disipline edilmesi (yani kamu harcamalarının milli gelir içinde payının düşürülmesi), ticaret hayatının ve uluslararası sermaye akımlarının önündeki engellerin kaldırılması (yani liberalizasyon) gibi finansal kreditörleri rahatlatıcı reçeteleri bu ülkelere yatırımın geri dönüşünü garanti edici nitelikte algılanmıştır. ***2) Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Prosedürlerinde Yumuşama:*** Emeklilik fonlarının yatırım kurallarının değişmesi ve yatırım

ilkelerinde yeni düzenlemelere gidilmesi, bu fonların 1990'lardan itibaren küresel finansal piyasalara yönelmesine neden olmuştur.

Asya krizi sonrası dönemde gelişmekte olan ekonomilerin[2] makro ekonomik koşullarını hızla iyileştirme eğiliminde oldukları gözlenmiştir. Bu ülkelerde fiyatlar genel seviyesindeki artış hızının yavaşladığı, büyüme oranlarının arttığı, rezervlerinin güçlendiği görülmektedir.

1992'den 2006'ya beşer yıllık dönemler itibariyle bakıldığında gelişmekte olan ekonomilerin ilk beş yıllık dönemde (1992-1996) ortalama büyüme oranları % 3.9, enflasyon oranı % 318 (Güney Amerika ülkelerindeki kriz nedeniyle), toplam dış borçlarının rezervlere oranı % 463, cari açığın milli gelire oranı % -1.7 iken, son beş yıllık dönemde (2002-2006) gelişmekte olan ekonomiler % 6.1 oranında büyümüş, tüketici enflasyonu tek haneli rakama gerilemiş (% 5.5), dış borçların rezervlere oranı % 154'e düşmüş olduğu görülmektedir. Asıl önemli gelişme cari dengede gözlenmektedir: 1990'lar öncesi cari açık veren gelişmekte olan ekonomiler 2000 sonrasında cari fazla verir konuma gelmişlerdir. Son beş yıllık dönemde gelişmekte olan ekonomiler milli gelirlerinin % 2.3'ü oranında fazla vermişlerdir.

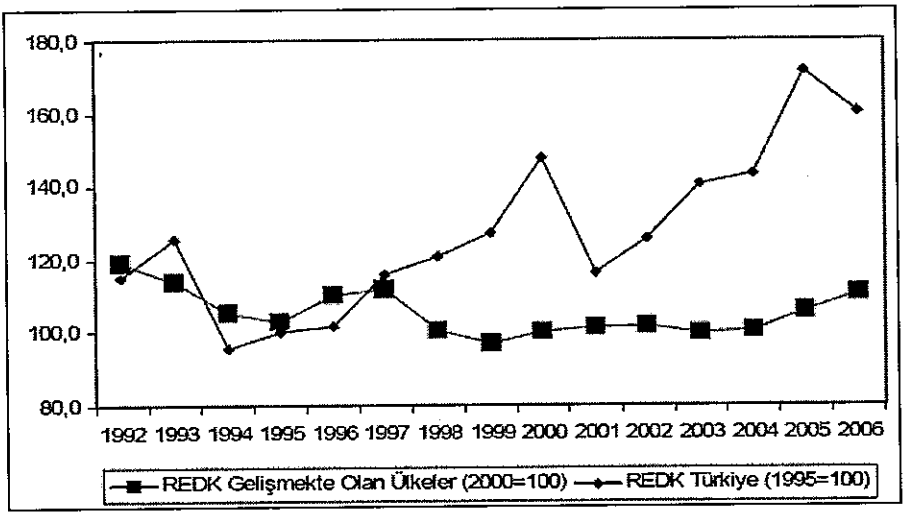
Gelişmekte olan ekonomilerin dış fazla vermesinin arkasında yatan en önemli gelişme bu ülkelerin üretim yapılarının ihracat ağırlıklı bir yapıya dönüşmesidir. Bu yapısal dönüşüm ile birlikte gelişmekte olan ekonomiler yüksek oranlı büyümelerini, düşük fiyat artış hızlarında, görece daha düşük reel faiz oranlarında ve döviz rezervlerini artırarak gerçekleştirebilmişlerdir.

Bu ülkelerin ekonomilerinde yüksek büyüme oranlarını düşük reel faiz oranları ile gerçekleştirirken yerel para birimlerinin değerlenmediği görülmektedir. Birinci beş yıllık dönemde gelişmekte olan ekonomilerin reel efektif döviz kur endeksi (REDK) 110 iken, son beş yıllık dönemde 104'e düştüğü görülmektedir. Bir başka anlatımla bu ülkelerin ihracata dayalı üretim yapılarının kurla desteklendiği görülmektedir. Aynı zaman zarfında Türkiye'nin REDK endeksine bakıldığında sürekli ve yüksek oranlı bir artış eğilimi gözlenmektedir. Türkiye'nin REDK endeksi birinci beş yıllık dönemde ortalama 108 iken, ikinci beş yıllık dönemde 126'ya ve son beş

[2] Gelişmekte ekonomiler (emerging market) kategorisinde 30 ülkenin bölgeler itibariyle ayrımı şöyledir: Asya/Pasifik ülkeleri, Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland; Latin Amerika ülkeleri, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Uruguay; Avrupa ülkeleri, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Slovakya, Türkiye; Afrika/Ortadoğu Ülkeleri Cezayir, Mısır, Fas, Güney Afrika ve Tunus.

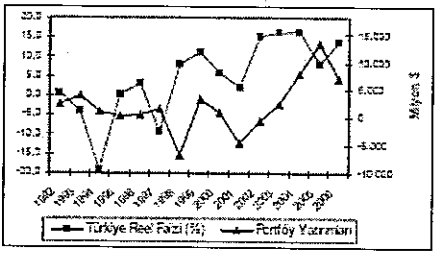
yıllık dönemde ise 148 puana çıkmıştır. Bir başka anlatımla gelişmekte olan ekonomilerde para birimleri değerlenmezken (hatta değer kaybederken), Türkiye'nin para birimi sürekli olarak değer kazanmıştır.

Grafik 3: Gelişmekte Olan Ülkeler ile Türkiye'nin Reel Efektif Döviz Kuru Gelişimi (1992-2006)



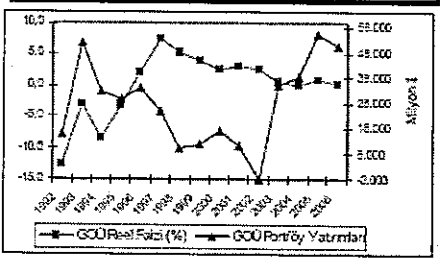
Reel faiz oranlarının dalgalandığı, kurun düşük olduğu bu ülkelerde faize duyarlı yatırım olan portföy yatırımları nasıl seyir izlemiştir? Birinci beş yıllık dönemde reel faiz oranları ortalaması (% - 5.1) negatif iken gelişmekte olan ekonomilere portföy yatırımı olarak 32.8 milyar dolar yatırım yapılmıştır. İkinci beş yıllık dönemde reel faiz oranı % 4.5'e çıkmış ancak portföy yatırımları 15 milyar dolara düşmüştür. Son beş yıllık dönemde ise reel faiz oranı % 0.9'a gerilemiş buna mukabil portföy yatırımları 36 milyar dolara çıkmıştır. Benzer durum Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarında da gözlemlenmektedir. Türkiye'nin birinci beş yıllık dönemde reel faiz oranları negatif seyrederken (% -3.8) portföy yatırımları 1.7 milyar dolar, ikinci beş yıllık dönemde faiz oranı % 3.6'ya çıkarken portföy yatırımları negatif değer almıştır (-1 milyar dolar). Bir başka anlatımla ikinci beş yıllık dönemde Türkiye'deki yerleşiklerin yurtdışına yaptıkları portföy yatırımları, yabancıların Türkiye'ye yaptıkları portföy yatırımlarını aşmıştır. Son beş yıllık dönemde ise Türkiye'nin olağanüstü reel faiz oranı sunmasına rağmen (% 13.9) portföy yatırımlarının 6 milyar dolarda kaldığı görülmektedir.

Grafik 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006)



Kaynak: IIF, IMF Financial Statistic, TCMB.

Grafik 5: Türkiye'nin Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006)



Kaynak: IIF, IMF Financial Statistic, TCMB.

Ele alınan dönemde reel faiz oranları ile faize duyarlı portföy yatırımları arasında birebir ilişkiye rastlanamaması Dünya'daki likidite koşulları ile açıklanabilir. Gerçekten de özellikle son beş yıllık dönemde Dünya'daki likidite bolluğu ve bunun sonucu artan risk alma iştahındaki artış gelişmekte olan ekonomilere (dolayısıyla Türkiye'ye) olan yatırımları önemli miktarda artırmıştır.

Önceki dönemlere göre görece daha düşük reel faiz oranları sunan gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarının arttığı bir ortamda Türkiye neden çok yüksek faiz oranları sunmaktadır? Bir başka anlatımla yabancı yatırımcıların risk iştahlarının bu derece yoğun olduğu bir ortamda Türkiye'nin daha düşük reel faiz oranı sunması gerekmez mi?

Bu sorunun yanıtı Türkiye'nin makro ekonomik koşullarında gizlidir. Uzun yıllardır yüksek enflasyon koşullarında yaşamış bir ekonominin bu alışkanlığının kırılması ancak sıkı maliye ve para politikalarıyla sağlanabileceği bir ön kabuldür. Ayrıca Türkiye'de yaşanan dolarizasyon sürecinin de para politikasını zorlaştırdığı söylenebilir. Şöyle ki Merkez Bankasının kontrolünde olmayan bir para birimine olan ilginin artışı ve bu artışla birlikte Merkez Bankasının likidite kontrolü, dolarizasyon olmayan bir ülkenin koşullarına göre daha güçlü olmaktadır.

III. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE EĞİLİM VE YAKLAŞIMLAR

III.1. Sermaye Akımları, Döviz Piyasalarına Müdahale ve Kur

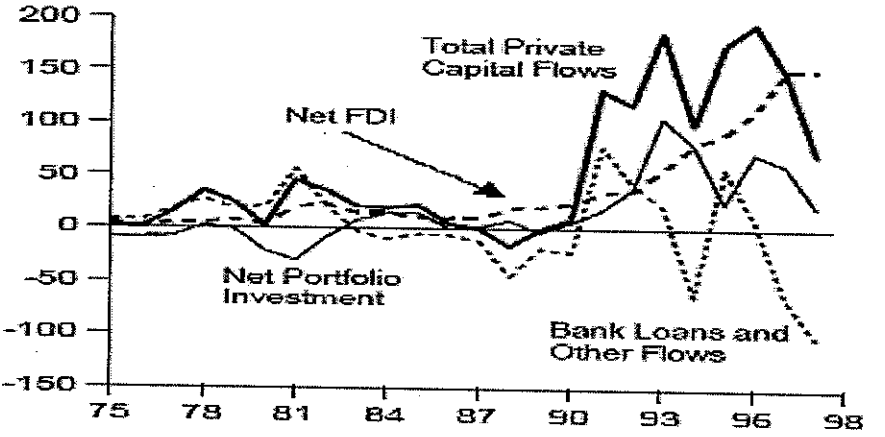
Küreselleşmeyle birlikte sermaye akımları gelişmiş ülkelere olduğu kadar gelişmekte olan ülkelere de yönelmektedir. Sermayenin niteliği bakımından bölgelere ve ülkelere göre farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Doğrudan sermaye yatırımları son yıllarda gelişmekte olan ülkelere de yönelmeye başlamıştır. Doğrudan sermaye akımlarını en çok çeken gelişmekte olan ülkeler grubunu merkezi ve doğu Avrupa ülkeleri ile Çin'in içinde yer aldığı Asya ülkeleri oluşturmaktadır. Gerçekte, 98 krizinden sonra Çin harici Asya ülkelerine doğrudan sermaye akımlarında bir yavaşlama söz konusudur. Özellikle Çin'de doğrudan sermaye akımlarının ekonomiye katkısı ihracat artışı ile birlikte yüksek oranlı büyüme şeklinde tezahür etmektedir.

Doğrudan sermayeyle bazen karşıt bazen birlikte hareket eden dolaylı sermaye veya portföy yatırımları yüksek mobilite olanakları nedeni ile yüksek getirili gelişmekte olan ülke sermaye piyasası araçlarına yönelmektedirler. 1989-93 döneminde ABD faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere girme cesareti gösteren portföy yatırımları önceliği enflasyonu az, kamu açıkları düşük ve yapısal reformları gerçekleştirmiş doğu Asya ekonomilerini tercih etmişlerdir.

Ancak portföy yatırımlarının yüksek mobilitesi girdiği ülkelerin makro ekonomilerinde ani iyileşmelerin yanında çıkışları da ani çöküntülere neden olabilmektedir. Örneğin Güney Kore'de 1997-99 arasında üç yıllık bir dönemde yükselme (boom) ve çöküş (bust) peşpeşe yaşanmıştır. 1997 yılında ekonomi % 5 büyümüş, 1998'de % 7 küçülmüş, 1999'da % 11 büyümüştür.

Aşağıdaki grafik 1970'lerden itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik güçlü bir sermaye akımını işaret etmektedir. 1980-90 arasında sermaye akımlarının büyüklüğü 4 kat artarak 150 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak grafiğe dikkat edilecek olursa bir döngüsel hareket görülmektedir. 1970'lerde sermaye hareketlerindeki patlamayı 1980'lerde çöküntü, 80'lerin sonlarında başlayan çıkışı, 90'ların sonuna doğru yine bir çöküntü takip etmektedir.

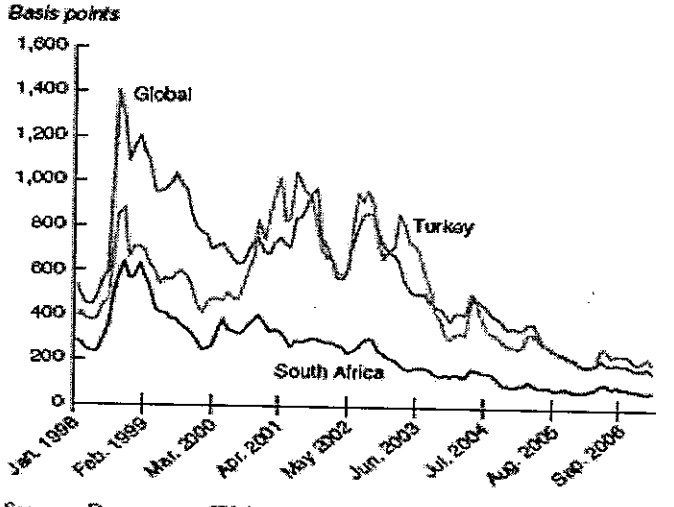
Grafik 6: Gelişmekte Olan Ülkelere Özel Sermaye Akımları (Milyar $)



Source: International Financial Statistics, IMF

Sermayenin niteliğinde 10 yıllık periyotlarda değişim yaşanmıştır. 1970'lerde banka kredileri ağırlıklı sermaye akımlarının yerini, 1990'larda direkt yatırımlar ile portföy yatırımları almıştır. Ancak 1994-95 yıllarında Meksika'daki tekila krizinde ve 1997-98 yıllarındaki Asya krizlerinde ani portföy ve banka kredi ters dönüşlerinin birlikte hareket ettikleri gözlenmiştir.

Grafik 7: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Tahvil Endeksi



Sources: Datastream; JPMorgan Chase; World Bank.

Sermaye akımlarının dramatik artışında başlıca iki trend gözlenmektedir:

Birincisi, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını liberalize etmeleri sonucu yabancıların bu piyasalara girişleri kolaylaşmıştır. Böylece bu ülkeler finansal anlamda küresel yapının bir parçası haline gelmişlerdir. 1991-94 arasında finansal sistemini serbestleştiren ülkelerin % 60'ının hisse senetleri piyasası değerleri (piyasa kapitalizasyonları) ikiye katlanmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler liberalizasyonun getirdiği yeni sermaye akımları ile finansal piyasalarını daha derin ve likit hale getirirken, kamu teşebbüslerini de hızla özelleştirme sürecine sokmuşlardır.

İkincisi, bilgi teknolojisi ve iletişimdeki hızlı ilerleme global ölçekte yatırımların değerlendirilmesi ve bunların izlenebilmesi olanağı sağlamıştır. Bilgi eksikliği hissedilen yatırım projelerine (riskli) daha az yatırım yapılırken, bu yatırımlar için daha yüksek risk primi istenmektedir. Yüksek getiri sunarak cazibelerini artıran borçlanma ihtiyacındaki ekonomiler, kamuya tam açık olmayan finansal tablolama ve raporlama sistemleri ile borç verenler üzerinde yanlış seçim etkileri yaratabilmektedirler ***(adverse selection)***. Ayrıca borçlanan ekonomiler borç verenlere riskli olan yatırımlarını daha az riskli göstererek borçlanma araçlarına ilgiyi artırabilmektedirler ***(moral hazard)***. Teknolojik gelişmeler bu tip olumsuzlukları önceden hesaba katmayı ve ani hareket yapmayı mümkün hale getirmektedir. Dolayısıyla bankaların kredi bakımından değerliliği hakkında müşterileri üzerinde derinleme bilgi sahibi olmalarının avantajı iletişim ve bilgi teknolojisindeki gelişmelerle diğer borç verenler lehine azalmıştır.

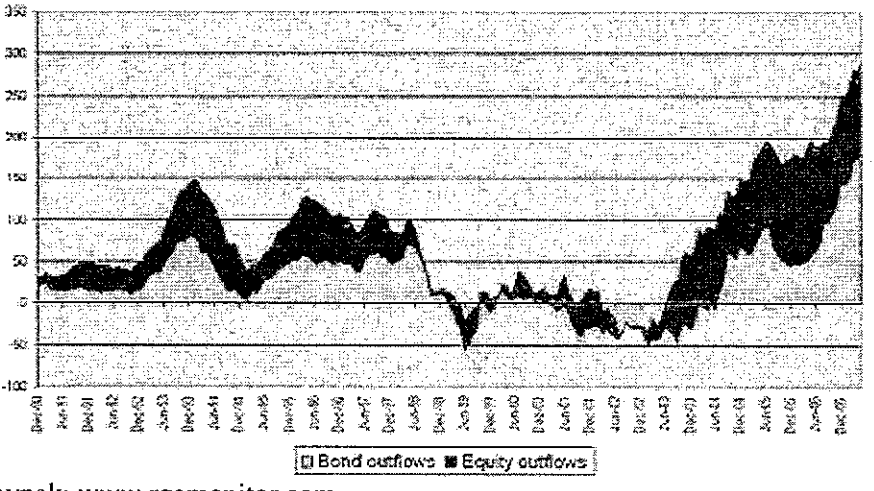
1990'larda sermaye akımlarındaki yüksek artışa rağmen, teorik anlamda uluslar arası portföy çeşitlendirmesi olgusundan söz etmek mümkün değildir. Gelişmiş ülke yatırım portföyleri içinde yabancı yatırımlara ayrılan pay hala küçüktür. Bunda "home bias" olarak adlandırılan ve teorik bir temeli ve nedeni olmamasına rağmen yatırılacak fon seçiminde yerel araçların seçilmesi olarak tanımlanabilecek olgunun ağırlığı hala yüksek seviyelerdedir. Örneğin 1996 yılında ABD yatırımcılarının ellerindeki 880 milyar dolarlık hisse senedi portföylerinin sadece % 10'nu yabancı hisse senetlerinden oluşurken, tahvil piyasalarında bu home bias olgusu daha dramatiktir. Yine aynı tarihte tahvil portföyünün sadece % 3.4'ü (398 milyar dolar) yabancı tahvillerden oluşmaktadır. Ki bu miktar 1996 yılında işlem gören toplam uluslararası tahvillerin piyasa değerinin % 60'ına denk gelmektedir.

Home bias olgusuna ilave olarak gelişmiş ülkeler yatırım yapacakları gelişmekte olan ülke tercihlerinde de belli coğrafi çeşitlilikten ziyade küçük bir grubu göz önünde bulundurmaktadırlar. 1990-97 arasında özel sermaye

akımlarının % 75'i gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan bir düzine ülkeye gitmiştir. Bu bir düzine içindeki 6 ülke olan Çin, Brezilya, Meksika, Tayland, Endonezya ve Güney Kore toplam sermaye akımının % 60'ından fazlasını kendi ülkelerine çekebilmiştir.

Home bias ve coğrafi çeşitlilikte gönülsüz davranılması olguları portföy çeşitlendirmesi anlamında anlamlı olmasa bile, uluslararası sermayenin diğer ülkeleri seçmemesindeki "piyasaya giriş güçlüğü, yatırımların takip edilme zorluğu, döviz kurlarındaki belirsizlik" gibi nedenler anlaşılabilir. Özellikle kur riskinin kalktığı Euro bölgesindeki sınır ötesi (cross-border) şirket evlilikleri ile ele geçirmelerin olağan üstü artışı buna güzel bir örnektir.

Grafik 8: ABD'li Yatırımcıların Yabancı Varlıklara Talebi (Milyar $)



Kaynak: www.rgemonitor.com

Grafikten görüldüğü üzere 1997 yılına kadar olan süreçte ABD'li yatırımcıların yurtdışı hisse senedi ve tahvillere ilgilerinin kuvvetli, 1998-2003 arasında ise yabancı menkul kıymetlere ilgilerinin azaldığı, 2003 sonrasında ise artan bir hızda ABD'li yatırımcıların yabancı menkul kıymetlere ilgilerinin arttığı görülmektedir. Bir başka anlatımla ABD'li yatırımcıların 2003 sonrasında home bias eğilimlerinin nispi olarak azaldığı söylenebilir. 1998-2003 dönemindeki yabancı menkul kıymetlere ilginin gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bir dizi krizin etkisi ile ABD faiz oranlarının yüksek olmasının etkili olduğu söylenebilir. Ancak 2003 yılından sonraki ABD'li yatırımcıların yabancı menkul kıymet talebindeki yükselişin

arkasında ABD Merkez Bankasının yürüttüğü düşük faiz politikasının etkili olduğu düşünülmektedir. Bir yandan faiz oranlarının düşük olması diğer yandan ABD'nin çifte açıkları nedeniyle ABD dolarının diğer para birimlerine karşı değer kaybı home bias olgusunu zayıflatmaktadır.

Finansal liberalizasyon, teknolojik gelişme ve inovasyonların sermaye akımlarını güçlendirdiği konusunda görüş birliği bulunurken, sermaye akımlarının çıkış ve çöküş döngü etkileri üzerinde tam bir mutabakat bulunmamaktadır. Bu noktada iki etkiden söz edilebilir: itme (push) etkisi ve çekme (pull) etkisi. İtme etkisinde sermaye hareketleri dışsal faktörler nedeniyle çıkış ve çöküş döngüsünü başlatmakta, örneğin ABD faiz oranlarındaki düşüşler veya çıkışlar. Çekme etkisinde ise içsel faktörler çıkış ve çöküş döngüsünde etkili olmaktadır, örneğin ekonomilerin yapısal sorunların üstesinden gelip gelmedikleri, para ve kur politikasının iyi yönetilip yönetilmediği, siyasi çalkantı veya istikrar gibi.

Burada içsel veya dışsal faktörlerin nispi (ağırlıklarına) önemine göre sermaye akımlarının politika uygulamalarına etkileri farklı olmaktadır. Eğer sermaye akımları önemli oranda içsel faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülke sağlıklı makro ekonomik ve finansal programlar uygulayarak sermaye akımlarını öngörülebilir aralık ve miktarlarla çekerek çıkışçöküş döngü etkilerini minimize edebilir. Buna karşın sermaye akımları önemli oranda dışsal faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülke ne kadar sağlıklı ve istikrarlı programa ve uygulamalarda bulunursa bulunsun dışsal şoklara açık olacak yani dışsal faktörlere kırılganlığı yüksek olacaktır.

Kur Etkisi

Sermayenin serbest dolaşımı ile birlikte döviz kuru rejim seçenekleri gelişmekte olan piyasalar bakımından çok önemli bir konu haline gelmiştir. 1997-98 Asya krizi, 1998-99'da Rusya, Brezilya krizleri ve nihayet 2001'de Arjantin ve Türkiye krizleri sermayenin serbest dolaştığı bir ortamda kur rejimlerini ön plana çıkarmıştır. Küreselleşme süreci içinde sermaye piyasalarının entegrasyonu artarken, aynı süreç gelişmekte olan ekonomilerin ekonomi politika seçeneklerini kısıtlamaktadır. 20.yy'ın son 20 yılında sabit kur rejimlerinin değişik formlarını uygulayan gelişmekte olan ekonomiler, yaşanan krizlerden çok olumsuz etkilenmişlerdir. Bu nedenle krizlerin kaynağı araştırmalarında seçilen ve uygulanan kur rejimleri ön plana çıkmıştır. Döviz kuru rejimi konusunda gelinen nokta ara çözümlerin çözümsüzlük ürettiği biçimindedir. Bir başka anlatımla "politika uygulayıcılar kur rejimini ya tam sabit ya da tamamen serbest belirlemelidirler" gibi bir sonuç ağırlık kazanmıştır.

Sermayenin uluslararası akışkanlığı döviz kurlarının idaresini zorlaştırmaktadır. Öngörülemeyen ters sermaye akımları (ülkeden çıkışlar) kuru baskı altında bırakmaktadır. İki kutuplu bakış açısı ile serbest, yönetilen kurlar kadar parasal birlik, para kurulu ve dolarizasyon (veya euroization) gibi kur rejimlerini uygulama zorunlulukları ilgili ülkelerin kurumsal ve yapısal değişiklikleri yapma zorunlulukları ile açıklanabilir olsa da; Arjantin deneyimi para kurulu uygulaması altında bile ülkelerin negatif şoklara maruz kalabileceklerini ve nominal döviz kurunda gerekli esnekliklerinin olmadığını göstermiştir (Milesi- Feretti, Maria and Razin 1998).

Yapılan araştırma ve gözlem sonuçları hem içsel hem de dışsal faktörlerin sermaye akımları üzerinde etkisi olduğunu ancak zaman içinde görece öneminin farklılaştığını göstermektedir. Ör. Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993) 1990'ların başında ABD faiz oranlarının düşmesi ile Latin Amerika ekonomilerine giren sermaye miktarı (ki giren sermaye miktarı ile birlikte yerel paranın değerlenmesi ve rezervlerin artışı gözlenmiş) arasında istatistiksel anlamda anlamlı ilişki bulmuşlar, bulunan bu ilişki "ele alınan dönemde gelişmekte olan ekonomilere giren sermaye miktarını belirleyen temel faktörler dışsal faktörlerdir" biçiminde yorumlanmıştır. Fernandez-Arias (1996) ise daha geniş bir veri seti ile 1989-93 arası dönemde global faiz oranlarındaki düşüşün portföy yatırımlarını % 90 oranında artırdıklarını bulmuşlardır. Bununla birlikte sermaye akımlarını üzerinde içsel faktörlerin nisbi öneminin daha yoğun olduğu 1993-95 döneminde ise yükselen ABD faiz oranları gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını kesici yönde bir etkide bulunmamıştır.

Finansal Krizlerin Öngörülmesi

Döviz piyasalarında aşırı baskılı dönem döviz krizi olarak adlandırılmaktadır. Burada baskı, kurun değer yitirmesi, döviz rezervlerinin kaybı ve yurtiçi faiz oranlarındaki artışın ağırlıklı ortalamasının büyüklüğüne eşittir. Aşırılık ise değerlendirme kapsamındaki üç değişkendeki değişmenin büyük sapmalar içermesidir. Döviz kuru krizlerini açıklayan potansiyel açıklayıcı değişkenler şu şekilde sınıflandırılabilir:

- **Cari İşlem Değişkenleri:** Cari işlemler dengesi, ithalat, ihracat, reel döviz kuru.
- **Sermaye Hesaplarına İlişkin Değişkenler:** Döviz rezervleri, M2/Döviz Rezervleri, kısa vadeli borçlar/
döviz rezervleri, sermaye akımlarının komposizyonu.
- **Global Değişkenler:** Yabancı faiz oranları, petrol ve mal fiyatları, dünya ticareti ve üretim hacmi.

- **Yurtiçi Makroekonomik Duruma İlişkin Değişkenler:** Mali bütçe, yurt içi üretim, para ve yurt içi kredilerde gelişim, enflasyon.
- **Yurt İçi Finansal Göstergeler İlişkin Değişkenler:** Batık kredi oranı, Kredi/ Mevduat oranı, Kaldıraç Oranı.
- **Yapısal Duruma İlişkin Değişkenler:** Bankacılık sisteminin gözetim ve denetimi, şirket yönetişim kalitesi, kamu sektörünün yönetişimi (kanunların uygulanması anlamında).

Göstergelerin yararlılık derecesi iki kriter göz önüne alınarak değerlendirilmektedir: Gürültü sinyal oranı (doğru sinyaller/ yanlış sinyaller) ve krizlerin öngörü tutarlılık oranı (doğru sinyaller/ yaşanan krizler).

Eğer yerel para aşırı değerli, yurtiçi krediler hızlı büyüyor, bankacılık sistemi zayıf, döviz rezervlerinin M2'ye oranı veya döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçlara oranı düşük, cari işlemler açığının milli gelire oranı yüksek ise kriz olasılığı o derece yüksektir (Berg ve Patillo 2000).

Daha uzun bir persfektifte Miles-Ferretti ve Razin(1998) 1971-92 arasında 86 ülke örneğinde ani sermaye çıkışlarında hem içsel hem de dışsal faktörlerin etkili olduğunu bulmuşlardır. Özelikle dış borçlanmanın sürdürülebilirliğinin sermayenin ani çıkışlarında önemli bir rol oynadığını tespit ettiler. Ani sermaye çıkışlarını etkileyen dış faktörler arasında, ABD faiz oranlarındaki artış, dış ticaret hadlerinin kötüleşmesi ve gelişmekte olan ülkelere resmi transferlerdeki gerileme bulunmaktadır. Belli başlı içsel faktörler ise büyüyen cari açıklar, dış ticaretin milli gelir içinde küçülmesi, döviz rezervlerinde erime, dış borçlarda artıştır. Moreno ve Trehan (2000) ise küresel ve bölgesel şokların 1974-98 arasında para birimleri hızla değer kaybeden ülkelerin durumlarını önemli oranda açıklamaktadır. Berg ve Pattillo (1998) ise 1997 yılında başlayan Asya Krizlerinde içsel faktörlerin çok daha önemli bir rol oynadıklarını ileri sürmektedir. Bu çalışmada erken uyarı sinyali olarak değerlendirilen öncü göstergeler şöyle belirtilmektedir: Dış rekabet (reel döviz kuru ile ölçülmekte); dış borcun sürdürülebilirliği (cari açıkla ölçülmekte); dış aleme yönelik likidite (M2 / döviz rezervleri veya kısa vadeli borçlar/döviz rezervleri oranları ile ölçülmekte); finansal sistemin kırılganlığıdır (iç kredilerdeki büyüme ile ölçülmektedir).

Büyüyen uluslararası portföy çeşitliliği hala gelişme aşamasındaki uluslararası sermaye akımlarının bir parçası görünümündedir. Bu tanım

uluslararası finansal entegrasyon olgusunun home bias faktörü nedeni ile sermayenin ağırlıklı olarak hala yerel piyasaları tercih ettiğini ima etmektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerin çoğunluğunda hala yumuşak kur rejimlerinin uzun vadede sürdürülemeyeceği, katı kur rejimlerinin ise gerekli esnekliklere sahip olmaması sorunsalı bulunmaktadır. Burada önemli olan soru şudur: Serbest dalgalı kur rejimi uygulaması altında parasal araçlarla enflasyon düşürülmesi ekonomik büyümenin sürekliliğini kalıcı hale getirilebilir mi?

III.2. Aktarım Kanalları

Değişik politika değişkenleri ile finansal piyasalardaki aktarım kanallarının yönü ve hacmi etkilenebilmektedir. Bu nedenle aktarım kanallarının iyi tespit edilmesi uygulanacak politika seçeneklerine karar verilmesinde önemli rol oynayabilecektir.

Makro ekonomik istikrar için fiyat istikrarı, üretim artışı, rekabetçi bir yapı ve dış ödemeler dengesi, uzun vadeli büyüme, tam istihdam gibi hedeflerin sağlanmış olması koşulu aranır. Para politikası hedeflerinin öncelikle iyi tespit edilmesi gerekir. Acaba parasal otorite bu hedeflerden hangisini veya hangilerini kendisi için amaç edinecektir?

Parasal otoritenin belirlediği hedef örneğin fiyat istikrarı ise kullanacağı kısa vadeli faiz enstrümanı ile uzun vadeli faiz oranı gibi aktarım kanallarını etkilemeye çalışacaktır.

Parasal otoritenin belirlediği faiz oranı öncelikle piyasa faiz oranların etkiler sonra varlık fiyatları, nominal döviz kuru, krediler, enflasyon beklentilerini etkiler. Etkilenen bu değişkenler ise üretim, işsizlik, gelir dağılımı, reel döviz kuru üzerinde etkilerde bulunur. Ancak bu etkileşim tek yönlü değil karşılıklıdır. İşsizlik oranlarındaki artış beklentileri olumsuz etkileyerek piyasa faiz oranlarında yükselişlere yol açabileceği gibi reel döviz kurundaki düşüş enflasyon beklentileri olumlu etkilerde bulunur. Aktarım kanalları şu şekilde ifade edilebilir;

1. Geleneksel faiz oranı kanalları

Faiz oranları sermayenin maliyeti, gelir etkisi, ikame etkisiyle toplam talep, üretimin maliyetini etkileyerek toplam arz üzerinde etkilerde bulunur.

2. Varlık fiyatı kanalları

Parasal politikadaki değişiklik hisse senetleri, gayrimenkul, döviz kuru gibi varlık fiyatlarında değişikliklere yol açar. Parasalcı bakış açısı ile para arzındaki artış hisse senedi piyasasında harcamaları artırır, böylece hisse fiyatları yükselir. Keynezyen bakış açısı ile para arzındaki artış faiz oranlarını düşürür, tahvil ve bonolar hisse senetlerinden daha az cazip hale gelir, sonuçta hisse senetleri fiyatları artar.

Dalgalı kur rejimi uygulayan ekonomilerde parasal politikadaki değişiklikler döviz kurlarında sistematik değişikliklere yol açarlar. Genişletici parasal politika uygulamaları kurların değer kaybetmesine yol açarken, döviz kurunun değer kaybetmesi fiyatlar üzerinde baskı yaratır. Son Asya krizi örneği hedge edilmemiş yabancı para cinsinden ağırlıklı borçlar, büyük devalüasyonlar sonucu borçların yerel para cinsinden değerlerini yükseltmiş, bankacılık sektörünü zayıflatmış ve şirket bilançolarını kötüleştirmiştir.

3. Kredi kanalları

Bankalar kredi piyasasında asimetrik bilgi problemlerinin çözümüne yardımcı olurlar. Para arzının artışı bankalara yatan mevduatı artırır, banka kredileri artar böylece ekonomide yatırım ve tüketim harcamaları artar, neticede gelir düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi artar. Parasal politikalar küçük firmaların ve hane halkının harcamaları üzerinde sanılandan daha büyük etkilere sahiptir. Bilginin mükemmel dağılmamış olduğu ortamlarda para arzının artışı ile faiz oranları düşer, faiz oranlarının düşmesi nakit akımları artar, ters seçim ve ahlaki problemler ortaya çıkar. Hane halkı bu ortamda gelir şoklarına maruz kalır ve hane halkı daha fazla miktarda parayı elde bulundurma ihtiyacı hisseder. Likit olmayan varlıklarını elden çıkarmaya başlar, sonuçta büyük kayıplara uğrarlar.

Gevşek para politikası uygulayan ekonomilerde toplam talep yükselir, üretim artar, döviz kuru değer kaybeder, sonuçta enflasyonla karşılaşılır. Sıkı para politikası uygulayanlarda ise toplam talep baskı altındadır, üretim düşer, kur değerlenir ve enflasyon düşer. Finansal kriz ortamlarında gevşek para politikası uygulamaları enflasyon-kur sarmalı yaratır. Bu sarmal ödenmeme sorununu artırır. Yatırımcıların güveni azalır ve sonuçta toplam taleple birlikte üretim düşer. Kriz ortamında sıkı para politikası uygulamaları ise kurun değerlenmesini, yabancı para cinsinden borçlar üzerinde kredi spreadlerinin düşmesini sağlar. Yatırımcı güveni artar ve başlangıçtaki resesyon sonuçta yerini üretimde toparlanmaya bırakır.

III.3. Finansal İstikrar ve Uluslararası Standartlar

Son yıllarda ulusal finansal politikalar birbirine benzer yapılarda ve benzer risk algılamalarına göre şekillenmekte, finansal politikalar yerel olmaktan ziyade uluslararasılaşmaktadır. Finansal sistemin güvenliği için mevduat güvencesinin azaltılması ve son borçlanma merciinin borç verme yetkisine kısıtlama getirilmesi yönünde eğilimler giderek ağırlık kazanmaktadır. Bankacılık sektörünün güçlü düzenleme rejimlerine ve sermaye standartlarına sahip olması hedeflenmektedir. Yabancı bankaların ülke içine girişleri artmakta, makro politikalar finansal istikrar üzerine yoğunlaşmakta ve herhangi finansal sistemdeki zayıflama karşısında uluslararası yardımlar artmaktadır. Mevduat güvencesi veya sigortası panik anlarında bankalardan nakit çekilmesini önlerken, aynı zamanda ahlaki bir probleme de neden olmaktadır. Mevduat güvencesi mevduat sahiplerinin para yatırdıkları bankaları izleme ve gözetleme aktivitelerinde zafiyetler yaratmaktır. Sonuçta mevduat garantisi finansal sistemin bütününde sistematik kayıplara yol açan süreci başlatmaktadır. Son borç verme mercii olan Merkez Bankasının bu olanağı geniş anlamda kullanması halinde artan para arzı ile birlikte gelecek enflasyon beklentilerinde artışa yol açılmakta, nominal faiz oranları artmaktadır. Son borç verme faaliyetlerindeki artış aynı zamanda yerel paranın değer kaybetmesine yol açmakta, çoğu gelişmekte olan ülkenin yüksek yabancı para cinsinden borçlarını olumsuz etkilemektedir. Aynı zamanda firmaları zayıflatmakta, banka bilançoları üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

Yabancı bankalara kapıların açılması gelişmekte olan ülkelere önemli kazançlar sağlamaktadır. Bankacılık sisteminde etkinlik artmakta, hükümetin bankacılık sistemi üzerindeki müdahaleci yanı zayıflamakta, daha iyi finansman ve yönetim olanakları sunmaktadır. (Örneğin Asya krizi esnasında Arjantin'de yabancı sahipli bankaların payı bankacılık sistemi içinde % 50 idi.) Bu faydalarının yanında ciddi zararları da görülmektedir. Ülke bankacılık sisteminin yükümlülüklerini dolarlaştırmakta ve finansal kırılganlığını artırmaktadır (yine örnek Arjantin'de yaşanan kriz).

III.4. Bulaşma ve Sürü Etkisi

Bulaşma etkisi, bir ekonomide yaşanan krizin diğer ülkelere yayılması olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada bazı soruların üzerinde önemle durulması gerekmektedir:

- Bir ülkeden bir başka ülkeye krizlerin yayılmasını sağlayan kanallar nelerdir?
- Bulaşma etkisinden en çok etkilenen yani en kırılgan ekonomilerin özellikleri nelerdir?

Bir başka anlatımla bulaşma etkisinin derecesi ekonomilerin kırılganlıklarından mı (zayıf temelli yapısallıklardan mı) yoksa yatırımcıların sürü psikolojisi ve panik etkisinden mi kaynaklanıyor?

- Niye bazı durumlarda bulaşma çok ciddi sonuçlar doğururken diğer durumlarda bulaşmanın etkisi sınırlı kalmaktadır?

Son dönemde yaşanan krizlerin bulaşma özelliklerine bakıldığında, Meksika tekila krizi (1994), Asya krizi (1997) ve Rusya krizinin (1998) diğer ülkelere yayılma anlamında ciddi sonuçlarını görülürken; Brezilya (1999), Türkiye (2001) ve Arjantin (2001) krizlerinin bulaşma etkisi sınırlı kalmıştır.

Bulaşma etkisinin aktarım kanalları incelendiğinde temel olarak üç kaynaktan beslendiği söylenebilir: Ticaret bağlantıları, finansal bağlantılar ve saf bulaşma etkisi (direkt olarak ülkenin spesifik yapısal durumundan veya ekonomik bağlantılarından değil dışsal faktörler nedeniyle yatırımcıların görüşlerinde değişme veya kaymalar).

Ticaret bağlantılarıyla bulaşma olgusu çift taraflı ihracat ve ithalat kaynaklı iken; finansal bağlantılar nedeniyle bulaşma etkisi ülkelerin karşılıklı yatırım ve borçlanmaları kaynaklıdır. Örneğin 1994 krizine kadar Meksika bankaları Kosta Rika bankalarının kredi olanaklarını artırırken, Asya krizi öncesi Kore bankaları Brezilya ve Rusya tahvillerini ellerinde tutuyorlardı. Arjantinliler ise Uruguay bankalarında mevduat yapıyorlardı.

Bir başka olgu ise finansal piyasaların ve kurumsal yatırımcıların birbirleriyle bağlantılı olmalarından kaynaklanan, dolayısıyla bir piyasada yaşanan stresin eş anlı olarak diğer piyasalara etki etmesidir. 1994-95 Meksika krizi öncesi ABD bankaları Latin Amerika ülkelerine ciddi krediler açmışlardı. Yine benzer şekilde 1997-98 Asya krizi öncesinde Japon bankaları Asya ekonomilerine önemli krediler vermişlerdi. Meksika ve Asya'da yaşanan krizler sadece bölge ülkelerine değil kredi kanalları nedeniyle gelişmekte olan diğer ülkelere de ciddi etkileri olmuş, gelişmiş ülke finansal kurumlarını ve yatırımcılarında ciddi portföy kaymalarına neden olmuştur.

Saf bulaşma etkisi ekonomilerin temel ve yapısal konumlarıyla direkt ilgili olmayıp genel olarak yatırımcı davranışı kaynaklı bir etkidir. Saf bulaşma etkisi üç başlık altında incelebilir:

- yatırımcıların tam bilgiye sahip olmaması,
- çoklu denge ve beklentilerde kayma,
- yatırımcılar arasında artan riskten kaçınma durumu

Eğer yatırımcılar yatırım yaptıkları ülke hakkında yeterli ve tam bilgiye sahip değillerse, ilgili ülkelere ilişkin bir tehdit yatırımcılar üzerinde "alarm" etkisi yaratabilir. Bu durumda yatırımcılar o ülkeye ilişkin portföylerini bütünüyle boşaltma eğiliminde olabilirler.

Bazı yatırımcılar yabancı piyasalar hakkında özel bilgilere sahip olabilirler. Bu bilgiler o yatırımcıları bilgi eksikliği olan yatırımcılara göre daha üstün kılar. Bilgi eksikliğinde olan yatırımcılar, bilgileri fazla olan yatırımcıların davranışlarına bakarak sürü etkisi ile hareket edebilirler.

Bireysel mevduat sahiplerinin korkuları bankalardan para çekilmesine neden olabilir. Bundan etkilenen diğer mevduat sahiplerinin para çekmek için bankalara hücum etmesi, bankalarda likidite krizine neden olur. Benzer şekilde yabancı kredi kuruluşlarının o ülke hakkında olumsuz görüşlerinin artması, yeni kredi verilmesini engeller. Kredi musluklarının kısılması borç krizini tetikler.

Yaşanan son üç krizin (Brezilya, Türkiye ve Arjantin) etkisi niye sınırlı kaldı?

Bunda en önemli faktör bu üç krizin önceki krizlere oranlar daha beklentiler dahilinde gerçekleşmiş olmasıdır. Bu üç ülkenin yapısal sorunları ve makro ekonomik istikrarsız konumları bu ülkelere ilişkin bir kriz olabilir sorununu uluslararası yatırımcılara önceden hissettirmiştir.

Krizlerin meydana geldiği tarihlerde bu ülkelerde uluslararası sermayenin oldukça kısıtlı olduğu görülmektedir. Önemli oranda kredi veren kuruluşlar önceki krizlerin aksine bu ülkelerde daha düşük kaldıraç oranlarına sahiptiler. Ve yatırımcılar önceki krizlerden elde ettikleri tecrübelerle ülkeler arasında farklılaştırma becerilerini geliştirdiler.

Yapılan son ampirik çalışmalar, ticaret ve finansal bağlar yoluyla ülkelerdeki volatilitelerin birbirine geçtiğini, yabancı yatırımcı davranışlarının

volatiliteyi artırdığını göstermektedir. Yine bu çalışmalar bulaşmada bağlantı kanalları kadar ülkelerin yapısal faktörlerinin de belirleyici olduğunu göstermektedir. Ayrıca mali anlamda açık ekonomilerin bulaşmaya karşı kırılganlıkları daha yüksek düzeyde bulunmaktadır.

IV. SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

IV.1. Türkiye Ekonomisinin Makro Ekonomik Yapısı ve Aktarım Kanalları

Türkiye ekonomisi 2001 yılında yaşanan finansal krizin ardından kur rejimi değiştirmiş, IMF ile stand by anlaşması çerçevesinde yeni bir ekonomik yapılanmaya gitmiştir. Bu yeni ekonomik ortamın ana eksenini yapısal reformlar, mali ve parasal disiplin oluşturmuştur. Yapısal reformlarla başta bankacılık sistemi rehabilite edilmiş, özelleştirmeye hız verilmiştir. Yapısal reformların önemli alanlarından biri olan sosyal güvenlik alanında ise ciddi bir başarı elde edilememiştir. Mali disiplinin temel ayağını ise faiz dışı fazla oluşturmuştur. Ekonomik programlarda mali disiplin adı altında % 6.5'luk (faiz dışı fazla/GSMH) faiz dışı fazla verilmeye çalışılmıştır. Para politikasında ise sıkı para politikası uygulana gelmiştir. Sıkı para politikası Merkez Bankasının politika faiz oranı olan gecelik borçlanma faiz oranlarının yüksek belirlenmesiyle yürütülmüştür. Ayrıca çeşitli parasal göstergelere ilişkin hedef değerler konularak, parasal göstergelerin bu sınırlar içinde hareket etmesi benimsenmiştir (2002-2005 yılları arasında net uluslararası rezervler, para tabanı, net iç varlıklar hedefleri, 2006 yılı sonrasında enflasyon hedeflemesi).

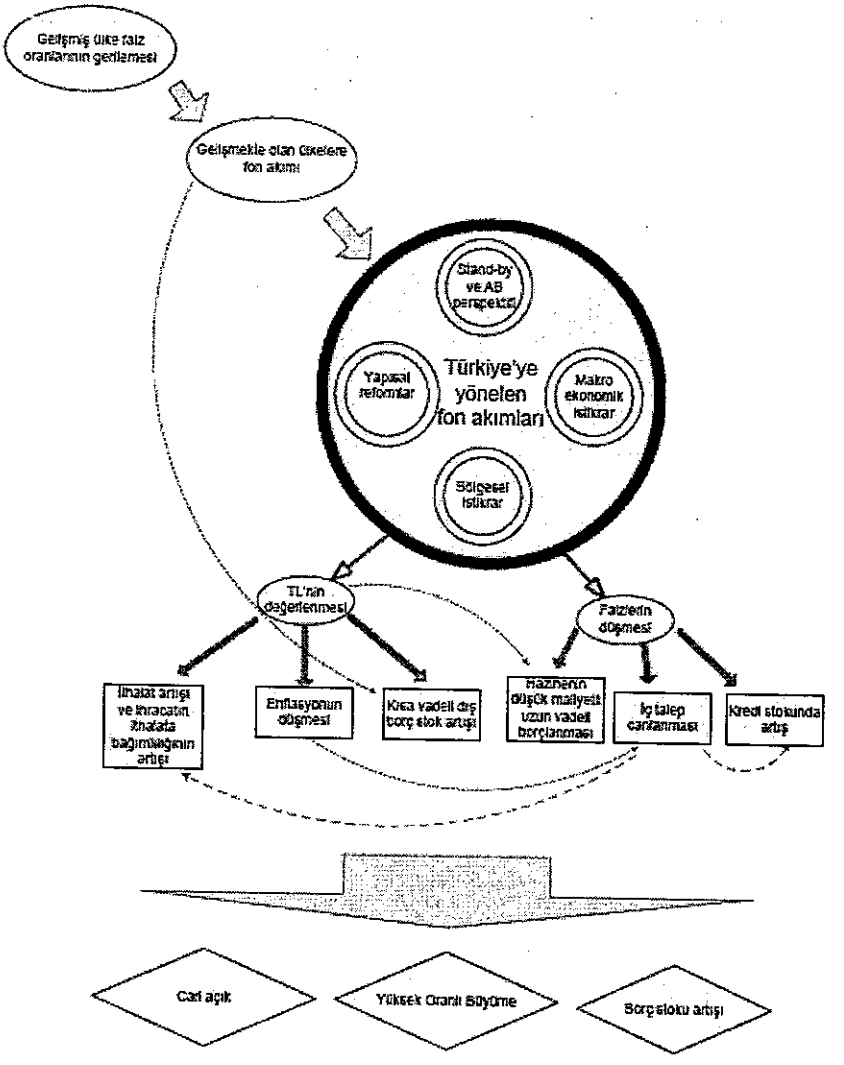
Uygulanan ekonomik programdan beklenen fayda istikrarlı ekonomik büyüme olarak belirlenmiştir. Fiyat istikrarı anlamında bir başarının oluştuğu (2006 yılı hariç), kesintisiz yüksek oranlarda büyüme sağlanmış olmakla birlikte, yüksek oranlı faiz dışı fazlaya rağmen borç stokunda bir iyileşme sağlanamamış ve ekonomi giderek artan döviz açığı vermiştir (2006 yılında cari açığın milli gelire oranı % 8.4). Ekonomi kesintisiz büyürken istihdamda yeterli artış sağlanamamış ve ekonomideki büyümeye rağmen istihdamın artmaması verimlilik artışlarına bağlanmıştır.

Ülke içinde bunlar yaşanırken, yurtdışında da önemli gelişmeler olmuştur. 2000'li yılların başından itibaren uluslararası likiditeki fazlalık gelişmekte olan ekonomilere yönelmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin çoğunda likidite bolluğunun etkisi ile makro ekonomik yapılarında iyileşmeler gözlenirken, ilgili ülkelerin dış finansman bolluğunun etkisi ile yapısal problemlerinin çözümlerini öteledikleri gözlemlenmiştir. Likidite bolluğunun yanında Uzak Asya (özellikle Çin) ülkelerinin düşük maliyetlerle ürettikleri mamullerin dünya piyasalarına dalga dalga yayılması, Asya dışı gelişmekte olan ekonomilerin üretim kalıplarında değişmelere neden

olmaktadır. İhracata dayalı üretim yapan ülkeler dahi giderek artan biçimde ithal girdi kullanmaya başlamıştır.

Aşağıdaki diyagramda 2002 yılı ve sonrasındaki Türkiye'nin temel makro ekonomik dengesi ve bu denge için mücadele alanları izah edilmeye çalışılmaktadır. Esas itibariyle gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranlarındaki gerileme sonrası ortaya çıkan likidite bolluğunun aktarım kanalları ile Türkiye ekonomisini ne yönde etkilediği açıklanmaktadır.

Grafik 9: Türkiye'ye Yönelen Fon Akımlarının Etkileri



Kaynak: SPK Haftalık Para Raporu Yıl: 1 Sayı: 50

Türkiye'ye yönelik fon akımlarının artışı ilk aşamada YTL'nin değerlenmesine ve faizlerin düşmesine neden olmaktadır. İçerde faizlerin düşmesi iç talebin canlanmasına, kredi stoğunun artmasına ve Hazinenin düşük maliyetle uzun vadeli borçlanması zincirleme reaksiyonunu başlatmaktadır. YTL'nin değerlenmesi ise enflasyonun düşmesine yardımcı olurken (enflasyon sepeti içinde döviz cinsinden kalemlerin fazla olması nedeniyle), diğer yandan ihracatın ithalata bağımlılığının ve kısa vadeli dış borçların (özellikle banka ve bankacılık dışı özel kesimin yurtdışı kısa vadeli borç artışı) artışına neden olmaktadır.

Yine bu alt kalemler arasında dinamik ve sürekli bir ilişkinin de var olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Şöyle ki enflasyonun düşmesi, faizlerin gerilemesi iç talep artışını, iç talep artışı kredi ve ithalat artışlarına neden olmaktadır. Bu süreç yüksek büyüme, borç stoku ve cari açıkla sonuçlanmaktadır.

Bundan ötürü, gelişmekte olan ekonomilere dolayısıyla Türkiye'ye yönelik fon akımları kritik önem arz etmektedir. Türkiye açısından, sadece sıcak paranın (kısa vadeli krediler, özel sektör borçlanmaları, portföy yatırımları "DİBS + hisse senedi net satışları") devamı anlamında değil, aynı zamanda doğrudan yatırımların (green investment, fabrika kurma amaçlı), şirket birleşmeleri/satın almaları, özelleştirme ve TMSF satışlarının devamı bakımından da önemi bulunmaktadır.

Yalnız bu noktada faiz oranlarında yaşanmakta olan bir durum, fon akımlarının geleceği yönünde bazı çıkarımlar yapmamızı da zorlaştırmaktadır. Bu durum, Türkiye için negatif eğimli verim eğrisi ve ABD için yatay verim eğrisi durumudur. Bu neyi ifade ediyor?

Verim eğrisi kısaca faiz oranı (getiri) ile vade arasındaki ilişkiyi gösteren bir eğridir. Normalde eğrinin pozitif eğimli olması beklenir. Yani kısa vadeli enstrümanların az getiri, uzun vadelilerin daha yüksek getiri sağlaması beklenir. ABD'deki yatay verim eğrisi durumu önümüzdeki döneme ilişkin durgunluk habercisi sayılıp sayılmayacağı hususu gerek akademik gerekse finans çevrelerinde ciddi biçimde tartışılmaktadır.

Bu durum ilk bakışta gelişmekte olan ekonomilere yönelik fon akımlarının devam edeceğinin bir habercisi gibi algılansa da orta ve uzun dönemde dünya için ciddi finansal ve reel ekonomik sonuçları olabilir. ABD'de yaşanacak bir durgunluk önce Asya, daha sonra dünya ekonomilerine dalga dalga yayılabilir.

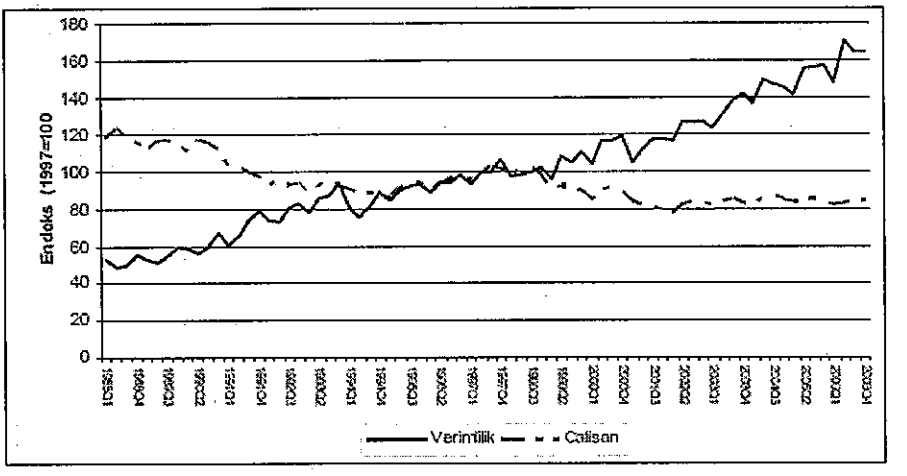
Türkiye'deki verim eğrisinin negatif eğilimli olduğu görülmektedir. Yani vade arttıkça faiz oranı/getiri düşmektedir. En yüksek getiriyi gecelik vadede Merkez Bankası sunmaktadır. Bu bir noktaya kadar anlaşılabilir, çünkü sıkı para politikası uygulaması bulunmaktadır. Ancak en uzun vadenin en düşük getiri sağlamasının açıklaması, kurumsal yatırımcı yapısında gizli bulunmaktadır.

IV.2. Verimlilik ve İstihdam

İleri sürülen savlardan biri Türkiye ekonomisinin ilave istihdam olanakları yaratmadan verimlilik artışları ile büyüdüğü yönündedir. Bu savın geçerli olup olmadığına yönelik olarak imalat sanayindeki kısmi verimlilik ile yine imalat sanayinde çalışanların sayısındaki değişimleri gösteren TUİK tarafından oluşturulmuş endekslere bakılmıştır. 1997 yılı 100 kabul edilerek kısmi verimlilik endeksindeki[3] gelişmelere bakıldığında endeksin 1988 yılından itibaren sürekli artış yönünde olduğu görülmektedir. İmalat sanayinde çalışan sayısını gösteren endeks ise 1988'lerden itibaren hızla düşmüş, 1997-98 yıllarındaki hafif artış sonrası tekrar düşüş göstermiştir. 1988'de 120'lerde olan çalışan endeksi, 2006 yılında 85'e düşerken, verimlilik endeksi aynı dönemde 53'den 165'e çıkmıştır. Bir başka ifade ile 19 yılda, imalat sanayinde işgücü % 29 düşerken, verimlilik yaklaşık 2.1 kat artmıştır. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin ilave istihdam yaratmadan (hatta istihdamda düşüşle) verimliliği dolayısıyla büyümeyi sürdürdüğü gözlenmektedir.

[3] Kısmi verimlilik endeksi, en genel biçimiyle, yaratılan çıktının, bu çıktıyı meydana getirmek için harcanan emek girdisine oranı olarak tanımlanmaktadır. 1997=100 temel yıllı "İmalat Sanayiinde Üretimde Çalışan Kişi Başına ve Üretimde Çalışılan Saat Başına Verimlilik Endeksleri"nin elde edilmesinde, çıktı olarak, İmalat Sanayi Üç Aylık Sanayi Üretim Endeks rakamları, girdi olarak ise Üretimde Çalışanlar ve Üretimde Çalışılan Saat Endeks rakamları kullanılmaktadır. Bir başka ifadeyle, kısmi verimlilik endeksleri imalat sanayi üretim endeksi rakamlarının, üretimde çalışanlar endeksine veya üretimde çalışılan saat endeksine bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır.

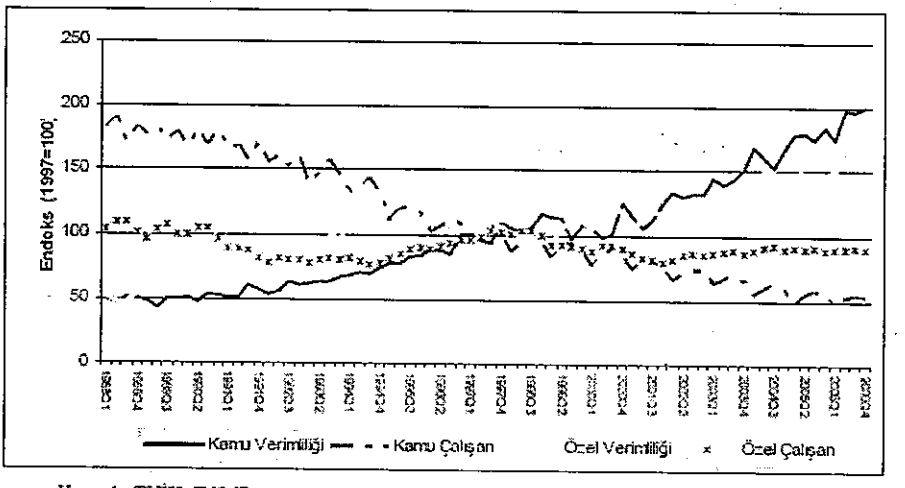
Grafik 10: İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık)



Kaynak: TUİK, TCMB

Bu tespit sonrası bu gelişmenin özel kesim ve kamu kesimi arasında nasıl farklılaştığına bakmakta yarar görülmektedir. Aynı dönem için özel kesim ve kamu kesimi ayrı ayrı hesaplanan verimlilik endeksi ve çalışan endeksindeki gelişmelere bakıldığında, kamu kesimi verimlilik artışlarının özel kesim verimlilik artışından daha hızlı olduğu, buna mukabil kamu kesimindeki çalışan sayısındaki azalmanın özel kesimden daha hızlı düştüğü görülmektedir. Bunda yapısal programlar çerçevesinde verimsiz kamu işletmelerinin kapatılması ve özelleştirmeleri sonucunda kamunun baskın olduğu üretim alanlarından tedrici çekilmesinin etkisi olabilir.

Grafik 11: Kamu Kesimi ve Özel Kesim İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık)



Kaynak: TUİK, TCMB.

1988-2006 arasında alt sektörlerdeki duruma bakıldığında ise 21 alt sektörün 5'inde verimlilik artarken, çalışan sayısında da artış yaşanmış; 1'inde ise verimlilik düşerken istihdamın arttığı gözlenmiştir. Verimlilikle birlikte çalışanların arttığı sektörler: başka yerde sınıflandırılmamış makine ve teçhizat imalatı, taşıt araçları ve karoser imalatı, radyo ve TV haberleşme cihazları imalatı, metalik olmayan diğer mineral maddeler imalatı, plastik kauçuk ürünleri imalatıdır. Verimliliği düşerken çalışan sayısı artan tek sektör diğer ulaşım araçları imalatı sektörüdür. Ele alınan dönemde çalışan sayısı artan sektörlerin hepsi de özel sektöre ait grupta yer almaktadır.

Görüldüğü üzere imalat sektöründe ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanmaktadır. Yapısal dönüşümün temel karakteristik noktasını üretim sürecinin daha az çalışan ile yerine getirilmesidir. Üretim sürecinde kamunun özel sektöre göre üretimi daha az çalışan ile dahaverimli yerine getirdiği görülmektedir. Ancak dönemsel olarak bakıldığında, kamunun bu baskınlığının 2001 ve sonrası döneme denk düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla bu durumda 2001 sonrasında ekonominin yeniden yapılandırılması ve istikrar kazandırılmasına yönelik yapılan ekonomik programların ve yapısal reformların etkisinin olduğu düşünülmektedir.

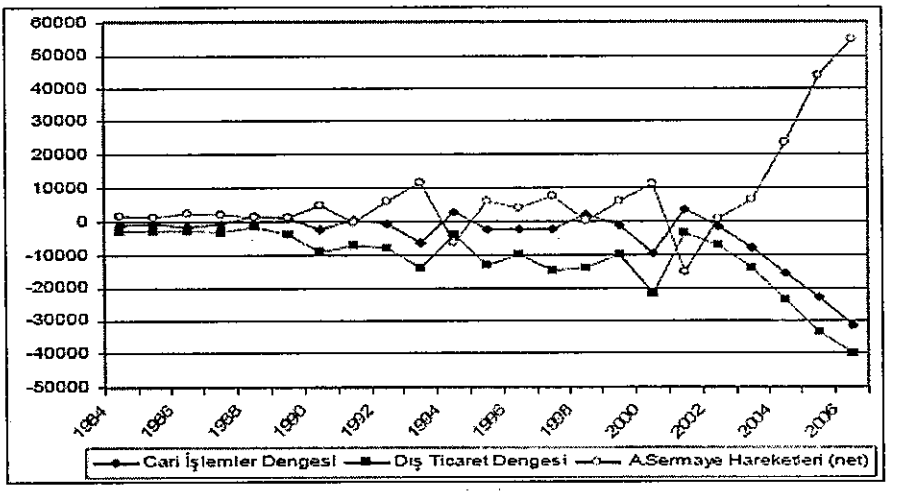
Özel sektörün ise yeni ekonomik yapıya uyum sağlama çabalarının sürdüğü, maliyetlerini azaltabilmek, rekabet yapabilmek için daha az emekle

daha çok üretim sürecine uyum sağlamaya çalıştığı gözlenmektedir. Özel sektörün ağırlıklı olarak üretim sürecinde verimliliği artırırken, bu artan verimliliği daha az çalişan ile yerine getirme gayretinde olduğu söylenebilir. Ancak kamu sektörüne nazaran istihdam gayretlerinin özel sektörde mevcut, ama sektörün genelinde istihdamı artırarak üretimin artışının oldukça sınırlı olduğu görülmektedir.

IV.3. Sermaye Hareketleri

Türkiye'nin temel makro ekonomik problemlerinden biri giderek artan miktarda cari açık vermesidir. Dış ticaret açıkları ise cari açığın temel sebebidir. Türkiye cari açık verirken bu açık yine artan bir şekilde yurtdışı net sermaye akımları ile (dış finansman) kapatılmaktadır. Kriz dönemleri hariç (1994, 1998, 2001) Türkiye'ye giren net sermaye miktarı cari açık miktarının üzerinde olmuştur.

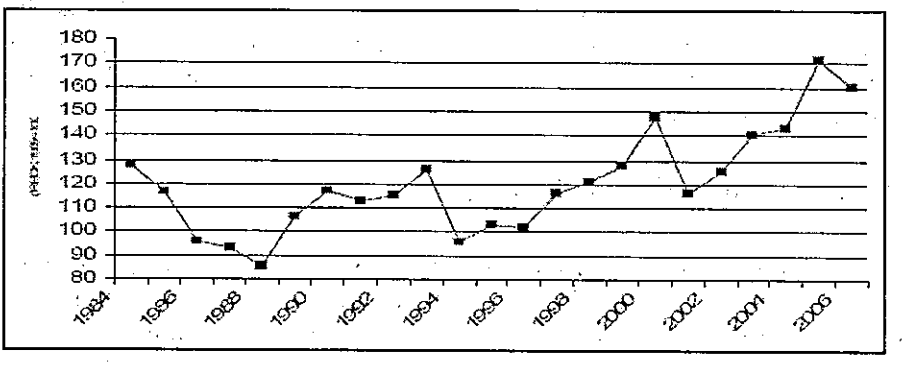
Grafik 12: Cari ve Dış Ticaret Dengeleri ile Sermaye Hareketleri



Kaynak: TCMB

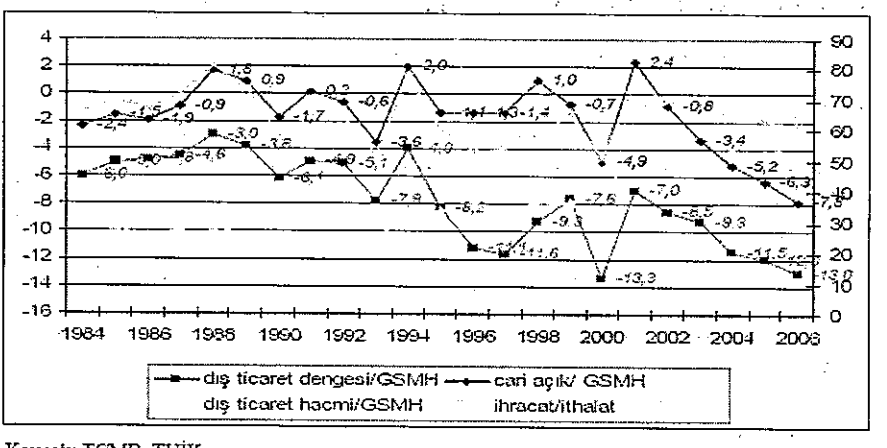
Uzun yıllar % 2 civarında dalgalanan cari açık/fazla (cari denge/GSMH) 2001 sonrasında cari açık olarak giderek artan hızda seyretmiştir. 2001 yılında kriz sonrası ekonomideki aktivite darlığının etkisiyle % 2.4 fazla veren cari denge, 2001 sonrasında cari açık vermeye başlamış ve cari açık % 0.8 seviyelerinden % 8.4' ulaşmıştır.

Grafik 13: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1984-2006)



Kaynak: TCMB

Grafik 14: Oransal Olarak Dış Ticaret ve Cari Açık (%)



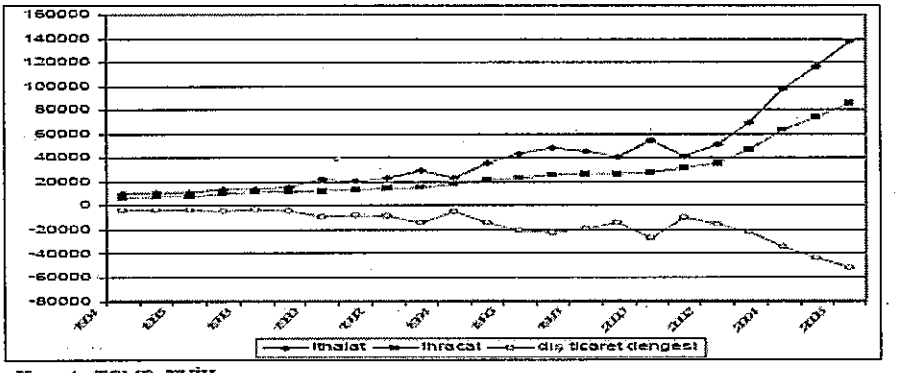
Kaynak: TCMB, TUİK.

IV.3.1. Dış Ticaretteki Gelişmeler ve Dış Ticaretin Kompozisyonu

1980'lerden itibaren Türkiye dışa açık, ihracata dayalı bir büyüme stratejisi benimsemiştir. 1980'lerin başında dış ticaret hacminin milli gelir içindeki payı % 30'lardan, 2006 yılına gelindiğinde % 60'lara çıkmıştır. Dolayısıyla gerek ithalatın gerekse ihracatın milli gelir içindeki payı artmış, dünya ile rekabet olanakları konusunda gelişmeler kaydedilmiştir. Dış ticarette hacimsel olarak büyümeye karşın geçen süre içerisinde ithalatla ihracat

arasındaki makasın giderek açıldığı gözlenmiştir. İhracat ithalat arasındaki farkı gösteren dış ticaret açığı 1984'te 3.6 milyar dolar iken, 2006 yılında 52 milyar dolara çıkmıştır. Dış ticaret açığının milli gelir içindeki payı aynı dönemde % 6'dan % 14'e ulaşmıştır. Ancak geçen süre içinde ihracatın ithalata, üretimin de ithalata bağımlılığı giderek artmıştır.
Kaynak: TCMB, TUİK.

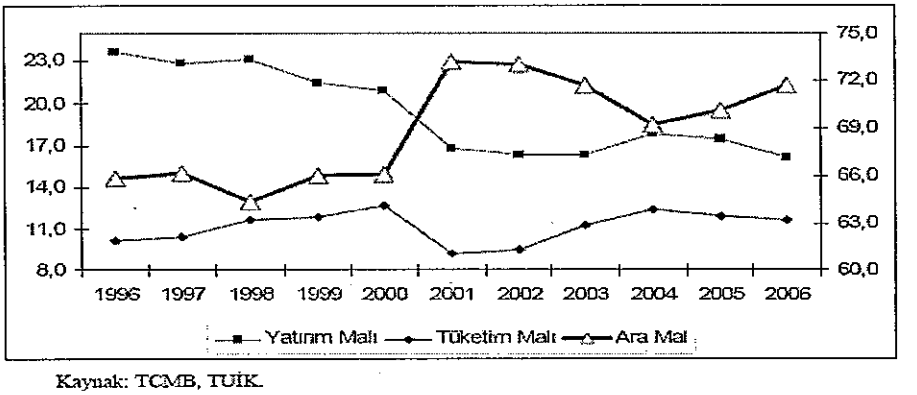
Grafik 15: Ticaret Kompozisyonu ve Dengesi (1984-2006 Milyon $)



Kaynak: TCMB, TUİK.

Gerek ithalat gerekse ihracat artışları ile dış ticaret hacmi yıllar içinde önemli büyüklüklere ulaşmış olmakla birlikte, dış ticaretteki ihracat aleyhine makasın açılmış olması dikkat çekicidir. Dış ticaretteki makasının açılmasının nedeni, ithalattaki artış hızının ihracattaki artış hızından yüksek olmasıdır. Dolayısıyla ithalattaki gelişmelere daha yakından bakılmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

Grafik 16: İthalat Kompozisyonu (1996-2006; %)



Kaynak: TCMB, TUİK.

İthalatın kompozisyonuna bakıldığında toplam ithalat içinde yatırım malları ithalatının ağırlığının azaldığı, tüketim mallarının payının ise görece stabil kaldığı; buna mukabil ara malı ithalatının payının önemli ölçüde arttığı gözlenmektedir. Ara malı ithalatının toplam ithalat içinde payının artışın nedenleri arasında şunlar sayılabilir:

- Türkiye ekonomisinin büyüyor olması, ekonomi büyürken üretim sürecinde daha fazla miktarda ithal ara malı kullanılması,

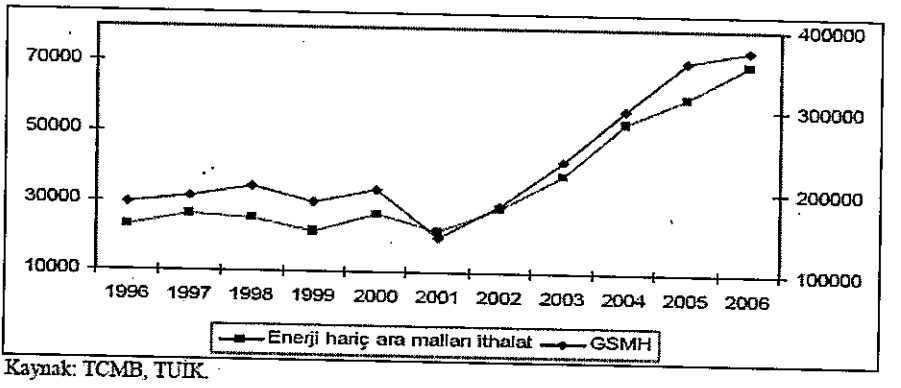
- YTL'nin diğer para birimlerine karşı değerlenme süreci üretimde ithal ara malı kullanımını yerli ara malı kullanımına kıyasla daha ucuz hale getirmesi,

- Enerji ithalatının ara malları içinde sayılmış olması: Dünyadaki enerji fiyatlarındaki artış dolayısıyla ara malı ithalatının değer olarak artışına neden olmaktadır.

Yukarıda sayılan önermelerin doğruluğuna teker teker bakmakta fayda bulunmaktadır. Yapılacak olan analizde dünya enerji fiyatlarındaki son yıllardaki yüksek oranlı dalgalanmaların aramalı ithalatını değerlendirmede yanılgıya neden olabileceğinden dolayı ilk aşamada enerji hariç ara malı ithalatındaki gelişmeler dikkate alınacaktır.

Türkiye'nin ekonomisindeki büyüme ile enerji hariç ara malı ithalatı arasında yakın bağlantı bulunduğu görülmektedir. Ekonominin büyüdüğü dönemlerde ara malı ithalatı artmakta, ekonomi küçüldüğünde ise ara malı ithalatı düşmektedir. 2001 yılında yaşanan kriz döneminde ekonominin küçülmesi ara malı ithalatında ciddi azalmaya yol açtığı grafikten görülmektedir.

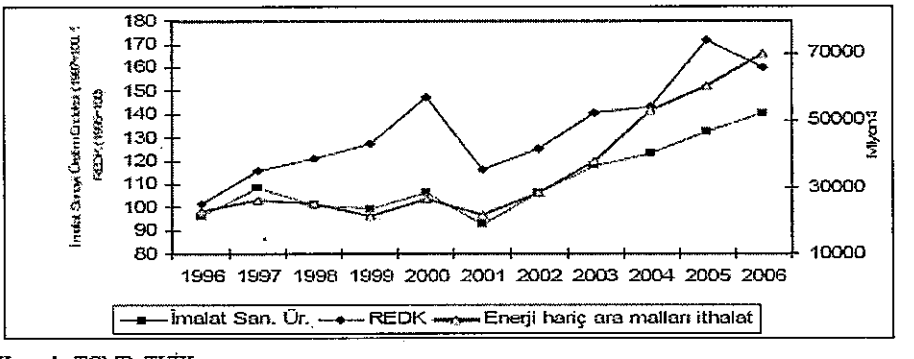
Grafik 17: Büyüme ile Enerji Hariç Ara Malı İthalatı Arasındaki İlişki (Milyon $)



Kaynak: TCMB, TUİK.

Aşağıdaki grafiğin sol ekseninde imalat sanayi üretim endeksi ve reel efektif döviz kuru endeks değerleri, sağ ekseninde ise enerji hariç ara malı ithalatının parasal değeri bulunmaktadır. Grafikten görüleceği üzere imalat sanayi üretimi ile reel kur arasında bir paralellik görülmektedir. YTL'nin değerlenmesi ile sanayi üretimindeki artış arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Enerji hariç ara malı ithalatı ile imalat sanayi üretimi arasındaki yakın bağıntının 2003'ten itibaren koptuğu, aramalı ithalatının sanayi üretiminin üzerinde artış kaydettiği gözlenmektedir. Bu durum imalat sanayinde girdi olarak daha fazla miktarda ara malı ithal girdinin kullanıldığının bir göstergesi olabilir. YTL değerlenmesinin 2003 sonrasında hızlanmasının da aramalı ithalatında artışı teşvik ettiği söylenebilir.

Grafik 18: İmalat Sanayi Üretimi, Enerji Hariç Ara Malı İthalatı ve Reel Efektif Döviz Kuru Arasındaki İlişki



Kaynak: TCMB, TUİK.

Bu aşamada enerji maliyetinin denkleme katılmasında fayda vardır. Türkiye ekonomisi hızla büyüyen bir ekonomidir, ekonominin enerjiye olan talebi büyüme ile birlikte artmaktadır. Türkiye'nin olduğu kadar dünyanın da son yıllarda kaydedilen büyüme ile birlikte enerjiye olan ihtiyacı artmıştır. Bir yandan dünyanın büyüme nedeniyle enerji talebinin artışı diğer yandan enerjinin önündeki dar boğaz ve sorunlar nedeniyle enerji fiyatları önemli ölçüde artmıştır.

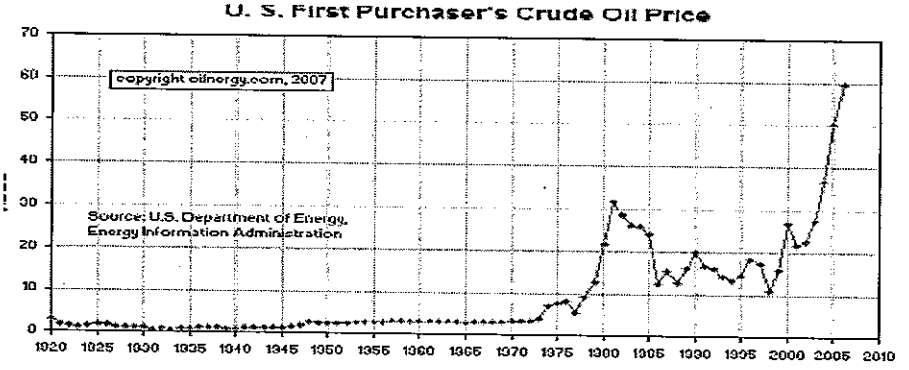
Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere Türkiye'nin yıllık enerji tüketimi ile üretimi arasında ciddi açık bulunmaktadır. Üretim ve tüketim arasındaki fark ithalat yoluyla kapatılmaktadır. Türkiye'nin miktar olarak enerji açığının üç kalem üründe yoğunlaştığı görülmektedir: Petrol, Doğalgaz ve Kömür.

Tablo 2: Türkiye'nin Enerji İhtiyacı ve Tüketimi

Enerji Türü		Tüketim	Üretim	Enerji Açığı
Taşkömürü	(BinTon)	19421	2170	17251
Linyit	(BinTon)	56577	55282	1295
Asfaltit	(BinTon)	738	888	-150
Petrol	(BinTon)	30016	2281	27735
Doğal Gaz	(10^6 m^3)	27314	980	26334
Hidrolik	(GWh)	39561	39561	0
Jeotermal ELEKTRİK	(GWh)	94	94	0
Jeotermal ISI	(BinTep)	926	926	0
Rüzgar	(GWh)	59	59	0
Güneş	(BinTep)	385	385	0
Odun	(BinTon)	13819	13819	0
Hayvan Ve BİTKİ ART.	(BinTon)	5127	5127	0
TOPLAM	(BinTep)	91576	25185	66391

Kaynak: Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı 2005 yılı verileri

Grafik 19: Ham Petrol Fiyatları (1920-2006)



Türkiye 2003 yılına gelinceye kadar enerjiye (ham petrol, petrol ürünü, doğalgaz, mamul gaz ve kömür) 10 milyar doların altında bir bedel öderken, 2003 yılından sonra yüksek bedeller ödemeye başlamıştır. Türkiye enerjiye 2003'te 11.6 milyar $, 2004'te 14.4 milyar $, 2005 yılında 21.3 milyar $ ve 2006 yılında ise 28.6 milyar $ bedel ödemiştir. Enerji ithalatının toplam ithalat içindeki payı 2000 yılı öncesinde % 10'lar civarındayken, 2000

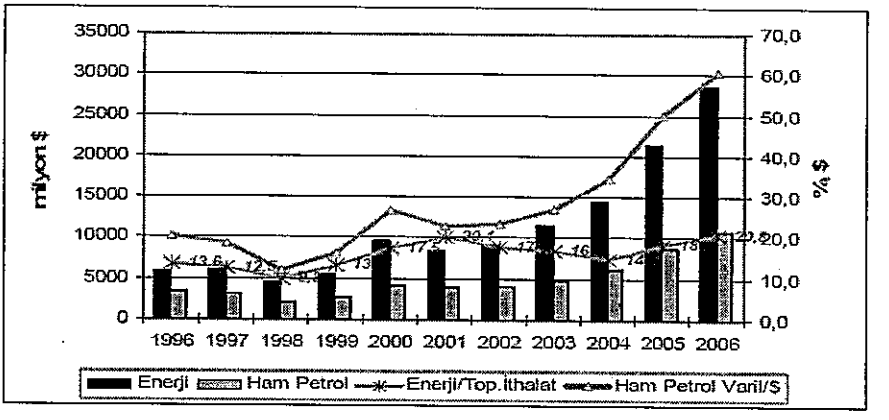
yılı ve sonrası dönemde % 20'lere çıkmıştır. Aşağıdaki grafikte enerji fiyatları ile enerjinin ithalat içindeki payının paralel bir trend gösterdiği görülmektedir. Örneğin 1996-2006 arasındaki 10 yıllık bir dönemde Türkiye'nin petrol ithalatı 22 ile 24 milyon ton arasında değişmiştir. Bir başka ifade ile Türkiye'nin petrol ithalatında önemli bir değişme olmazken, aynı dönemde petrol fiyatlarının varil fiyatı 20 dolar düzeyinden 60 dolar düzeyine çıkmıştır. Bu fiyat artışının Türkiye'nin ham petrol ithalatına faturası 1996 yılında 3.4 milyar dolardan 2006 yılında 10.8 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 3: Türkiye'nin Enerji İthalatı (Milyon $)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Enerji	5917	6068	4507	5377	9541	8339	9204	11575	14407	21258	28572
Ham Petrol	3416	3194	2084	2755	4208	3878	4088	4776	6092	8649	10870
Enerji/Top.İthalat (%)	13,6	12,5	9,8	13,2	17,5	20,1	17,9	16,7	14,8	18,2	20,8
Ham Petrol Varil/$	20,3	18,6	11,9	16,3	25,7	22,7	23,4	26,9	34,5	50,1	60,6
Ham Petrol (Milyon Varil)	22,8	23,3	23,8	22,8	21,4	23,1	23,7	24,0	23,9	23,4	24,3

Kaynak: TUİK, TÜPRAŞ, www.oilnergy.com (ziyaret tarihi 12.4.2007).

Grafik 20: Enerji İthalatının Türkiye'ye Maliyeti



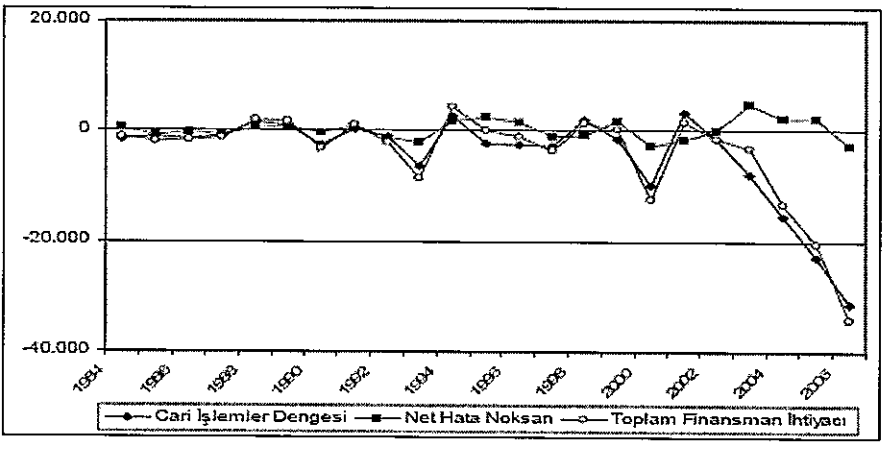
Kaynak: TUİK, TÜPRAŞ.

IV.3.2. Dış Finansman Yapısı ve İhtiyacı

Dış ticaret ve cari denge yıllar içinde genişleyen bir açık profili çizerken, cari açığın finansmanı cephesinde olumlu bir tablo ile karşılaşılmaktadır. Cari işlemler dengesine net hata noksan kaleminin

eklenmesiyle bulunan toplam finansman ihtiyacının yıllar içinde artarken bu ihtiyacın karşılanmasına yönelik ülkeye giren sermaye miktarı ise katlanarak artış göstermektedir.

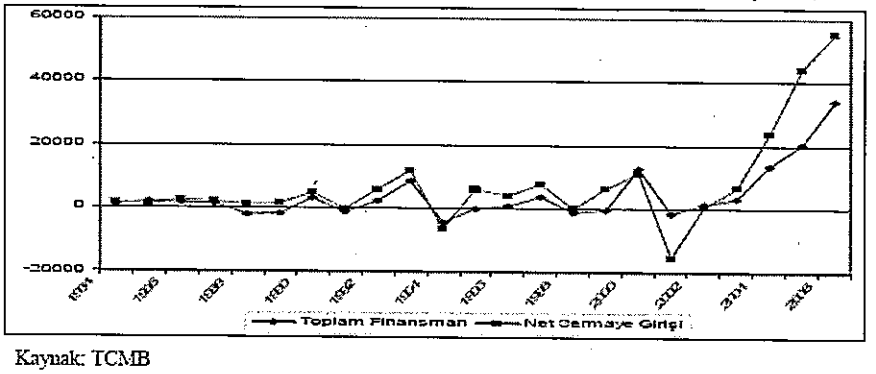
Grafik 21: Cari işlemler Dengesi ve Finansman İhtiyacı (1984-2006 Milyon $)



Kaynak: TCMB

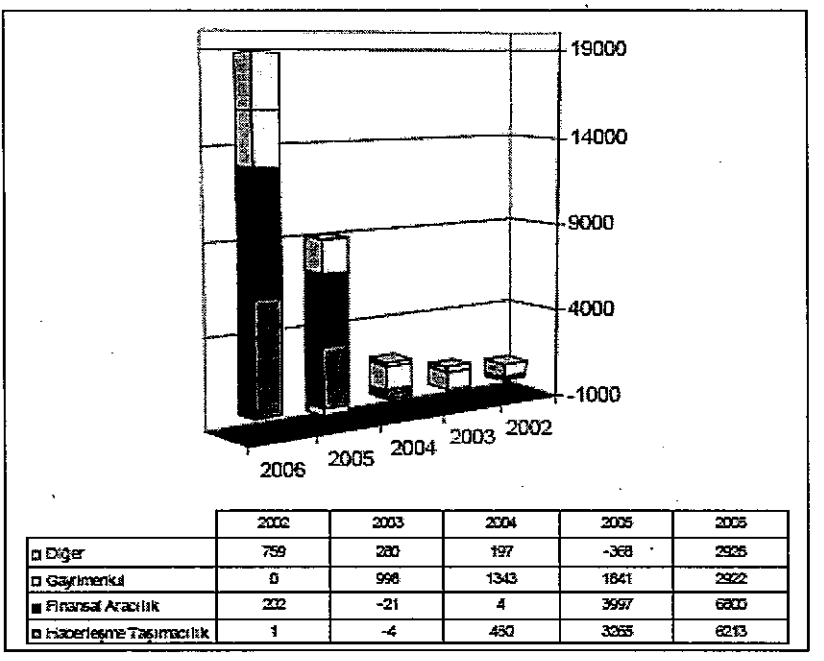
Kriz dönemleri hariç Türkiye'ye finansman ihtiyacının üzerinde sermaye girişi olduğu görülmektedir. 2002'ye kadar finansman ihtiyacı ile sermaye girişi arasındaki farkın düşük olduğu; ancak 2002'den sonra ise farkın sermaye girişleri lehine açıldığı görülmektedir. 2003 yılında 3 milyar dolar olan finansman ihtiyacı 2005 yılında 20.8 milyar dolara, 2006 yılında 34 milyar dolara ulaşmış iken, ülkeye giren net sermaye miktarı aynı tarihlerde 6.5, 44 ve 55 milyar dolar olmuştur.

Grafik 22: Finansman Gereği ve Net Sermaye Girişi (1984-2006 Milyon $)



Kaynak: TCMB

Grafik 23: Doğrudan Yatırımlar (2002-2006 Milyon $)



	2002	2003	2004	2005	2006
Diğer	759	280	197	-368	2926
Gayrimenkul	9	998	1343	1841	2922
Finansal Aracılık	232	-21	4	3997	6809
Haberleşme Taşımacılık	1	-4	450	3355	6213

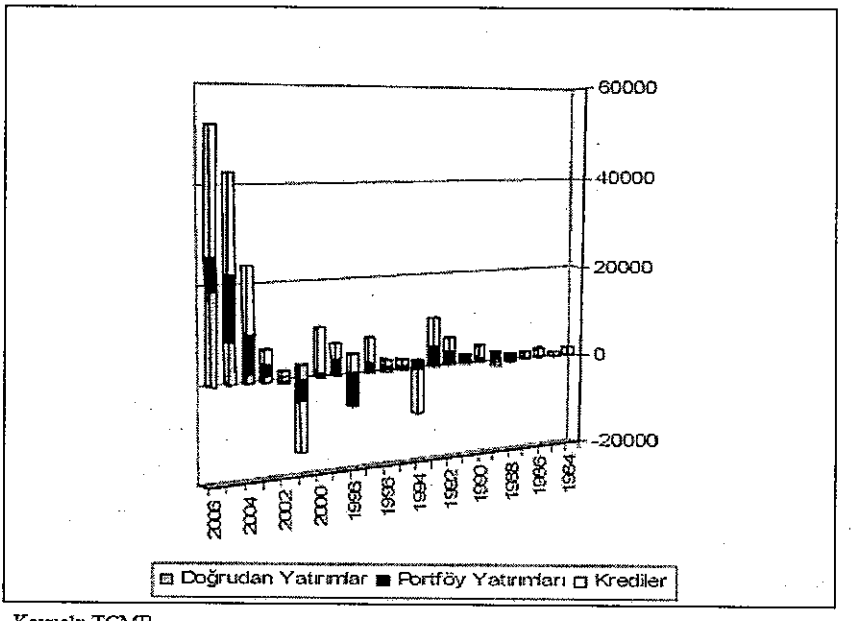
Kaynak: TCMB

Net sermaye girişleri ile birlikte finansmanın kalitesi de artmaktadır. 2004 yılında borçluluk gerektirmeyen (doğrudan yatırımların) sermaye girişlerinin toplam net sermaye girişlerine oranı % 8.3 iken, bu oran 2005 yılında % 19.5, 2006 yılında ise % 34.3 olmuştur. 2001 sonrası gerçekleştirilen başarılı özelleştirmeler, varlık satışları ve şirket birleşmeleri ülkeye giren doğrudan yatırımların artmasına neden olmuştur. 2006 yılı sonu itibariyle bu yolla net 18.9 milyar dolarlık doğrudan sermaye girmiştir.

2002 öncesi dönemlerde Türkiye ciddi bir doğrudan yatırım çekemezken, 2002 sonrası dönemde doğrudan yatırımlar konusunda cazibe merkezi haline gelmiştir. Doğrudan yatırımların kompozisyonuna bakıldığında gayrimenkul yatırımlarının 2003 ve sonrası dönemde ciddi boyutlara ulaştığı görülmektedir. 2003 yılında Türkiye'ye giren doğrudan yatırımların % 80'i gayrimenkul alımları şeklindeyken, 2003'ten sonra haberleşme ve bankacılık sektörüne artan ilginin de etkisiyle gayrimenkul yatırımları miktar olarak artsa da doğrudan yatırımlar içindeki payı görece düşmüştür. Bu oran 2004 yılında % 66, 2005'te % 21, 2006'da % 15.5'e gerilerken, yabancıların gayrimenkul alımları aynı yıllarda 1.3 milyar dolar, 1.8 milyar dolar ve 2.9 milyar dolar

olmuştur. 2004 ve sonrası dönemde ise doğrudan yatırımlar haberleşme ve finansal aracılıkta yoğunlaşmıştır.

Grafik 24: Sermaye Girişleri (1984-2006 Milyon $)



Kaynak: TCMB

Özel sektörün yurt dışı borçlanması büyük boyutlara ulaşmıştır. Ödemeler dengesinde göze çarpan en önemli noktalardan biri kredilerdeki gelişmedir. Yıllar itibariyle aşağı yukarı toplam finansman ihtiyacı kadar ülkeye kredi girmiştir. Ancak kredilerle finansman ihtiyacı arasındaki oran değişmemekle birlikte kredi kompozisyonunun önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. 2005 ve öncesi dönemden farklı olarak toplam kredi kompozisyonundaki ağırlığın bankacılık sisteminin kullandığı kredilerden özel kesimin kullandığı kredilere kayması söz konusudur. Bunun da önemli ölçüde özel sektörün yurtdışı borçlanmasından kaynaklandığı görülmektedir. 2003 yıllında özel sektör 3.2 milyar dolar borçlanmıştır. Bu miktarın 2.1 milyar doları yapılan ithalat için kullanılan kredilerdir. 2004 yılında özel sektör 9.2 milyar dolar borçlanmış, yine bu miktarın 4.2 milyar doları ithalat nedeniyle alınan krediler iken, 2005 yılında borçlanma miktarı 13.8 milyar dolara yükselmiş, ithalat nedeniyle kredi kullanımı 3.6 milyar dolar düzeyinde kalırken, diğer amaçlarla kullanılan kredi miktarı 10.2 milyar dolara yükselmiştir. 2006 yılında ise özel sektörün kullandığı kredi miktarı 20.9

milyar dolara ulaşırken bu miktarın sadece 2.2 milyar doları ithalat kaynaklıdır. Bir başka anlatımla sadece bu yılın yedi ayında özel sektör kendi faaliyet giderlerinin finansmanında yurtdışı kaynaklı olarak 18.7 milyar dolarlık kredi kullanmıştır.

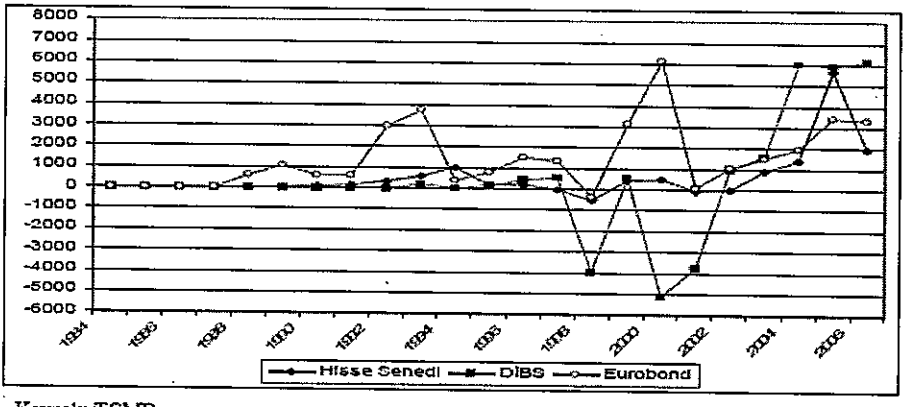
Tablo 4: İMKB'de İşlem Gören Reel Sektör Şirketlerinin Yabancı Para Pozisyonları

Finansal Tablo Dönemi	Açık Pozisyon Toplamı (Milyon $)	Net Dövizli Varlıklar Toplamı (milyon $)	Net Açık (Milyon $)
30.06.2003	6.600	1.100	-5.500
30.09.2003	6.500	1.000	-5.500
31.12.2003	7.600	800	-6.800
31.03.2004	8.200	2.500	-5.700
30.06.2004	10.300	1.100	-9.200
30.09.2004	9.300	1.100	-8.200
31.03.2005	8.200	2.500	-5.700
30.09.2005	9.428	2.132	-7.296
31.12.2005	10.200	900	-9.300
31.03.2006	13.100	700	-12.400
30.06.2006	15.640	1.670	-13.970
30.09.2006	15.210	1.630	-13.380

Kaynak: SPK, İMKB.

Yabancıların portföy yatırımları mobilitesinin yüksek olması nedeniyle dikkatle takip edilen göstergelerden biri olagelmiştir. Portföy yatırımlarının özellikle 32 Sayılı Karar sonrası hareketlilik kazandığı, 1995 yılına kadar hisse senedi ve eurobond ağırlıklı yapının, bu tarih sonrasında yabancıların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmeleriyle değiştiği gözlenmektedir.

Grafik 25: Yabancıların Portföy Yatırımları (1984-2006 Milyon $)



Kaynak: TCMB

Özellikle 1998 ve 2001 krizlerinde yaşanan portföy hareketlerinde yabancı DİBS işlemlerinin belirleyici rol üstlendiği görülmektedir. 1998 yılında yaşanan finansal krizde 4.9 milyar dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmıştır. Bu çıkan miktarın 4 milyar doları yabancıların DİBS satışlarından kaynaklanmıştır. Benzer şekilde 2001 yılında yaşanan krizde 3.7 milyar dolar portföy yatırımlarında azalma görülmüş, bu portföy yatırımlardaki azalmadan çok daha fazla miktarda DİBS satışı gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bir finansal kırılganlık algılaması durumunda portföy yatırımları içinde en çok etkilenen kesim DİBS'ler olmaktadır. Eurobondların ise döviz cinsinden çıkarılmış olmaları ve uluslararası piyasalarda pazarlanma imkanlarının bulunması kriz ortamlarında bunların DİBS'lere nazaran daha az etkilenmelerine neden olmaktadır.

Tablo 5: Yabancıların Portföy Yatırımları (Milyon $)

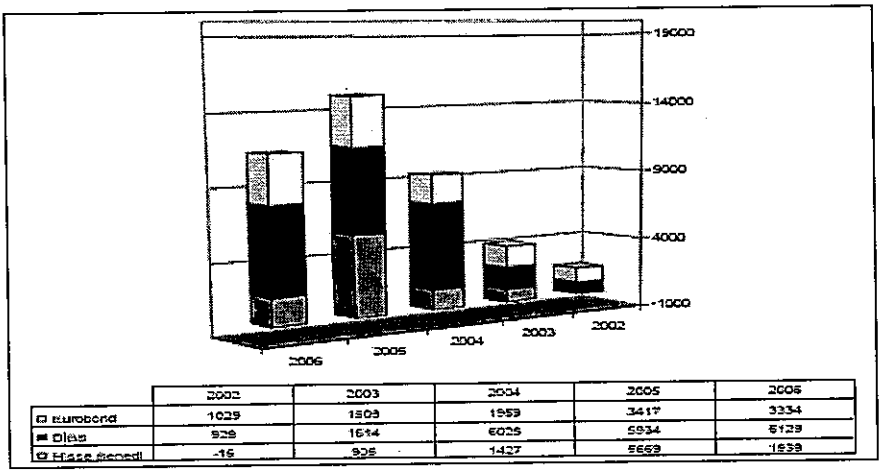
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hisse Senedi	191	8	-518	428	489	-79	-16	905	1427	5669	1939
DİBS	428	562	-3992	540	-5126	-3744	929	1614	6025	5934	6129
Eurobond	1491	1353	-377	3137	6110	99	1029	1509	1959	3417	3334
Portföy Yatırımları	2110	1923	-4887	4105	1473	-3724	1942	4028	9411	15020	11402

Kaynak: TCMB

Hisse senetlerinin ise DİBS'ler kadar finansal krizlerden etkilenmediği görülmektedir. Bunda hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasanın yeterince

derin (her fiyat düzeyinde alıcı ve satıcı seviyesinin düşük olması) ve likit olmamasının etkisi olduğu düşünülmektedir.

Grafik 26: Yabancıların Portföy Yatırımları (2002-2006 Milyon $)



	2002	2003	2004	2005	2006
Eurobond	1029	1509	1959	3417	3334
Diğer	929	1614	6025	5934	6129
Hisse Senedi	-16	926	1427	5663	-1939

Kaynak: TCMB

2001 yılı finansal krizi sonrası dönemde portföy yatırımlarının daha önceki yıllarda gözlemlenmeyen ölçüde büyüdüğü görülmektedir. Türkiye'nin makro ekonomik durumundaki iyileşme, AB ve IMF ilişkilerinin normal seviyesinde ilerlemesi uluslar arası piyasalarda Türkiye'ye güveni artırmış, artan güven ortamında Türk Hazinesi rahat borçlanabilir konuma gelmiştir. Eurobond alımlarındaki (net) 2001 sonrası dönemdeki artışları bu bakış açısı ile değerlendirmekte fayda bulunmaktadır. 2003-2005 yılları arasında yabancıların hisse senetlerine olan ilgisi oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 2003 yılında 900 milyon dolar net alımda bulunan yabancılar 2004 yılında 1.4 milyar dolar, 2005 yılında ise 5.7 milyar dolarlık net alımda bulunmuşlardır. Ancak 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında yaşanan finansal türbülansla birlikte yabancıların hisse senedi net alımlarının 2005 yılına göre önemli oranda gerilediği görülmektedir (1.9 milyar dolar net alım).

Yabancıların DİBS alımlarının ise 2002 ve sonrasında hızla arttığı görülmektedir. 2002 yılında yabancıların net DİBS alımı 930 milyon dolar iken, 2003'te 1.6 milyar dolar, 2004, 2005, 2006 yıllarında ise 6 milyar dolar civarında olmuştur. 2006 yılında hisse senedi yatırımlarında gözlenen azalmaya kıyasla DİBS alımlarının düzeyinin düşmemesi yine Mayıs- Haziran türbülansı ve sonrasındaki gelişmelerle açıklanabileceği düşünülmektedir.

Türbülans öncesi % 13.25 seviyesinde bulunan Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı, türbülansla birlikte önce % 15'e akabinde % 17.50'ye yükseltilmiştir. Bir başka ifade ile türbülans öncesi duruma kıyasla Merkez Bankasının gecelik borçlanma faiz oranı 425 baz puan artırılmıştır. Ve türbülans sonrası yapılan Hazine ihalelerinde gerçekleşen faiz oranları Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı civarında veya üzerinde oluşmuştur. Ancak Merkez Bankasının son yıllarda enflasyonla mücadelede kazandığı başarı ve itibar ile yaptığı faiz artırımları yurtiçi ve yurtdışı finansal çevrelerde talebi baskı altında tutmaya, dolayısıyla enflasyonla mücadeleye dönük uygulamalar olarak algılanmıştır. Her ne kadar 2006 yılında enflasyon hedefi biraz sapsa da (% 5 hedef, gerçekleşen enflasyon % 9.65) 2007 yılında hedefin % 4 olarak korunmuş olması piyasalara güven vermektedir. Bu güveni enflasyon beklentilerinden de okumak mümkündür. Yılsonu tüketici enflasyon beklentisinin % 7 civarında seyretmesi yılsonu hedefine bir yakınsama olduğunu göstermektedir. Yılsonu enflasyonunun hedeflenen değer civarında gerçekleşeceği beklentisinin ve hazine kağıtlarının sunduğu yüksek getirinin DİBS'e olan yabancı talebini artırdığı düşünülmektedir.

IV.3.3. Sıcak Para

Beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilen sıcak para kavramı spekülatif, aşırı dalgalanma ve hızlı hareket kabiliyeti unsurlarını içinde barındırmaktadır. Dolayısıyla sıcak paranın içeriği ve bu sıcak para unsurunun hangi yollarla ülkelere giriş yaptığının ve ülkelerin makro ekonomik göstergelerine nasıl etki yaptığının bilinmesi önemlidir.

Sıcak paranın hızlı hareket edebilme kabiliyeti nedeniyle sıcak paranın düzeyinden çok akışkanlığı daha fazla önem arz etmektedir. Sıcak para tanımı içinde ülkeye giren kısa vadeli kalemler yer almakla birlikte, son finansal krizler ekseninde bazı uzun vadeli kalemlerin de bu tanım içinde dikkate alınması gerektiği konusunda görüşler bulunmaktadır. Özellikle uluslararası finansal kuruluşlardan alınan uzun vadeli kredilerde, kredi sözleşmelerine herhangi bir risk algılaması değişiminde bu kredilerin geri çağrılabileceği hükmü konulmaya başlamıştır.

Genel tanımı içinde sıcak para unsurları içine portföy yatırımları, bankalara ve bankacılık dışı özel kesime açılan kısa vadeli krediler, kayıt dışı sermaye kalemlerini göstermesi bakımından ödemeler dengesindeki net hata ve noksan kalemi, yabancıların yurtiçi bankalarda tuttukları kısa vadeli

mevduat girmektedir. Dikkat edilirse sıcak para yabancıların ülke içinde yaptıkları sermaye hareketlerinden kaynaklanabildiği gibi özellikle borçlanma yoluyla yerlilerin sermaye hareketlerinden de kaynaklanabilmektedir.

Bu noktada Türkiye için sıcak para kaynağını yaratan kesimleri ve sıcak para kaynaklarını şu şekilde ifade edebiliriz[4]

:

Yabancı Yerleşikler Tarafından Yaratılan Sıcak Para Kalemleri

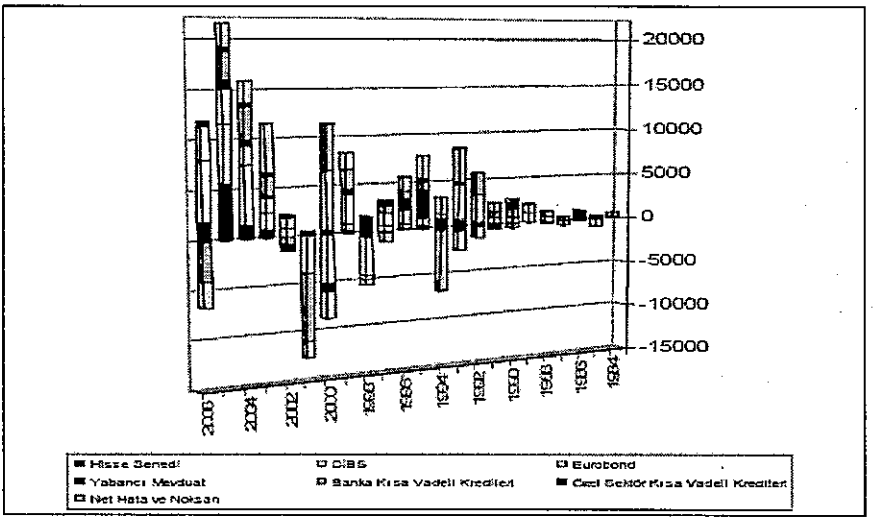
- Yabancıların hisse senedi alım/satımları
- Yabancıların DİBS alım/satımları
- Eurobond alım/satımları
- Yabancı bankaların yurtiçi bankalardaki kısa vadeli mevduatları,

Yerliler Tarafından Yaratılan Sıcak Para Kalemleri

- Bankaların yurt dışında kullandırdıkları kısa vadeli krediler,
- Bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Net Hata Noksan

Yapılan bu sınıflandırma kapsamında ilgili kalemler ödemeler dengesinden 1984-2006 yıllarını içerecek şekilde ayıklanmış ve analize tabi tutulmuştur. Yapılan analiz sonucunda aşağıdaki bulgulara erişilmiştir:

Grafik 27: Sıcak Para (1984-2006 Milyon $)



Kaynak: TCMB

[4] TCMB Para Politikası Raporu (2005/I) s.28

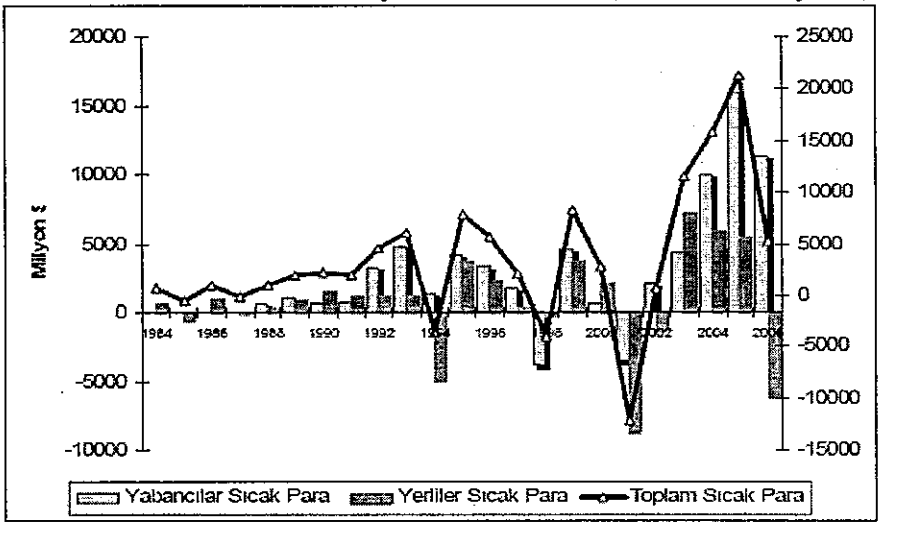
1989 yılında 32 Sayılı Karar sonrası dönemde Türkiye'ye giren sıcak para miktarı artan bir trend içinde olmuştur. 1989 yılında Türkiye'ye giren sıcak para miktarı 2.2 milyar dolardan 1993 yılında 6 milyar dolara, 1999 yılında 8.3 milyar dolara çıkmıştır. 2003 yılından sonra ise sıcak para akış hızının arttığı görülmektedir: 2003 yılında 11.5 milyar dolar olan sıcak para miktarı 2005 senesinde 21.4 milyar dolara yükselmiştir. Grafikten belli yıllarda sıcak para miktarının oldukça azaldığı hatta negatif değerler aldığı görülmektedir. Bu tarihler Türkiye'nin finansal kırılganlığının arttığı dönemlere denk gelmektedir. 1994, 1998 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik kriz dönemlerinde sıcak para miktarının azaldığı önemli ölçüde yurtdışına sermaye ihracının olduğu görülmektedir. Sıcak para tanımı içinde 1994 yılında Türkiye'den yurtdışına 3.6 milyar dolar çıkış olurken, 1998 Asya krizinin etkisiyle 4 milyar dolar ve en son 2001 ekonomik krizle birlikte 12.2 milyar dolar çıkış olmuştur. Dolayısıyla sıcak para finansal kırılganlığın arttığı dönemde çıkış yönünde eğilim göstermektedir.

Sıcak paraya alt kalemleri itibariyle bakıldığında hisse senedi, DİBS yatırımları ile banka kredileri dikkat çekidir. Ekonominin görece istikrarlı olduğu dönemlerde bu üç kalemde önemli artışlar görülürken, ekonomideki kırılganlığın arttığı dönemlerde ise önemli düşüşler ve geri dönüşler gözlenmektedir. Ancak bu kalemlerin kriz dönemleri itibariyle davranışları farklılaşmaktadır. Örneğin 1994 kriz yılında 6.6 milyar dolar banka kredileri azalma (geri ödeme) olmuşken, aynı yılda DİBS'lerde 35 milyon dolar, hisse senetlerinde ise 989 milyon dolar artış olmuştur. Bunda Krizin Nisan ayında yaşanmış olması nedeniyle sonraki aylarda risk algılamasındaki değişiklik ile yabancıların Türk menkul kıymetlerine ilgisinin artışı etkili olmuş olabilir. Asya ülkelerinde başlayıp bütün gelişmekte olan ekonomileri etkileyen 1998 kriz yılında ise en fazla tepkiyi DİBS'ler vermiş ve bu yolla yurtdışına 4 milyar dolar sermaye transfer olmuştur. Hisse senetleri yoluyla ise ülkeden 518 milyon dolar çıkarken, banka kredilerinde 63 milyon dolar gibi düşük bir giriş olmuştur. Ancak 2001 krizinin derinliği ve etki sahasının genişliği özellikle DİBS ve banka kredileri yoluyla önemli çıkışlara neden olmuştur. 2001 yılında DİBS nedeniyle 3.7 milyar dolar, banka kredileri yoluyla 7 milyar dolar çıkış olmuştur. Hisse senetleri nedeniyle çıkış 79 milyon dolar düzeyinde kalmıştır. Dolayısıyla kriz dönemlerinde üç kalem aşırı tepki vermesine karşın DİBS'lerin ve kısa vadeli banka kredilerinin verdiği tepki hisse senetleriyle karşılaştırılamayacak ölçüde büyüktür.

Kayıt dışı sermaye akımlarını temsil eden net hata noksan kalemi davranışının da kriz dönemlerindeki tepkisi dikkat çekicidir. Yukarıda ele alınan kriz yıllarında kayıt dışı sermaye çıkışının önemli ölçüde arttığı

görülmektedir. 1993 yılında net hata noksan kalemi 6 milyar dolar artı bakiye verirken, 1994 krizinde 3.6 milyar dolar eksi bakiye; benzer şekilde 1997 yılında 2 milyar dolar artı 1998 yılında 4 milyar dolar eksi, 2000 yılında 2.8 milyar dolar artı, 2001 yılında ise 12.2 milyar dolar eksi bakiye vermiştir. Net hata noksan kalemiyle temsil edilen kayıt dışı sermayenin kriz dönemlerinde çıkış yönünde hareket ettiği görülmektedir.

Grafik 28: Yerli ve Yabancı Kaynaklı Sıcak Para (1984-2006 Milyon $)



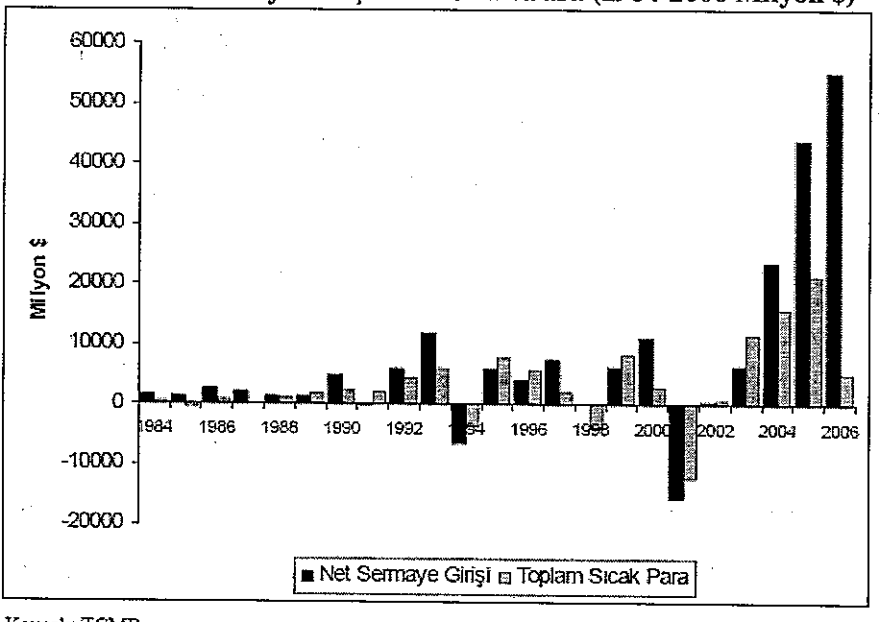
Kaynak: TCMB

Sıcak paranın kaynaklarına kesimler itibariyle bakıldığında yabancı yerleşiklerin sıcak para girişlerinin yerleşik kişilerin sıcak para girişlerinden fazla olduğu, 1998 yılı hariç kriz dönemlerinde yerli yerleşiklerin sıcak para çıkışlarına göre yabancı sıcak para çıkışlarının daha az tepki verdiği anlaşılmaktadır. Özellikle 2002 sonrasında sıcak para girişlerinin hızlandığı, bu hızlanmanın yerli sıcak para girişlerine nazaran yabancı sıcak para girişlerinin hızından kaynaklandığı görülmektedir. Dolayısıyla yerli sıcak para girişlerinin kriz dönemlerinde tepkilerine dikkat edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Net sermaye girişleri ile sıcak para arasındaki ilişkiyi gösteren aşağıdaki iki grafik dikkat çekidir. Birinci grafikte 1984 ile 2006 yılları arasında net sermaye girişleri ile toplam sıcak para arasındaki ilişki gösterilmektedir. Bu grafikte dikkati çeken noktalardan biri kriz dönemleri sonrasında sıcak para girişlerinin net sermaye girişlerinin üzerinde olmasıdır. 2001 öncesi dönemde sıcak para girişlerinin dalgalı bir seyir izlediği, ancak

2001 sonrasında önemli miktarda artış gösterdiği görülmektedir. 2005 yılında sıcak para girişlerinin 21.4 milyar dolar ile tarihi zirve değerine ulaştığı görülmektedir. 2006 yılında ise net sermaye girişleri tarihi zirve değerine ulaşmasına rağmen (55 milyar dolar), sıcak para girişi önceki yıllarla mukayese edilemeyecek ölçüde düşük (5.2 milyar dolar) kalmıştır. Bunda hisse senedi net alışlarının 1.9 milyar dolar gibi düşük kalmasının (2005 yılında bu rakam 5.7 milyar dolardı) yanında kısa vadeli banka kredilerinde 4 milyar dolarlık düşüş ve net hata noksan kaleminin 2.7 milyar dolar eksi bakiye vermesi etkili olmuştur.

Grafik 29: Net Sermaye Girişleri ve Sıcak Para (1984-2006 Milyon $)

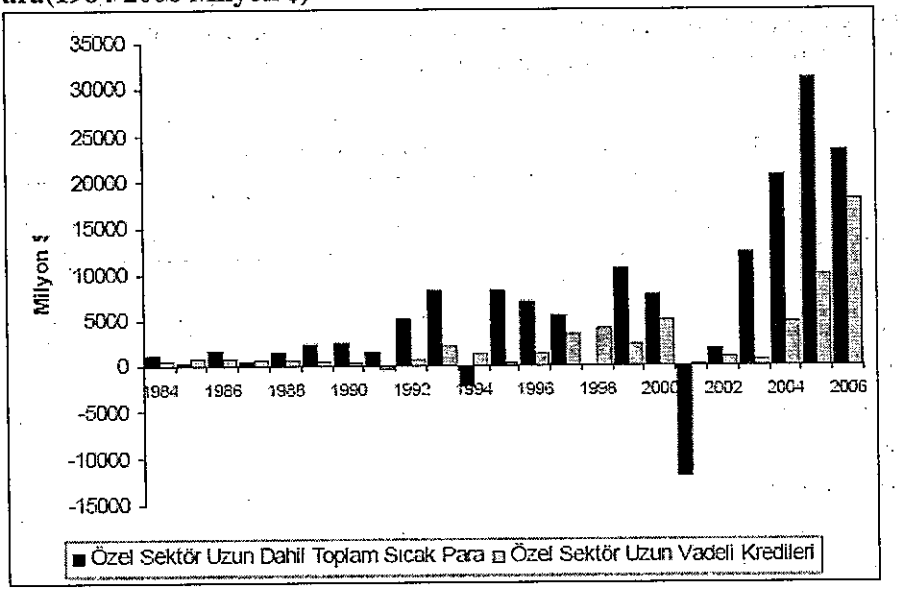


Kaynak: TCMB

2006 yılına bakılarak sıcak para girişinin azalmaya başladığı öngörüsü yapmanın güç olduğu düşünülmektedir. Çünkü kalemler itibariyle bakıldığında DİBS net satışlarının ve eurobond satışlarının önceki yıllarda olduğu gibi yüksek düzeyde olduğu görülecektir (6.1 ve 3.3 milyar dolar). Ayrıca 2003 yılı sonrasında özel sektörün yurtdışından temin ettiği uzun vadeli kredi miktarının olağanüstü büyüklüklere ulaşmasının da analize katılması gerektiği düşünülmektedir. 2003 yılında uzun vadeli kredi olarak özel sektörün temin ettiği kredi miktarı sadece 734 milyon dolar iken, 2004 senesinde 4.8 milyar dolara, 2005'te 9.9 milyar dolara ve nihayet 2006 yılında

18.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu kredilerin uluslararası risk algılamasında değişme olması durumunda kısa vadeli kredilere dönüştürülme/erken çağrılma ihtimalinin bulunması da bunları yarı sıcak para konumuna sokmaktadır. Dolayısıyla toplam risk ölçümü analizlerinde özel sektörün yurtdışından temin ettiği uzun vadeli kredilerinin de hesaplamalarda dikkate alınması gerektiği düşünülmektedir.

Grafik 30: Bankacılık Dışı Özel Kesimin Uzun Vadeli Yurtdışı Borçlanması ve Özel Kesim Uzun Vadeli Borçlanma Dahil Toplam Sıcak Para(1984-2006 Milyon $)



Kaynak: TCMB

Bankacılık dışı özel kesimin uzun vadeli kredilerini klasik tanımdaki sıcak para kapsamına dahil ettiğimizde özellikle sıcak paranın 2006 yılında da çok azalmadığı hatta, 2005 yılı hariç, önceki yıllardan daha hızla arttığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Özellikle doğrudan sermaye girişleri, finansal çalkantıya rağmen rezervlerin azalmasını önlemektedir. Toplam finansman ihtiyacının çok üzerinde sermaye girişleri Merkez Bankası döviz rezervlerinde artışa neden olmaktadır. 2006 yılı Ağustos ayı itibariyle (12 aylık) 55.4 milyar dolarlık net sermaye girişiyle 32.6 milyar dolarlık finansman ihtiyacı karşılanmış, 4.6 milyar IMF'ye borç geri ödemesinde bulunulmuş, 18.2 milyar dolarlık da rezerv birikiminde bulunulmuştur. 2003 yılında 33.6 milyar dolar olan Merkez

Bankası döviz rezervi, 2005 yılında 50.5 milyar dolara, 2006 Eylül ayı itibariyle de 58.5 milyar dolara çıkmıştır.

IV.3.4. Borçlanma

Türkiye'nin borç stoku 2001 krizine kadar hızlı bir artış göstermiş, bu tarihten sonra ise iniş yönünde eğilim göstermiştir. Borç düzeyinin geldiği düzey 2001 krizi öncesi dönemin üzerinde bulunmaktadır. 1996'da % 60 seviyelerinde bulunan toplam borç stokunun GSMH'ya oranı 2001 krizinde % 134'e çıkmıştır. 2006 yılında ise % 96'lara gerilemiştir. Değer olarak bakıldığında 1996 yılında 109 milyar dolar olan toplam borç stoku, 2001'de 198 milyar dolara, 2006 yılında ise 384 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 5: Toplam Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı (Milyon $; %)

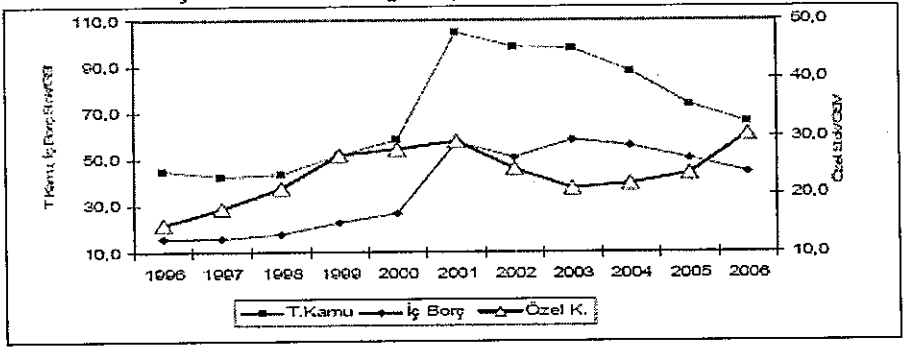
YILLAR	GSMH	İÇ BORÇ STOKU	DIŞ BORÇ STOKU			TOPLAM BORÇ STOKU	GSMH PAYI (%)				
			KAMU	Özel	TOPLAM		İÇ BORÇ STOKU	DIŞ BORÇ STOKU			TOPLAM BORÇ STOKU
								KAMU	ÖZEL	TOPLAM	
1996	182.824	29.292	52.565	26.821	79.386	108.678	16,0	28,8	14,7	43,4	59,4
1997	192.438	30.688	50.674	33.560	84.234	114.923	15,9	26,3	17,4	43,8	59,7
1998	206.559	37.135	52.715	43.549	96.264	133.399	18,0	25,5	21,1	46,6	64,6
1999	185.266	42.437	53.524	49.602	103.125	145.562	22,9	28,9	26,8	55,7	78,5
2000	201.439	54.216	62.702	55.801	118.503	172.720	26,9	31,1	27,7	58,8	85,7
2001	148.215	84.857	70.453	43.139	113.592	198.449	57,3	47,5	29,1	76,6	133,9
2002	180.892	91.691	85.613	44.088	129.701	221.393	50,7	47,3	24,4	71,7	122,4
2003	239.235	139.262	93.869	50.391	144.260	283.522	58,2	39,2	21,1	60,3	118,5
2004	299.475	167.262	95.232	65.557	160.789	328.051	55,9	31,8	21,9	53,7	109,5
2005	360.876	182.265	83.665	85.143	168.808	351.073	50,5	23,2	23,6	46,8	97,3
2006	399.673	177.956	85.254	121.217	206.471	384.428	44,5	21,3	30,3	51,7	96,2

Kaynak: TCMB, HM.

Toplam borç stokunun kompozisyonuna bakıldığında iç borç stokunun milli gelir içindeki payının kamunun dış borç stoku milli gelire oranından daha yavaş bir tempoda düştüğü görülmektedir. Hatta iç borcun milli gelir içindeki payı 2001 krizine kadar hızla artmasına rağmen, 2003 yılında 2001 kriz yılının da üzerine çıkmıştır. Bunda Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleriyle birlikte fona devredilen bankaların açık döviz pozisyonlarının düzeltilmesi, takas ihaleleri ile bankaların ellerindeki kısa vadeli TL cinsi senetlerin uzun

vadeli döviz cinsi ve dövize endeksli ve değişken faizli TL cinsi senetlerle değişiminin etkisi kadar, kamu bankalarının görev zararları karşılığı yüksek miktarlı değişken faizli senetlerin de etkisi bulunmaktadır[5]. Dolayısıyla iç borçta 2001-2003 arasında gözlenen önemli artışta krizle birlikte borçlanma koşullarının kötüleşmesinin yanında, bankacılık sisteminin rehabilitasyonu için getirilen düzenleme ve borçlanmaların da etkisi bulunmaktadır. İç borç stokunun milli gelir içindeki payı 2003 sonrasında gerilemesine rağmen, dış borç stokunda dalgalı bir seyrin hakim olduğu görülmektedir. 2001 kriziyle birlikte dış borç stokunun milli gelir içindeki payı % 77'ye ulaşmış, sonraki yıllarda bir düşüş süreci başlamıştır. Ancak 2006 yılında dış borç stokunun tekrar arttığı görülmektedir. Burada dış borç stokunun alt ayrımlarına bakıldığında kamunun dış borç stokunun milli gelir içindeki payının 2002 yılından sonra hızla düştüğü görülmesine rağmen, özel sektörün dış borç stokunun 2002 sonrasında yükseliş trendinde olduğu görülmektedir. 2001 krizinde % 29'a ulaşan özel sektörün dış borcunun milli gelire oranı 2006 yılında % 30.3'e ulaşmıştır

Grafik 31: Borç Stokunun Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)

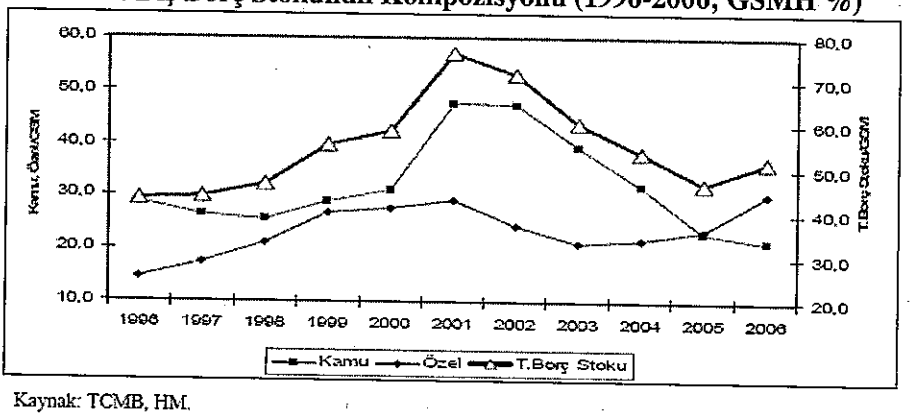


Kaynak: TCMB, HM.

Dolayısıyla özel sektörün borç stokunun milli gelire oranındaki artış, kamunun borç stokunun milli gelir içindeki oranı azalmasına rağmen toplam dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır.

[5] Yılmaz, E. ve B. Gürcihan "Türkiye'de Kamu Borç Stokunun Yapısı" TCMB, Şubat 2007, s.6

Grafik 32: Dış Borç Stokunun Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)



Kaynak: TCMB, HM.

Tablo 6: Özel Kesim Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı (Milyon $; %)

Yıllar	ÖZEL KESİM DIŞ BORÇ STOKU (Milyon $)									GSMH PAYI (%)		
	Finansal Kuruluşlar			Finansal Olmayan Özel Kesim			TOPLAM ÖZEL					
	Kısa Vade	Orta ve Uzun V.	Finansal Kuruluş Toplam	Kısa Vade	Orta ve Uzun V.	Finansal Olmayan Özel Toplam	Kısa Vade	Orta ve Uzun V.	Toplam Özel Kesim	Finansal Kuruluş	Finansal Olmayan Özel Kesim	Toplam Özel Kesim
1996	8.419	3.354	11.773	7.669	7.379	15.048	16.088	10.733	26.821	6,4	8,2	14,7
1997	8.503	5.535	14.038	8.245	11.277	19.522	16.748	16.812	33.560	7,3	10,1	17,4
1998	11.159	6.879	18.038	8.710	16.801	25.511	19.869	23.680	43.549	8,7	12,4	21,1
1999	13.172	7.482	20.654	9.063	19.885	28.948	22.235	27.367	49.602	11,1	15,6	26,8
2000	16.900	7.581	24.481	9.748	21.571	31.319	26.648	29.153	55.801	12,2	15,5	27,7
2001	7.997	4.789	12.786	7.654	22.699	30.353	15.651	27.488	43.139	8,6	20,5	29,1
2002	6.344	4.716	11.060	8.425	24.603	33.028	14.769	29.319	44.088	6,1	18,3	24,4
2003	9.692	5.152	14.844	10.461	25.086	35.547	20.153	30.238	50.391	6,2	14,9	21,1
2004	14.529	8.418	22.947	14.064	28.546	42.610	28.593	36.964	65.557	7,7	14,2	21,9
2005	17.740	15.890	33.630	16.599	34.914	51.513	34.339	50.804	85.143	9,3	14,3	23,6
2006	19.830	28.761	48.591	19.591	53.035	72.626	39.421	81.796	121.217	12,2	18,2	30,3

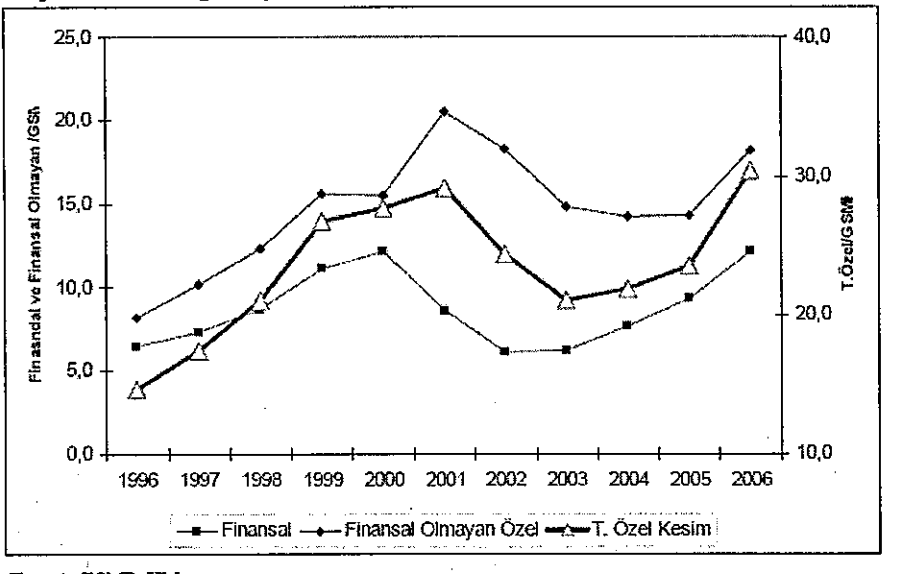
Kaynak: TCMB, HM, TUIK.

Dış borç stokundaki artışın özel sektörün dış borç stokundaki yükselmeden kaynaklanması nedeniyle bu sektöre daha yakından bakmak gerektiği düşünülmektedir. 1996 yılında özel sektörün borç stokunun milli gelir içindeki payı % 14.7 iken 2006 yılında % 30.3'e ulaşmıştır. 1996'da özel

sektörün toplam dış borç stoku 26.8 milyar dolar iken, 2006 yılında 121.2 milyar dolara çıkmıştır.

Özel sektör içinde finansal kurumların dış borcunun milli gelire oranı % 6.4'ten % 12.2'ye çıkarken, finansal olmayan özel sektörün dış borcunun milli gelire oranı % 14.7'den % 30.3'e çıkmıştır. Finansal kuruluşların 1996 yılında 11.8 milyar dolar olan dış borçları 2006'da 48.6 milyar dolara, aynı dönemde finansal olmayan özel sektörün dış borcu ise 15 milyar dolardan 72.6 milyar dolara yükselmiştir. Görüldüğü üzere 10 yıllık dönemde finansal kuruluşların dış borcu 36.8 milyar dolar, finansal olmayan özel sektörün ise 57.6 milyar dolar artmıştır. Finansal kuruluşların 1996-2000 arasında dış borçları hızla artarak 11.8 milyar dolardan 24.5 milyar dolara ulaşmış, 2001 krizi sonrasında bankaların borçların tasfiyesine yönelik rehabilitasyon programıyla önemli ölçüde azalmış ve 2002 senesinde 11 milyar dolara kadar gerilemiştir. Ancak 2002 yılı sonrasında finansal kurumların dış borçlarının hızla arttığı görülmektedir.

Grafik 33: Finansal Kurumların ve Finansal Olmayan Özel Kesimin Dış Borç Stoku Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)

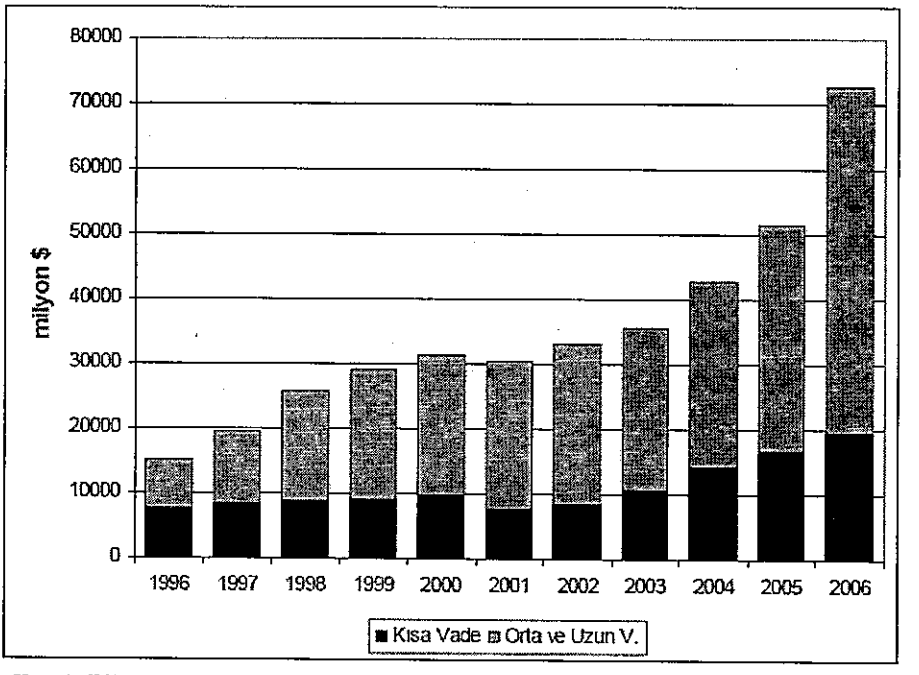


Kaynak: TCMB, HM.

Finansal olmayan özel kesimin dış borçlarının ise finansal kurumların dış borçlarının aksine sürekli bir artış trendinde olduğu görülmektedir. 1996-2001 arasında yaklaşık 15 milyar dolar dış borç artışına karşılık, 2001 sonrasında 32.6 milyar dolarlık bir dış borç artışı görülmektedir.

Dolayısıyla finansal kurumlar ile finansal kurumların 2001 sonrasında borç artışının irdelenmesi gerektiği düşünülmektedir. Neticede finansal kurumlar yurtdışından temin ettikleri borçları yurtiçinde finansal olmayan özel sektöre kullandırmış olabilirler.

Grafik 34: Finansal Olmayan Özel Sektörün Dış Borç Stoku ve Kompozisyonu (1996-2006)



Kaynak: TCMB, HM.

Özel kesimin dış borçlanmasının vade kompozisyonuna bakıldığında son yıllarda giderek artan bir şekilde uzun vadeli borçlanmanın etkisiyle dış borç stoklarında uzun vadenin ağırlık kazandığı söylenebilir. Özellikle 2001 krizi sonrasında özel sektörün hem kısa hem de uzun vadeli borç stokunun arttığı görülmekle birlikte uzun vadeli stokun daha hızlı arttığı görülmektedir. 2001 yılında 15.6 milyar dolar kısa vadeli dış borç stokuna karşılık, 27.5 milyar dolarlık orta ve uzun vadeli dış borç stoku bulunmaktadır. Finansal kuruluşların 2005 yılına kadar olan kısa vadeli dış borç stoku ağırlığının, 2006 yılında uzun vadeye kaydığı görülmektedir.

Finansal olmayan özel sektörün dış borç stokunun vade dağılımına bakıldığında, finansal kuruluşların aksine bu sektörde yıllar itibariyle uzun

vadeli dış borç stokunun ağırlıkta olduğu, ancak bu ağırlığın 2001 sonrasında giderek arttığı görülmektedir. 2001 yılında bu sektörün 7.7 milyar dolarlık kısa vadeli dış borcuna karşılık 22.7 milyar dolar orta ve uzun vadeli dış borcu bulunurken, 2006 yılında bu rakamlar sırasıyla 19.6 milyar dolar ve 53 milyar dolara çıkmıştır.

V. SERMAYE AKIMLARINA YÖNELİK AMPİRİK ÇALIŞMA

Bu bölümde ampirik sonuçlar verilmiştir. Bölüm V.1'de çalışmada kullanılan seriler, serilerin grafikleri ve betimleyici istatistikleri sunulmuştur. Bölüm V.2'de değişkenler analize uygun hale getirilmiş, Bölüm V.3'de net sermaye hareketlerini kullanılan değişkenlerle açıklayacak en uygun modelin kurulması amaçlanmış, kurulan modelin varsayımlarının doğruluğu test edilmiştir.

V.1. Veri

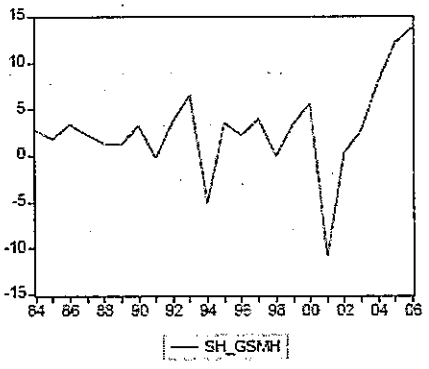
Bu çalışmada, bağımlı değişken olarak net sermaye hareketlerinin Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'ya oranı (%); bağımsız değişkenler olarak ise bütçe dengesinin GSMH'a oranı (%), kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı (%), enflasyon, reel faiz oranı farkı ve Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bazlı reel efektif döviz kuru endeksi (1995=100) kullanılmıştır. Net sermaye hareketleri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'den alınan veriler derlenerek oluşturulmuştur. Bütçe dengesi verileri Maliye Bakanlığı Muhasebat Genel Müdürlüğü'nden temin edilmiştir. Enflasyon rakamları Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)'den elde edilen 1978–1979 temel yıllı Tüketici Fiyatları Endeks rakamlarının yıllık değişimi alınmış halidir. Reel faiz oranı farkı hesaplanırken, yabancı reel faiz oranı olarak Dünya Bankası veritabanından (WDI) elde edilen Amerikan reel faiz oranı, r*, kullanılmış; Uluslararası Para Fonu (IMF)'den elde edilen Türkiye reel faiz oranı, r'den, çıkarılmıştır. Dış borçlar, brüt rezervler ve reel efektif döviz kuru endeksi TCMB'den temin edilmiştir. IMF tanımına göre ondokuz ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksi (1995=100) fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Veriler yıllık bazda ve 1984 – 2006 tarihi aralığındadır. Kullanılan serilere ilişkin kısaltmalar aşağıdaki gibidir:

sh_gsmh :	net sermaye hareketlerinin GSMH'a oranı (%),
d(sh_gsmh) :	sh_gsmh serisinin 1. farkı, sh_gsmh - sh_gsmh(-1),
bd_gsmh :	bütçe dengesinin GSMH'a oranı (%),
d(bd_gsmh) :	bd_gsmh serisinin 1. farkı, bd_gsmh - bd_gsmh(-1),
db_br :	kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı (%),
d(*db_br*) :	*db_br* serisinin 1. farkı, *db_br* - *db_br*(-1),
enf :	1978-1979 temel yıllı Tüketici Fiyatları Endeks rakamlarının yıllık yüzde değişimi,
d(*enf*) :	*enf* serisinin 1. farkı, *enf* - *enf*(-1),

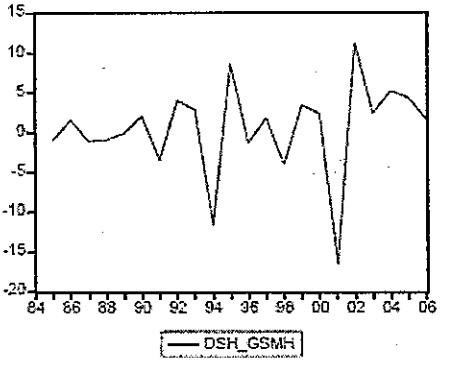
*r-r** :	reel faiz oranı farkı,
d(*r-r**) :	*r-r** serisinin 1. farkı, (*r-r**) – (*r-r**)(-1),
redk :	TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi,
d(*redk*) :	*redk* serisinin 1. farkı, *redk-redk*(-1).

Çalışmada kullanılan değişkenlerin ve farklarının zaman serisi grafikleri Grafik 35 – 46'da verilmiştir.

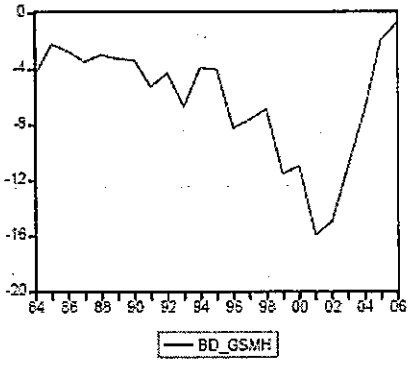
Grafik 35: *sh_gsmh* Zaman Serisi



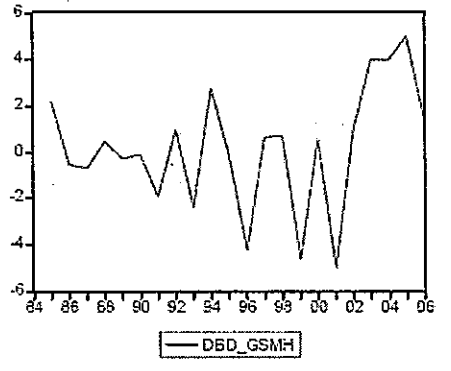
Grafik 36: d(*sh_gsmh*) Zaman Serisi



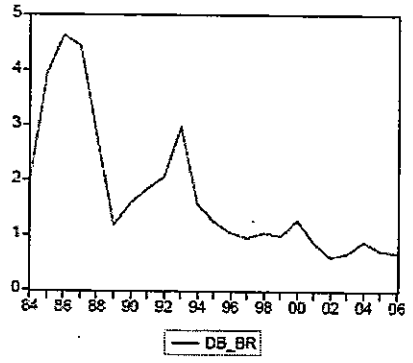
Grafik 37: *bd_gsmh* Zaman Serisi



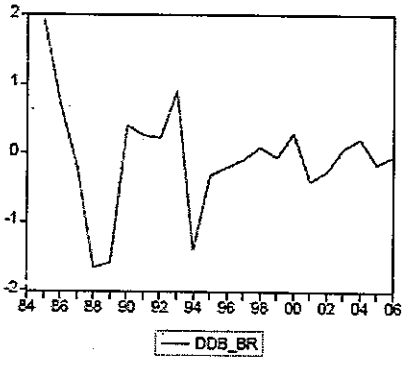
Grafik 38: d(*bd_gsmh*) Zaman Serisi



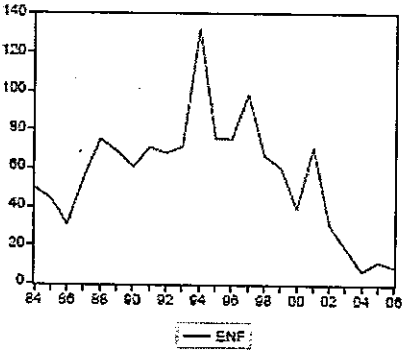
Grafik 39: *db_br* Zaman Serisi



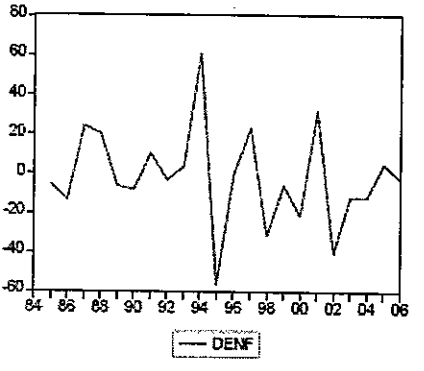
Grafik 40: d(*db_br*) Zaman Serisi



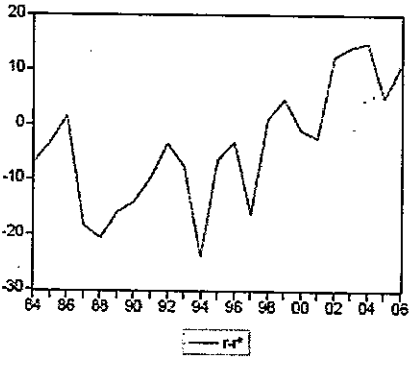
Grafik 41: *enf* Zaman Serisi



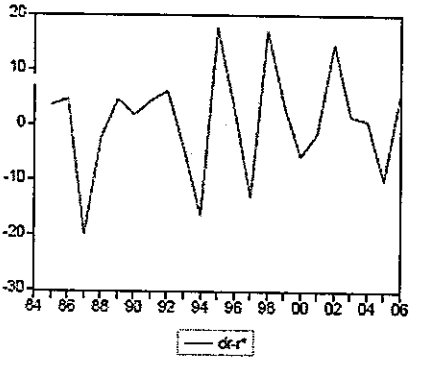
Grafik 42: d(*enf*) Zaman Serisi



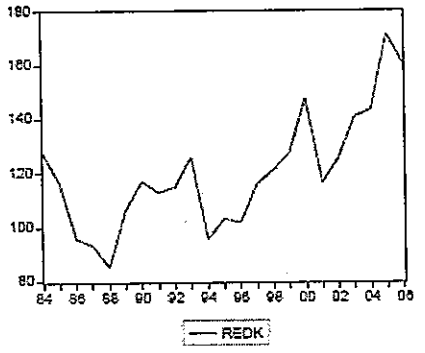
Grafik 43: *r-r** Değişkeninin Serisi



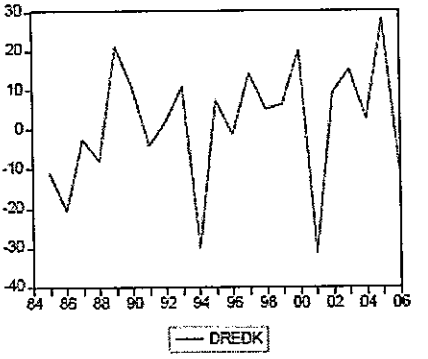
Grafik 44: d(*r-r**) Zaman Serisi



Grafik 45: *redk* Zaman Serisi



Grafik 46: d(*redk*) Zaman Serisi



Tablo 7: Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri

Seri	*sh_gsmh*	*bd_gsmh*	*db_br*	*enf*	$r\text{-}r^*$	*redk*
Ortalama	2.863	-6.249	1.745	56.028	-3.812	120.204
Medyan	2.780	-4.420	1.250	60.600	-3.150	116.500
Maksimum	13.750	-0.700	4.640	132.140	14.930	171.400
Minimum	-10.800	-16.000	0.610	6.570	-24.030	85.300
Standart Sapma	4.936	4.176	1.212	29.922	11.130	21.495
Yatıklık	-0.316	-0.939	1.290	0.253	0.010	0.628
Basıklık	4.925	2.943	3.476	3.277	2.167	2.980

Uygulamada, bağımlı değişkeni lineer modellemeye daha uygun hale getirmek, kullanılan değişkenlerin çarpıklık derecesini azaltmak, varyanslarını stabilize etmek ve modelden elde edilen artık değerlerin dağılımını normal dağılıma yaklaştırmak amacıyla serilere dönüşümler uygulanır. Hangi dönüşümün uygulanacağına karar verilirken ise kullanılabilecek bir yöntem Box-Cox dönüşüm yöntemidir (Box ve Cox,1964). Bu yönteme göre çalışmada kullanılan serilere herhangi bir dönüşüm uygulanmasına gerek olmadığına karar verilmiştir.

V.2. Birim Kök Testleri

Durağan bir zaman serisinin sabit bir uzun dönem ortalaması ve zaman içinde değişim göstermeyen sonlu bir varyansı vardır. Durağan olmayan bir serinin ise uzun dönem ortalaması olmadığı gibi varyansı da

zamana dayanır. Bu durumda, en küçük kareler yöntemi (OLS), t-testi, F-testi gibi klasik istatistik yöntemlerinin uygulanması uygunsuz hale gelir.

Bölüm V.1'de sunulan zaman serisi grafiklerine bakıldığında değişkenlerin durağan olmadığı sonucuna varılabilir. Ancak, serilerde birim kök varlığına karar verilirken yalnızca serilerin grafiklerine bakmak güvenilir olmayan sonuçlara neden olur. Bu yüzden olası birim köklerin daha güvenli tespiti için, Dickey ve Fuller (1979, 1981) tarafından geliştirilen, Dickey-Fuller (DF) ve Augmented Dickey-Fuller (ADF) testleri kullanılır. Bu testler hem rastgele yürüyüş süreçlerine, hem sabit terimli rastgele yürüyüş süreçlerine hem de sabit ve lineer trend terimli rastgele yürüyüş süreçlerine uygulanabilir. Yalnız burada unutulmaması gereken nokta, her üç durum için de farklı kritik değer kullanıldığıdır (Enders, 1995). Uygun kritik değerler MacKinnon (1991)'de verilmiştir.

Değişkenlere uygulanan ADF testi sonuçları Tablo 8'de verilmektedir. Test istatistikleri hem sabit terimle ($m\lambda$) hem de sabit terim ve lineer trend bileşeni ($t\lambda$) ile hesaplanmıştır.

Tablo 8: ADF Test Sonuçları

	Farkı Alınmamış Seri		İlk Farkı Alınmış Seri
Değişken	λ_m	λ_t	λ_m
sh_gsmh	-2.977	-3.161	-7.077*
bd_gsmh	-1.218	-3.075	-3.880*
db_br	-2.445	-2.073	-6.481*
enf	-1.738	-2.170	-6.532*
*r-r**	-1.937	-3.360	-5.760*
redk	-1.240	-3.242	-5.456*

(*) istatistiklerin %1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 8'deki ADF test sonuçlarına göre kullanılan tüm serilerin birinci dereceden bütünleşik, I(1), olduğu görülmektedir. Buna göre, serilerin ilk farkı alınmış halleri durağan ve analiz edilmeye uygundur.

V.3. Uygun Modele Karar Verilmesi

Uygun modele karar verirken aşağıdaki basamaklar izlenir;
1. Çoklu bağlantı problemine yol açmayacak açıklayıcı değişkenler seçilir ve

değişkenlere gerekli dönüşümler uygulanır.
2. Seriler durağan hale getirilir.
3. Taslak model kurulur.
4. Modeldeki bilinmeyen parametreler tahmin edilir.
5. Modelin uygunluğunun kontrolü için belirli testler uygulanır, gerekirse yeni bir model kurularak aynı işlemler tekrar edilir.

Ayrıca, uygun olan modele karar verilirken kullanılabilecek bir diğer yöntem de seçme kriterleridir. Bu kriterlerden en çok kullanılan ikisi Akaike bilgi kriteri (AIC) ve Schwarz Bayesian kriteri (SBC)'dir (Akaike, 1973; Akaike, 1974; Schwarz,1978).

AIC= T log(artık değerlerin kareleri toplamı) + $2n$,
SBC= T log(artık değerlerin kareleri toplamı) + $n\log(T)$,
n tahmin edilen parametre sayısı, T ise gözlem sayısıdır.

Negatif değerler de alabilen AIC ve SBC'nin olabildiğince küçük olması istenir. Modele eklenen her değişken n sayısını arttırırken artık değerlerin kareleri toplamını düşürür. Bu yüzden açıklama gücü olmayan bir değişkenin modele katılması AIC ve SBC'nin artmasına neden olur. log(T) değerinin log(2)'den büyük olması ise eklenen değişkenlerin SBC'yi AIC'ye kıyasla daha fazla artıracağını gösterir (Enders, 1995).

Bağımlı değişken olan d(*sh_gsmh*) serisinin zaman serisi grafiğine (Grafik 36) bakıldığı zaman serinin 2001 yılında göz ardı edilemeyecek bir miktarda düştüğü görülmektedir. Bu dönemin etkisine modele kukla (dummy) değişken (*d2001*) katılarak bakılmıştır. Buna göre,

$$d_{2001} = \begin{cases} 1 & t = 18 \\ 0 & t \neq 18 \end{cases} \qquad \text{(V.3.1)}$$

Uygun modele karar verilirken yukarıda belirtilen basamaklar izlenmiş, pek çok deneme yapılmış ve kurulan modelin katsayılarının istatistiksel ve iktisadi açıdan anlamlı olmasına dikkat edilmiştir. Bütün bu bilgiler ışığında karar verilen model eşitlik (V.3.2)'de verilmiştir.

$$\begin{aligned} d(sh_gsmh) = {} & 0.63 + 0.79\ d(bd_gsmh(-1)) - 3.81\ d(db_br(-1)) - 0.11\ d(enf(-2)) \\ & + 0.27\ d(r\text{-}r^{*}(-1)) - 0.18\ d(redk(-1)) - 11.96\ d_{2001} \end{aligned} \qquad \text{(V.3.2)}$$

Tablo 9: Model Sonuçları

Bağımlı Değişken: d(*sh_gsmh*)
Metod: En Küçük Kareler Yöntemi

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	*p*-değeri
C	0.628757	0.822978	0.764001	0.4585
d(*bd_gsmh*(-1))	0.787527	0.319700	2.463331	0.0285
d(*db_br*(-1))	-3.811067	1.260055	-3.024523	0.0098
d(*enf*(-2))	-0.110563	0.036010	-3.070321	0.0089
d(*r_r**(-1))	0.269711	0.092639	2.911407	0.0121
d(*redk*(-1))	-0.175639	0.054934	-3.197266	0.0070
d_{2001}	-11.96307	3.626046	-3.299204	0.0058
R^2	0.806058	AIC		5.494294
$\overline{R}^2$	0.716547	SBC		5.842800
F-istatistiği	9.005070	*p*-değeri(F-istatistiği)		0.000517

Tablo 9'a göre modeldeki tüm katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Modele göre bütçe dengesinin GSMH'a oranı ile net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde reel faiz oranı farkındaki artışın da net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranını artırdığı görülmüştür. Reel faiz oranı farkı değişkenine ilişkin katsayının pozitif olması Calvo *vd.* (1993)'ün Latin Amerika ülkeleri üzerine yaptığı çalışma sonuçları ile de tutarlı çıkmıştır.

Net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranı ile arasındaki ilişki negatif olan değişkenler ise kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı, enflasyon ve reel efektif döviz kuru endeksidir. Ayrıca, 2001 yılındaki net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranındaki düşüşün de istatistiksel olarak önemli olduğu gözlenmiştir.

Kurulan regresyon denkleminin *F* istatistiği, modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiş (*p*-değeri=0.000517) ve modelin açıklayıcı gücü olan *R2*'si yaklaşık 0.80 civarında gerçekleşmiştir.

Model Varsayımlarının Kontrolü

En küçük kareler yöntemine göre kurulan bir modelin doğru tayin edildiğini söyleyebilmek için modelin hata terimlerinin sıfır ortalamalı, sabit varyanslı, aralarında korelasyon olmayan ve normal dağılımdan gelen değişkenler oldukları varsayılır.

Tablo 10'da modelin artık değerlerinin betimleyici istatistikleri ve Jarque-Bera normallik testi sonuçları sunulmuştur.

Tablo 10: Artık Değerlerin Betimleyici İstatistik ve Jarque-Bera Normallik Test Sonuçları

Ortalama	2.22e-17
Medyan	0.237775
Maximum	5.361266
Minimum	-5.505631
Standart Sapma	2.728771
Çarpıklık	-0.391112
Basıklık	2.733743
Jarque-Bera	0.568972
p-değeri	0.752401

Tablo 10'da yer alan Jarque-Bera normallik testi sonuçlarına göre modelin artık değerlerinin normal dağılımdan geldiği görülmektedir.

Modelin artık değerleri arasında korelasyon olup olmadığını anlamak için Breusch- Godfrey *LM* testi (Breusch,1978; Godfrey 1978) uygulanmıştır. Farklı gecikme değerleri için test sonuçları Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11: Breusch-Godfrey LM Testi Sonuçları

Gecikme Sayısı	nR^2	p-değeri
1	0.627815	0.428158
2	1.032471	0.596763
3	1.918770	0.589436
4	1.995629	0.736563
5	2.983095	0.702592

Tablo 11'den modelin otokorelasyon problemi olmadığı görülmektedir. Modelin hata terimlerinin eşvaryanslı olup olmadığının kontrolü ise ARCH testi kullanılarak yapılmış, test sonuçları Tablo 12'de sunulmuştur.

Tablo 12: ARCH Testi Sonuçları

Gecikme Sayısı	nR^2	p-değeri
1	2.043906	0.152817
2	1.907936	0.385210
3	3.406914	0.333037
4	4.621669	0.328363
5	8.353916	0.137779

Tablo 12'deki ARCH testi sonuçları modelin değişen varyans problemi olmadığını göstermektedir. Tablo 10 – 12'ye göre modelin hata terimleri gerekli varsayımları sağlamaktadır.

V.4. İstatistikî Sonuçların Ekonomik Anlamda Değerlendirilmesi

İstatistiksel olarak anlamlı çıkan modele iktisadi açıdan bakıldığında, modelde kullanılan değişken katsayılarının ekonomik olarak da anlamlı olduğu görülmektedir. Türkiye Ekonomisi gerek iç gerekse dış açık veren bir yapıdadır. İç açık olarak bütçe açığı kastedilmektedir. Modelde kullanılan bütçe dengesinin milli gelire oranı negatif değer taşımaktadır. Bir başka anlatımla modelde kullanılan bu değişken bütçe açığının milli gelire oranı olarak da okunabilir. Bütçe dengesinin milli gelire oranının birinci dereceden farkının bir dönem gecikmeli değerindeki bir puanlık artışın sermaye hareketlerinde 0.79 puanlık artışa neden olduğu görülmektedir. Bu değişkenin değerinin negatif olduğu göz önüne alındığında bütçe açığının milli gelire oranının 1 puanlık yükselmesi yani açığın artışı aynı oranda sermaye hareketlerinin milli gelir içindeki payını 0.79 puan azaltacaktır. İktisadi açıdan düşünüldüğünde özellikle yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkeyi değerlendirmelerinde önde gelen göstergelerden biri bütçe dengesidir. Yabancı yatırımcılar bütçe açığı veren ve bu açığın arttığı ülkelere daha gönülsüz yatırım yapma eğilimindedirler. Bu anlamda bütçe açığındaki artışların Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını olumsuz etkilediği söylenebilir.

Bir ülkenin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmesinin önemli göstergelerinden biri kısa vadeli borçlarının döviz rezervlerine oranıdır. Bu oranın artışı yani kısa vadeli yükümlülüklerinin rezervlerinden fazla artması ya da kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek yeterli rezerv artışının olmaması ilgili ülkeye yönelik negatif algılamaları güçlendirmektedir. Modelde kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranının birinci dereceden farkının bir dönem gecikmeli değerinde bir puanlık artış sermaye hareketlerinin milli gelire oranında 3.8 puanlık bir azalmaya neden olmaktadır. Modelde kullanılan katsayının negatif çıkması yani sermaye hareketlerinin milli gelire oranı ile kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı değişkenleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla kısa vadeli borçların brüt rezervlere oranındaki artış sermaye hareketleri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip bulunmuştur. İstatistikî açıdan anlamlı olan katsayı ekonomik açıdan da anlamlıdır.

Enflasyon olgusu genel denge modellerinin birçoğunda önemli değişken olmasının yanında Türkiye ölçeğindeki önemi daha belirgindir. Şöyle ki 2001 yılı sonrasında Türkiye'de uygulayama sokulan istikrar programının en önemli saç ayaklarından birini oluşturmaktadır. Uygulanmakta olan ekonomik programının ana hedeflerinden birisi fiyat istikrarının kalıcı olarak sağlanmasıdır. Uygulanan ekonomik program çerçevesinde enflasyon

oranı çift hanelerden tek hane rakamlara düşürülmüştür. Modelde enflasyon oranının iki dönem gecikmeli değeri ile sermaye hareketlerinin milli gelire oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu bulunan ilişki iktisadi açıdan anlamlıdır. Enflasyonun iki dönem gecikmeli değerindeki 1 puanlık artış sermaye hareketleri üzerinde 0.11 puanlık bir azalmaya neden olmaktadır. Enflasyondaki azalış da Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını artırmaktadır.

Faiz oranı modelde kullanılan bir başka önemli bağımsız değişkenlerden biridir. Modelde kullanılan faiz değişkeni Türk Bankacılık Sisteminin 3 ay vadeli faiz oranı ile gösterge niteliğindeki ABD 10 yıllı hazine bonosunun farkıdır. Farkın açılması Türkiye faiz oranlarının yabancı yatırımcılara daha yüksek getiri vaat ettiği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla getirinin arttığı bir ortamda yabancı yatırımların dolayısıyla sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelmesi beklenir. Modelde katsayı pozitif çıkmıştır. Modeldeki faiz farkının bir dönem gecikmeli değerindeki 1 puanlık artış sermaye akımlarının milli gelire oranında 0.27 puanlık bir artışa neden olmaktadır. Bu katsayı ekonomik olarak anlamı bulunmuştur. Özellikle 2001 sonrası dönemde enflasyonla mücadelede sıkı para politikası uygulanmaktadır. Para politikası kapsamında ekonomideki likidite yüksek faiz oranları ile kontrol altında tutulmaya çalışılmaktadır. Türkiye'nin sunduğu faiz oranları ile diğer ülkelerin sundukları faiz oranları arasındaki farkın açılması Türkiye'yi özellikle portföy yatırımları anlamında yatırım yapılabilir cazip ülkelerden biri haline getirmektedir.

Modelde kullanılan bir başka bağımsız değişken ise reel efektif döviz kuru endeksidir (REDK). Reel efektif döviz kuru endeksi nominal efektif döviz kurunun fiyat endeksleriyle deflate edilmiş halidir. REDK ilgili ülkenin fiyat düzeyinin dış ticaret yaptığı ülkelerin fiyat düzeylerine oranının ağırlıklı geometrik ortalamasıdır. Bu endeks uluslararası fiyat rekabetinin önemli bir göstergesidir. REDK'teki artışlar Türk Lirasının reel olarak değer kazandığını, azalışlar ise YTL'nin reel olarak değer kaybettiğini ifade etmektedir. Modelde REDK değişkenin bir dönem önceki değerindeki 1 puanlık artış sermaye akımlarının milli gelire oranında 0.18 puanlık bir azalışa neden olmaktadır. Birbaşka anlatımla YTL'nin değerlenmesi bir dönem sonra sermaye akımlarının milli gelire oranını azaltmaktadır.

Gerçekte YTL'nin değerlenmesi yoğun sermaye akımlarının bir sonucu olduğu söylenebilir. Yani ilişkinin karşılıklı olduğu söylenebilir. Yoğun sermaye YTL'nin değerlenmesine neden olurken, değerlenen YTL yabancı yatırımcılar açısından caiz bir ortam sunmamaktadır. Çünkü eskiden

bir birim yabancı para ile x miktar Türk enstrümanları satın alınabiliyorken, YTL'nin değerlenmesi ile mevcut yabancı para miktarı ile x'den daha düşük miktarda satın alınabildiği anlamına gelmektedir. Bu anlamda bakıldığında REDK artışlarının sermaye akımlarını ters yönde etkilediği söylenebilir.

Son bağımsız değişken olarak modele konulan değişken kukla değişkendir. Ele alınan dönem içinde 2001 yılı Türkiye'nin en derin kriz yaşadığı yıllardan biri olmuştur. Bu yılın özel etkisini ölçebilmek için kukla değişken kullanılmıştır. Modelde kullanılan 2001 yılı kukla değişkenin katsayısı negatif çıkmıştır. Bunun iktisadi anlamı kriz yılında sermaye akımlarının olumsuz etkilendiğidir.

Model bütün olarak değerlendirildiğinde, modelin açıklama gücünün yüksek olduğu ve istatistiki açıdan anlamlı çıkan sonuçların ekonomik bakımdan da anlamlı olduğu görülmektedir. Model Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının bütçe dengesi, kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı, enflasyon, faiz oranları, reel efektif döviz kuru değişkenleri ile açıklanabileceğini ifade etmektedir. Bütçe açığındaki düşüşün sermaye akımlarını olumlu etkilediği modelden anlaşılmaktadır. Hakikaten 2001 yılı sonrası bütçe dengesinde önemli başarılar elde edilirken aynı dönemlerde sermaye akımlarından da önemli artışlar olmuştur. Gelişmiş ülkelerde başlayan faiz indirimlerinin gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarını olumlu etkilediği gerek literatürde gerekse ekonomi çevrelerinde sıklıkla dile getirilmiştir. Türkiye'nin pozitif anlamda yüksek faiz oranları sunması ile sermaye akımları arasında aynı yönlü bir ilişki model sonuçlarında çıkmıştır. Reel efektif döviz kuru artışları yani YTL'nin değerlenmesinin yabancı yatırımcılar açısından cazip durum olmadığı modelde ifade edilmektedir. Bu ekonomi yazınında ifade edilen düşük kur yüksek faiz sarmalı önermesi ile çelişmektedir. Ekonomi yazınından ifade edildiğini aksine modelimiz YTL'nin değerlenmesinin sermaye akımları üzeride olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir.

VI. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Finansal piyasalar hızla derinleşirken reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki makas giderek açılmaktadır. Finansal piyasalar gelişirken sofistike hal almakta ve her geçen gün piyasalar yeni ürün, araç ve kurumlarla yüz yüze gelmektedir. Ulusal finansal politikalar giderek birbirine yakın yapılara bürünmekte ve benzer risk algılamalarına göre şekillenmektedir. Finansal piyasaların karmaşıklaşması ile geleneksel risk algılamaları değişmekte, sınır ötesi sermaye akımlarındaki artışla birlikte ülkelerin bağımsız parasal otoriteleri zayıflamaktadır. Son yirmi yılda sınır ötesi sermaye akımları altı kat büyümüştür, bu büyüyen pastadan giderek artan miktarlarda finansal sistemlerini serbestleştiren gelişmekte olan ülkeler pay almaktadır. Sınır ötesi sermaye akımları hızla gelişmekte olan ekonomilere yönelirken, risk algılaması değişikliklerinde ise aynı hızda o ülkelerden çıkabilmektedir.

Finansal liberalizasyon, teknolojik gelişmeler ve finansal inovasyonlar sermaye akımlarını güçlendirmekte, güçlenen sermaye akımları itme etkisi (dışsal faktörler) ile çıkış/çöküş döngüsünü başlatabilmektedir. Sermaye akımları ülkelerin içsel darboğazları bulunması halinde çekme etkisiyle çıkış/çöküş döngüsünü herhangi bir bulaşmaya neden olmaksızın o ülkelere münhasır olarak tetikleyebilmektedir. Sermaye akımları önemli oranda içsel faktörlerin etkisinde olan gelişmekte olan ekonomiler, sağlıklı makro ekonomik ve finansal programlar uygulamak suretiyle çıkış ve çöküş döngüsünün etkilerini azaltabilmektedirler.

Finansal piyasalarda artan entegrasyon özellikle gelişmekte olan ekonomilerin ülkelerin üretimlerinde dalgalanmalara neden olabilmektedir. Herhangi bir nedenle finansal piyasalarda yaşanacak bir tıkanıklık gelişmekte olan ekonomilerin büyümelerine doğrudan yansımaktadır: İlgili ülkelerin uluslararası camiadan alacakları ticari krediler düşerken finansal sistemi derinden (ör. batık kredilerin bankacılık sistemindeki payı artmakta) etkilemektedir. Finansal sistemin güç duruma düşmesi üretimi etkilemektedir. Home bias olgusunun finansal sistemde hala kuvvetli bir argüman olması, gelişmekte olan ekonomilere yönelik risk algılaması değişikliklerinde bu ülkelerden gelişmiş ülkelere sermaye akımlarını hızlandırmaktadır.

Bilgi teknolojisindeki hızlı ilerleme küresel ölçekte yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini kuvvetlendirmiştir. Bilgi eksikliği hissedilen yatırımlara ya hiç yatırım yapılmamakta ya da yüksek risk primleri istenir hale gelmiştir. Ancak yüksek getiri sunarak cazibesini artıran

borçlanma ihtiyacı içindeki ekonomiler beraberinde çeşitli problemleri de taşımaktadırlar. Özellikle kamuya tam ve eksiksiz finansal tablolama ve raporlama sunamayan ekonomilerde borç verenler üzerinde yanlış seçim etkileri yaratabilmektedir (adverse selection). Yahut borç alıcısı konumundaki ülkeler riskli yatırımlarını olduğundan daha az riskli gösterme gayretleri ahlaki bir problem doğurmakta ve borç verenlerin ilgisini artırabilmektedir (moral hazard).

Son yaşanan krizlerde, gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı krizlerin şekli değişmiştir. Önceki krizlerde ülkenin ödemeler dengesi problemleri başrolü oynarken, yeni krizlerde ülkeden yoğun fon çıkışı, döviz kurunun önemli ölçüde değer kaybetmesi ve ekonominin belli bir bölümündeki özellikle bankacılık kesiminde kötüleşme ön plana çıkmaktadır.

Geçmişte yaşanan finansal krizlerin gerek küresel sisteme gerekse gelişmekte olan ekonomilere olumsuz etkileri olmuş olmakla birlikte bu finansal krizlerin bazı açılardan faydaları da olmuştur. Başta gelişmekte olan Asya ekonomileri olmak üzere pek çok gelişmekte olan ekonomi üretim ve finansal yapılarında köklü değişikliklere gitmişlerdir. Eskiden cari açık veren ekonomiler konumundaki gelişmekte olan ülkeler özellikle son on yılda ihracat ağırlıklı üretim yapıları ile dış fazla veren dolayısıyla cari fazla oluşturan ekonomiler haline gelmişlerdir. Bu süreçte gelişmekte olan ekonomiler fiyat istikrarını sağlamış, uzun dönemli büyüme trendinde olan ülkeler haline gelmişlerdir. Çarpıcı sonuçlardan biri belki de gelişmekte olan ekonomilerin görece düşük reel faiz oranlarında yerel para birimleri değerlenmeden, döviz rezervlerini artırarak büyüme tempolarını sürdürebilmeleridir.

Geçmiş krizlerden gelişmekte olan ekonomiler kadar bu ülkelere kredi veren özel ve resmi kredi kurumlar da çeşitli dersler almışlardır. Resmi kredi kurumları (IMF, Dünya Bankası gibi) gelişmekte olan ülkelere kredi açarken daha sıkı şartların yanında onların mevcut ekonomik yapılarını da göz önüne alan reçeteler sunmaya başlamışlardır. Kreditörlerin kredi geri dönüşlerini garanti eder tutumları bu ülkelere yönelik yeni fon kanallarının açılmasına neden olmuştur. Özelikle gelişmiş ülke kurumsal yatırımcıların (yatırım ve emeklilik fonları) yatırım prosedürlerini gevşetmeleri ve gelişmekte olan ülkelere yönelik yatırımlarını artırmaları gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının artışına neden olmuştur. Ancak köklü kurumsal yatırımcıların yanında spekülatif güdüleri ağırlıklı ve mobilitesi yüksek finansal kurumların da bu süreçte etkili olduğu gözlenmiştir (hedge fonlar).

Olgu	Fırsat	Tehdit
Sınır ötesi sermaye akımlardaki artış ve yeni aktörler (hedge fonlar, petrodolar, private equity, uluslararası kurumsal yatırımcılar)	Sermaye akımları stratejik sektörlere yöneltilmesi halinde olumlu.	Gelişmekte olan ekonomiler risk algılamasındaki ani değişikliklerde mobiliteai hızlı sermaye akımları çıkışından olumsuz etkileniyor.
Geçmiş finansal krizler	Kriz deneyimi ülkenin üretim ve finansal yapısını değiştirmesi yönünde bir fırsattır.	
Reel faiz oranları ile faize duyarlı portföy yatırımları arasında güçlü bağın olmaması	Sermaye akımının devamı için yüksek faiz oranı sunma ihtiyacı hissedilmemesi gelişmekte olan ekonomiler için fırsattır.	
Kamuya yeterli bilgi sunmama, yetersiz finansal tablolama		Ters Seçim ve Ahlaki Probleme neden oluyor.
İtme etkisi		Tüm finansal sistemler etkilenir, ülkeler bulaşma ihtimali yüksektir.
Çekme Etkisi		Yapısal sorunları bulunan, makro ekonomik koşulları kötü ülkeler birinci derecede etkilenmektedir.
Bulaşma ve Sürü Etkisi: 1998 yılına kadar olan krizlerden farklı olarak son yıllardaki krizlerin bulaşma etkisi sınırlı kalmıştır.	Makro ekonomik koşullarını düzelten ülkeler yaşanan finansal kırılganlıklardan daha az etkilenmektedir.	Yapısal sorunları ve makro ekonomik koşulları iyileşmeyen ülkelerin kırılganlıkları devam ediyor.
Türkiye makro ekonomik koşullarında iyileşme sağladı. Yapısal sorunlarında iyileşme görece yavaş.	Fiyat istikrarı, bütçe disiplini (faiz dışı fazla), parasal kontrol, özelleştirme ve varlık satışları başarılı.	Borç stoku küçülmemesi, ekonominin artan döviz açığı vermesi.
Türkiye ekonomisinin son yıllarda büyümesi istikrarlı.	Verimlilik artıyor. Ekonomi daha rekabetçi bir yapıya dönüşüyor.	Ekonomi yeterince istihdam yaratamıyor.
YTL değerlenmesi	Verimli üretimi teşvik ediyor.	Rakip ülkelerin paralarına göre değerli YTL rekabeti olumsuz etkiliyor.
Net Sermaye Akımının Cari Açığın üzerinde olması	Cari açığın sürdürülmesi bakımından güvence.	
Finansal Olmayan Özel Kesimin Borç Kullanımı ve Borç Stoku artıyor.	Borç kompozisyonunun uzun vade ağırlıklı olması avantaj.	Dış borç stokunun artışı özel kesimin finansal dengesizliklere karşı hassasiyetini artırıyor.
Sıcak para miktarı artıyor.	Özel sermaye piyasası araçlarının kriz dönemlerinde tepkisi sınırlı, özellikle hisse senetleri anlamında olumlu bir durum.	Kriz dönemlerinde kısa vadeli banka kredi ve DİBS tepkisi sert. Yerli kaynaklı sıcak paranın yabancı yerleşikler kaynaklı sıcak paraya nazaran hassasiyeti fazla.
Ampirik çalışma YTL'nin değerlenmesinin sermaye akımlarını olumsuz etkilediği sonucunu göstermektedir.	Düşük kur yüksek faiz sarmalı Türkiye'nin sermaye akımlarını çekmekte istatistiksel açıdan anlamlı değildir.	
Ampirik çalışma bütçe açığı, enflasyon, kısa vadeli dış borç/rezervlerin artışının sermaye akımlarını olumsuz etkilediğini gösteriyor.	Fiyat istikrarının ve bütçe disiplinin devam etmesi yurt dışından Türkiye'ye yönelen fonları olumlu yönde etkiliyor.	Kısa vadeli dış borç artışları sermaye akımlarını tedirgin ediyor.

Bir ülkede yaşanan krizin diğer ülkelere sirayet etmesi olarak tanımlanan bulaşma etkisinin son yaşanan Brezilya, Türkiye ve Arjantin krizlerinde oldukça sınırlı kaldığı görülmektedir. Her üç anlamında da

bulaşma etkisinin (ticaret bağlantıları, finansal bağlantılar ve saf bulaşma) son krizlerde minimum düzeyde kalmasında yaşanan krizlerin beklentiler dahilinde olması kadar özellikle başta Asya ekonomileri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunlarını önemli ölçüde halletmiş olmalarının da rolü büyük bulunmaktadır.

Son yıllarda uluslararası fonlar ağırlıklı olarak başta tahvil ve bono piyasaları ile hisse senedi piyasalarını tercih etme eğilimindedirler. Fonların ani hareketleri gelişmekte olan ekonomilere ciddi hasarlar verebilmektedir. Bu ani hareketlerde ilgili ülkeye ilişkin temel makro ekonomik olumsuz haberler kadar bilgi eksikliği nedeni ile yaşanan sürü hareketlerinin de etkisi bulunmaktadır. Bu noktada sermaye piyasalarında kamu bilgilendirme kriterlerinin titizlikle uygulanması, şeffaflık, kurumsal yönetimin yaygınlaşması gibi konularda mesafe alınması yatırımcılara güven vermektedir.

Sermaye giriş ve çıkışının serbest olduğu bir ekonomide sermaye piyasaları makro ekonomik istikrarın yan bir unsuru olmaktan çıkarak temel unsuru haline gelmiştir. Faiz, döviz piyasalarında koruyucu mekanizmaların yaygınlaşması (faize ve dövize dayalı türev araçlar gibi) gerek reel kesime gerekse makro ekonomik istikrara katkı yapabilmektedir.

Reel sektör de bankacılık sektöründe gözlemlendiği gibi kur ve vade riskine maruz kalabilmektedir. Reel sektörün borcunun toplam ekonomiye oranı büyüdükçe ülke bir borçlanma krizine ve daha sonra da kur riskine maruz kalabilmektedir. Asya krizinden önce Endonezya ve Güney Kore, bu konuda iyi bir örnek oluşturmaktadır. Bu ülkelerde şirketlerin borç/özkaynak oranları önemli ölçüde yükselmiş olup, yüksek kur riskleri bulunmaktaydı.

Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını değerlendirirken, Türkiye ekonomisindeki aktarım kanallarının tespitinin iyi yapılması gerektiği düşünülmektedir. Şöyle ki Türkiye'ye yönelen fon akımları YTL'nin değerlenmesine ve faizlerin düşüşüne neden olmaktadır. Faizlerin düşmesi iç talebin canlanmasını, kredi stoğunun artmasını ve gerek özel kesimin gerekse kamunun daha uzun vadelerde daha ucuz maliyetlerle borçlanmasını sağlamaktadır. YTL'nin değerlenmesi ise fiyat istikrarını desteklerken, ihracatın ithalata bağımlılığını artırmakta, dış borçlanmayı kolaylaştırmaktadır (özellikle banka ve bankacılık dışı özel kesimin dış borç stoku artışı). Bu durum dinamik bir süreç olup, enflasyon hızındaki yavaşlama, faizlerin gerilemesi iç talep artışını, iç talepteki artışı kredi ve ithalat artışını getirmektedir. Bu süreç yüksek büyüme, borç stoku artışı ve cari açıkla sonuçlanmaktadır.

Dolayısıyla Türkiye'ye yönelik fon akımlarının cari açığın sürdürülebilirliği anlamında kritik bir önemi bulunmaktadır.

Türkiye ekonomisi ciddi bir yapısal dönüşümden geçmektedir. Kamunun ekonomi içindeki ağırlığı azalırken, özel kesimin üretim biçimi ve yapısı değişmektedir. Özel kesim anlamında bu dönüşümün temel karakteristik noktasını üretimde daha az çalışan daha çok makine olarak özetlenebilecek "verimlilik" oluşturmaktadır. Türkiye ekonomisi dış rekabette daha esnek üretim yapısına dönüşmekte, daha az kar marjları, daha az istihdam ile yüksek üretim hacimlerini hedeflemektedir.

Son onbeş yıllık süreçte Türkiye ekonomisi ile içinde yer aldığı gelişmekte olan ekonomilere bakıldığında bazı noktalarda benzerlikler, bazı noktalarda ise farklılaşmalar gözlenmektedir. Temel benzer noktalar geçen bu zaman zarfında gerek Türkiye'nin gerekse gelişmekte olan ekonomilerin fiyat istikrarını sağlarken yüksek oranlı büyümeyi başarabilmiş olmasıdır. Gelişmekte olan ekonomiler ile Türkiye'yi ayıran temel noktalar, cari denge ile dış borçlarda ortaya çıkmaktadır: Gelişmekte olan ekonomiler geçen zaman zarfından cari fazla verir duruma gelirken, dış borçlarının rezervlerine oranı önemli ölçüde azalmıştır. Türkiye ekonomisi ise giderek artan cari açık verirken aynı zamanda toplam dış borçlarının rezervlerine oranı ele alınan dönemde yüksek seviyede oluşmuştur. Gelişmekte olan ekonomiler yerel para birimleri değerlenmeden cari fazla yaparlarken, Türkiye ekonomisi artan cari açığının yanında Türk Lirası da hızla değerlenmiştir. Dış borçlara daha yakından bakıldığında ise gelişmekte olan ekonomilerin ve Türkiye'nin dış borçlarının nominal olarak arttığı görülmektedir. Ancak gelişmekte olan ekonomilerin yüksek seviyede rezerv biriktirmeleri toplam dış borçlar/rezervler oranın gerilemesine neden olmaktadır. Türkiye'nin dış borçlarının artış hızı hem gelişmekte olan ekonomilerin artış hızından daha yüksek hem de rezervlerindeki artış gelişmekte olan ekonomilere göre daha sınırlıdır.

Sermaye hareketleri anlamında son yıllarda gelişmekte olan ülkelere olduğu kadar Türkiye'ye de yoğun sermaye girişi olmaktadır. Türkiye'ye giren sermaye miktarı son beş yıllık dönemde (2002-2006) geçmiş dönemlerde olanın çok üzerindedir. Son beş yıllık dönemde Türkiye'ye yıllık ortama 25 milyar doların üzerine net sermaye girişi olmuştur. Bu miktar bir önceki beş yıllık döneme kıyasla 14 kat artışı ifade etmektedir. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerin net sermaye girişleri % 83 oranında arttığı göz

önüne alındığında Türkiye'ye giren sermaye akımlarının büyüklüğü daha iyi anlaşılmaktadır.

Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarına daha yakından bakıldığında, kriz dönemleri hariç (1994, 1998 ve 2001) net sermaye miktarının cari açığın üzerinde olduğu görülmektedir. Net sermaye miktarının cari açığının üzerinde bir eğilim göstermesi cari açığın sürdürülmesi konusunda önemli güvencelerden birini oluşturmaktadır. Ancak uzun yıllar düşük oranlarda seyreden cari açık/GSMH oranın (yıllık ortama anlamında 1992-1996: % -1, 1997-2001: %- 0.7), son yıllarda artış kaydetmesi (1998-2006: % - 4.7) dikkati çeken bir noktadır. Cari açığın temel sebebi ekonominin dış ticaret açığı vermesi ve bu açığın yıllar içinde artışıdır. 1980'lerde milli gelir içinde dış ticaret açığının payı % 4'ler mertebesindeyken, 2006 yılına gelindiğinde bu oran % 14'lere ulaşmıştır. Bunda Türkiye ekonomisinin giderek artan hızda ihracata dayalı olarak büyümesi, ihracatın ithalata bağımlılığındaki artışın etkisi belirleyicidir. Yıllar içinde ithalatın kompozisyonuna bakıldığında, toplam ithalat içinde yatırım malları ithalatının azaldığı, tüketim malları ithalatının stabil kaldığı buna mukabil ara malı ithalatının giderek arttığı görülmektedir. Buradan şu sonuca ulaşılabilir: Türkiye ekonomisi büyümekte, ekonomi büyürken üretim sürecinde artan miktarda ithal ara malı kullanmaktadır. YTL'nin diğer para birimlerine karşı değerlenmesi ithal ara malı girdi kullanımını teşvik etmektedir. Özelikle ara malı ithalatı ile imalat sanayi üretimi arasındaki yakın bağ 2003 sonrasında kopmuş ve ara malı ithalatı sanayi üretiminin üzerinde artma eğilimi göstermiştir. Ayrıca üretimde kullanılan enerjinin ara malları içinde sayılıyor olmasının ve enerji fiyatlarındaki artışın ithalatın değer olarak artışına katkı yaptığı şüphesizdir. Bir başka ifade ile son yıllardaki dünya enerji fiyatlarındaki artışın ara malının değer olarak artışında etkisi bulunmaktadır.

Dış ticaret kompozisyonundaki ithalat lehine olan farkın artması ve sonuçta cari açığın artışına karşılık bu açığın finansman yapısı son beş yıllık dönemde önemli iyileşmeler kaydetmiştir. 2002 öncesi dönemde Türkiye ciddi anlamda doğrudan yatırım çekemezken, bu tarihten sonra giderek artan miktarda doğrudan yatırım çeken ülkeler arasına girmiştir. 2006 yılında ülkeye giren net sermaye miktarının üçte biri doğrudan sermayeden oluşmuştur. Doğrudan sermaye artışlarının yanında en az doğrudan sermaye kalemi kadar önemli bir kalem daha bulunmaktadır. Bu kalem krediler kalemidir. Krediler kalemi içinde bankacılık dışı özel sektörün kullandığı borçlanma amaçlı kredi kullanımındaki artış dikkat çekicidir: Örneğin 2003 yılında bu şekil özel sektörün kullandığı kredilerin net sermaye miktarına oranı % 16 iken 2006 yılında % 34'e çıkmıştır. Bir başka anlatımla aynı dönem zarfında bankacılık dışı özel kesimin borçlanma amaçlı kredi kullanımı 1 milyar dolardan 19

milyar dolara çıkmıştır. Akım değişkenler (ödemeler dengesinde ifadesini bulan) yerine stok anlamında bakıldığında da yıllar içinde özel sektörün borçlanmasının önemli ölçüde arttığı gözlemlenmektedir. 1996 yılında finansal olmayan özel kesimin dış borç stoku milli gelir içinde % 14.7'lik bir paya sahip bulunurken, 2006 yılında bu oran % 30.3'e çıkmıştır. Bunun parasal ifadesi bu kesimin dış borcunun 11.8 milyar dolardan 48.6 milyar dolara çıktığıdır. Ancak bu kesimin dış borcunun vade kompozisyonuna bakıldığında yıllar içinde giderek daha uzun vadelerde borçlanmanın ağırlık kazandığı gözlenmektedir.

Sıcak para olgusu son yıllarda gerek literatürde gerekse ekonomi ve finansal çevrelerde önemli tartışma konularından birini oluşturmaktadır. Beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak tanımlanan sıcak para olgusu spekülatif, aşırı dalgalanma ve hızlı hareket kabiliyeti unsurlarını içermektedir. Dolayısıyla sıcak paranın hacminden çok akışkanlığı daha fazla önem arz etmektedir. Türkiye'de sıcak paranın kriz dönemlerinde önemli miktarlarda çıkış yönünde olduğu, son beş yıllık dönemde ise ciddi biçimde artma eğilimde olduğu görülmektedir. 2003 öncesi dönemde 10 milyar doların altında seyreden sıcak para, bu tarihten sonra hızla artmış ve 2006 yılında 21 milyar dolar yükselmiştir. Ancak Türkiye ölçeğinde sıcak paranın kriz dönemlerinde davranışı benzer bulunmamıştır: Örneğin 1994 krizinde banka kredileri (6.6 milyar dolar azalmış) önemli düşüş gözlenirken, 1998 kriz yılında en fazla tepkiyi DİBS'ler vermiştir (4 milyar dolar dışarıya transfer). 2001 krizinde ise en fazla tepki banka kredileri (7 milyar dolar çıkış) ve DİBS'ler (3.7 milyar dolar çıkış) göstermiştir. Dolayısıyla son iki ciddi krizin ortak paydası olan DİBS hareketleri ve düzeyine dikkat edilmesi gerektiği düşünülmektedir. Sıcak paranın kaynağına kesimler itibariyle bakıldığında kriz dönemlerinde 1998 kriz yılı hariç yerlilerin finansal kırılganlıklara tepkisinin yabancılardan daha fazla olduğu görülmektedir. Yerliler tarafından yaratılan sıcak para kalemlerinin "bankacılık kesimi kısa vadeli krediler ile bankacılık dışı özel kesimin yurtdışı kısa vadeli kredileri" olduğu göz önüne alındığında özellikle bu kalemlerin hareketlerine dikkat edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Sermaye akımlarına yönelik yapılan çeşitli ampirik çalışmalarda benzer sonuçların yanında farklılaşmalar da bulunmaktadır. 1990'ların başında Latin Amerika ekonomilerine giren sermaye ile düşen ABD faiz oranları arasında istatiksel anlamda anlamlı ilişki bulunmuş ve bu ilişki ekonomik olarak ele alınan dönemde gelişmekte olan ekonomilere giren sermaye miktarını belirleyen temel faktörler dışsal faktörlerdir şeklinde yorumlanmıştır (Calvo, Leinderman ve Reinhart 1993). Miles-Feretti ve Razin'in 1998 tarihli

çalışmasında sermayenin ani çıkışında hem içsel hem de dışsal faktörlerin etkili olduğu sonucu ulaşmışlardır. Berg ve Patttilo ise 1997 Asya krizinde içsel faktörlerin daha önemli olduğu sonucuna erişmişlerdir.

Rapor kapsamında yapılan ampirik çalışmada Türkiye'ye giren sermaye akımlarının bütçe açığı, kısa vadeli dış borçlar/rezervler oranı, enflasyon, faiz oranı ve reel efektif döviz kuru değişkenleri ile açıklanabileceği bulunmuştur. Modelde bütçe açığındaki düşüşlerin Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını olumlu etkilediği bulunmuştur. Ayrıca modele göre Türkiye'nin sunduğu pozitif reel faiz oranları sermaye akımlarını olumlu etkilemektedir. Diğer değişkenler olan enflasyon ve kısa vadeli dış borçlar/rezervler oranlarının da istatistiksel sonuçları ekonomik beklentiler doğrultusunda çıkmıştır. Yani enflasyondaki artışlar ile kısa vadeli dış borç /rezervler oranındaki artışların sermaye akımlarını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak reel efektif döviz kuru değişkeninin istatistiksel sonucuna göre YTL'nin değerlenmesinin yabancılar açısından cazip bir durum olmadığı sonucu çıkmıştır. Ekonomi yazının aksine YTL'nin değerlenmesinin sermaye akımları üzerinde olumsuz etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Bir başka ifade ile YTL'nin diğer para birimlerine karşı değer kaybetmesi sermaye akımlarını azaltıcı değil artırıcı bir unsur olmaktadır.

KAYNAKLAR

- Akaike, H. (1973). "Information Theory and An Extension of the Maximum Likelihood Principle". B. Petrov, F. Csaki (eds), 2nd International Symposium on Information Theory, Académiai Kiado, Budapest.
- Akaike, H. (1974). "A New Look at the Statistical Model Identification". IEEE Transactions on Automatic Control, AC-19.
- Akyüz, Y. And A. Conford (1999) "Capital Flows to Developing Countries and The Reform of The International Financial System" no.143, UNCTAD.
- Altun O, Yalçıner B., Çoşkun Y., İmişiker S. (2007) "Ekonomik Güvenlik ve Sermaye Piyasalarına Yönelik Olası Riskler" SPK Araştırma Raporu.
- BDDK, (2007), *"Türk Bankacılık Sistemi Kur Değerlendirme Raporu II,"* (Nisan), Internet: http://www.bddk.org.tr
- Berg, A. and C. Patillo, "Are Currency Crises Predictable?," IMF Working Paper, WP/98/154, July 2000.
- Berg, A. and C. Patillo, "The Challenges of Predicting Economic Crises," IMF Economic Issues, No. 22, July 2000.
- Box, G. E. P.; Cox, D. R. (1964). "An Analysis of Transformations". *Journal of Royal Statistical Society, Series B* 26.
- Breusch, T. S. (1978). "Testing for Autocorrelation in Dynamic Linear Models". *Australian Economic Papers*, 17.
- Calvo, Guillermo and Frederic Mishkin, "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," NBER Working Paper No. 9808, 2003.
- 11) Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. (1993). "Capital Inflows to Latin America: the Role of External Factors". *Staff Papers*, International Monetary Fund, 40 (March).
- 12) Demirguc-Kunt, Asli and Enrica Detragiache, "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability?: Empirical Investigation," Journal of Monetary Economics, Vol. 49, Issue 7, 2002, Pp. 1373-1406.
- 13) Dickey, D.; Fuller, W.A. (1979). "Distribution of the Estimates for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Journal of American Statistical Association 74.*
- 14) Dickey, D.; Fuller, W.A. (1981). "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with A Unit Root". *Econometrica,* 49. 74
- 15) Dornbusch, Rudiger, Yung Chul Park and Stijn Claessens, "Contagion: Understanding How it Spreads," World Bank Research Observer, Vol. 15, No. 2, Pp.177-197, August 2000.
- 16) Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series.* John Wiley and Sons.
- 17) Kaminsky, Greciala and Carmen M. Reinhart, (1999), *"The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems",* **American Economic Review 89** (3): 473- 500.
- 18) Ortiz G., (2002), *"Recent Emerging Market Crises-What have we learned ?"*, Per Jacobson Lecture, Basle Switzerland.
- 19) LIPSEY, Robert E. (2001). *Foreign Direct Investors in Three Financial Crises.* **NBER Working Paper** (No. 8084).
- 20) SPK Haftalık Para Raporu (2005) Yıl: 1 Sayı 50