

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

**FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE
ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE
MAKROEKONOMİK ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Nagehan KESKİN

Danışman
Prof. Dr. Temel ERGUN

2008

YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

... / ... / 2008

Nagehan KESKİN

DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı :Nagehan Keskin
Anabilim Dalı :İktisat
Programı :İktisat
Tez Konusu :Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği
Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 30.maddesi gereğince doktora tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA O OY BİRLİĞİ O
DÜZELTİLMESİNE O* OY ÇOKLUĞU O
REDDİNE O**

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

- * Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez, burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir. Evet
Tez, mevcut hali ile basılabilir. O
Tez, gözden geçirildikten sonra basılabilir. O
Tezin, basımı gerekliliği yoktur. O

JÜRİ ÜYELERİ

..... Başarılı Düzeltme Red İMZA
..... Başarılı Düzeltme Red
..... Başarılı Düzeltme Red
..... Başarılı Düzeltme Red
..... Başarılı Düzeltme Red

ÖZET

Doktora Tezi

Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği

Nagehan KESKİN

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Programı

Günümüzde dünya ekonomisinde yaşanan en önemli olgulardan birisi, 1970’li yılların sonunda gelişmiş ülkelerde başlayan ve 1980’li yıllarla birlikte GOÜ’leri de kapsayacak biçimde yaygınlaşan finansal serbestleşme uygulamaları ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir. Dünya genelinde yaşanan bu süreçte; GOÜ’lerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmek için dış finansal kaynaklara duydukları gereksinim, gelişmiş ülkelerin kendi sermayelerine daha karlı yatırım olanakları yaratma istekleri ve finansal serbestleşmeye yönelik politikaların genel olarak benimsenmesi, uluslararası sermaye hareketlerinin büyük bir hız kazanarak önemli boyutlara ulaşmasına neden olmuştur.

1980’li yıllarda dünyada yaşanan finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, Türkiye ekonomisinde de 24 Ocak 1980 Kararları ile başlayan dışa açılma ve serbestleşme süreci, 1989 yılında sermaye hareketlerinin tümüyle serbest bırakılması ile tamamlanmıştır. Sermaye hareketlerinin önündeki tüm kısıtlamaların kaldırılması, Türkiye’ye yönelik finansal sermaye hareketlerinin hacmini ve akışkanlığını önemli ölçüde arttırırken, aynı zamanda söz konusu akımların ülkenin makroekonomik göstergeleri üzerinde yarattığı olumlu ve olumsuz etkilerin de yoğun olarak tartışılmasına neden olmuştur.

Bu çalışmanın amacı, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaları kaldırarak, uluslararası finansal sermaye akımlarına açılan Türkiye ekonomisinde, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin, seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini, zaman serisi verilerine dayalı eşbütünleşme yöntemi yardımıyla analiz etmektir. Bu amaç doğrultusunda, Türkiye ekonomisine yönelen kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi, 1992-2007 dönemine ilişkin aylık veriler kullanılarak, sınır testi ve ARDL yaklaşımı ile araştırılmıştır.

Ekonometrik analiz sonucunda; Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının uzun dönemde, ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Ancak, söz konusu sermaye hareketleri ile para arzı arasında

uzun dönemli bir ilişkinin varlığı saptanamamıştır. Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu saptanmış ancak, sonuçlar ilişkinin niteliği hakkında kesin bir yargıya varmayı engellemiştir. Ayrıca, portföy yatırımlarının uzun dönemde, döviz rezervlerini, İMKB endeksinin getirisini ve İMKB işlem hacmini arttırdığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Portföy Yatırımları, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Finansal Krizler, Sermaye Denetimleri.

ABSTRACT

PhD Thesis

The International Capital Movements and Their Macroeconomic Effects in The Process of Financial Liberalisation: The Case of Turkey

Nagehan KESKIN

**Dokuz Eylul University
Institute of Social Sciences
Department of Economics
Economics Program**

Nowadays one of the most important phenomena in the world economy is financial liberalisation applications. Liberalisation of capital movements, which started in developed countries at the end of the 1970s and in conjunction with 1980s it became widespread also in developing countries. In this period, on one hand, developing countries' need of foreign financial sources in order to realize economic development and on the other hand, the will of the creation of more profitable investment opportunities on the part of developed countries gave momentum and new dimensions.

Parallel to financial liberalisation process in 1980s in the world, the liberalisation process in Turkish economy started with 24 January 1980. The process completed with the full liberalisation of capital movements in 1989. Removing all the restrictions on capital movements significantly increased the volume and flow of financial capital movements to Turkey. At the same time it raised the arguments about the positive and negative effects of these flows on macroeconomic indicators of the country.

The purpose of this study is to analyse the effects of portfolio investments and short term capital movements in Turkish economy. More specifically, it is aimed to analyse the effects of portfolio investments and short term capital movements on chosen macroeconomic variables using cointegration analysis which is based on time series variables. The effects of short term capital movements and portfolio investments have been investigated by using monthly variables for 1992-2007 period with bound test and ARDL approach.

As a result of the econometric analysis, it was found that in the long run, short term capital movements and portfolio investments cause to appreciation of national money effecting the current account balance negatively. In this context, a long run relationship between capital movements and money supply was not found. A relationship between portfolio investments and short term capital movements and interest rates have been found in the long run. However,

results don't lead us to have an absolute judgement about the nature of the relationship. Besides, it was found that in the long run portfolio investments increase the exchange reserves, the return of Istanbul Stock Exchange index and Istanbul Stock Exchange operation volume.

Key Words: Financial Liberalisation, Portfolio Investments, Short Term Capital Movements, Financial Crisis, Capital Controls.

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ	ii
DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvii
KISALTMALAR	xviii
GİRİŞ	1
1. Araştırma Konusunun Önemi ve Amacı	1
2. Araştırmanın Yöntemi.....	2
3. Araştırmanın Planı	4

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ: KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE

I. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI VE KURAMSAL TEMELLERİ	6
A. Finansal Serbestleşmenin Anlamı ve Kapsamı.....	7
1. Finansal Baskı ve Etkileri	9
2. İç ve Dış Finansal Serbestleşme.....	12
3. Serbestleşmede Sıra ve Süre Sorunu.....	13
B. Finansal Serbestleşme Politikalarının Kuramsal Temelleri	16
1. McKinnon- Shaw Yaklaşımı.....	16
2. Yeni Yapısalcı Yaklaşım.....	19
3. Yeni Keynesyen Yaklaşım	21
II. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE KAVRAMSAL YAKLAŞIM	23
A. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Çeşitleri	23

1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	26
2. Portföy Yatırımları	27
3. Diğer Yatırımlar	30
a. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	31
b. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	31
B. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi	34
III. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE KURAMSAL	
YAKLAŞIM	38
A. Faiz Paritesi Kuramı	39
B. Portföy Dengesi Kuramı	44
C. IS-LM-BP Analizi Bağlamında Sermaye Hareketleri	46
IV. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GOÜ'LERE	
YÖNELMESİNİN NEDENLERİ	49
A. İçsel Faktörler	50
B. Dışsal Faktörler	53

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ: MAKROEKONOMİK ETKİLER, FİNANSAL KRİZLER VE SERMAYE DENETİMLERİ

I. SERMAYE HAREKETLERİNDE SERBESTLEŞME SÜRECİ, FİNANSAL REFORMLAR VE MAKROEKONOMİK İSTİKRAR	57
A. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesinin Zamanlaması ve Sıralaması ...	58
B. Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik İstikrar.....	60
C. Çeşitli Ülkelerin Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Sermaye Hareketlerine Açılma Deneyimleri.....	62
II. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ.....	64
A. Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru.....	65
B. Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları.....	68
C. Sermaye Hareketleri ve Döviz Rezervleri	70
D. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı	72

E. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi	75
F. Finansal Derinleşme ve Gelişme	77
G. Sermaye Hareketleri ve Menkul Kıymet Piyasaları	79
III. GOÜ'LERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ	
VE FİNANSAL KRİZLER	81
A. GOÜ'lere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Hacmi.....	81
B. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki.....	87
C. GOÜ'lerde Yaşanan Finansal Krizler ve Sermaye Hareketlerinin Rolü	92
1. Meksika Krizi (1994)	93
2. Asya Krizi (1997).....	96
3. Rusya Krizi (1998)	99
4. Brezilya Krizi (1999)	101
5. Arjantin Krizi (2001).....	103
IV. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN DENETİMİ.....	107
A. Sermaye Denetimlerinin Nedenleri ve Etkileri.....	108
B. Sermaye Denetimlerinin Tarihçesi.....	109
C. Sermaye Denetimlerinin Türleri	111
1. Doğrudan (İdari) Denetimler.....	112
2. Dolaylı (Piyasa Temelli) Denetimler	112
3. Küresel Düzeyde Sermaye Denetimi: Tobin Vergisi.....	114
D. Sermaye Denetimlerine İlişkin Çeşitli Ülke Deneyimleri	117
1. Uzun Süreli Yoğun Denetimler: Çin ve Hindistan.....	118
2. Sermaye Çıkışları Üzerindeki Denetimler: Malezya	119
3. Sermaye Girişleri Üzerindeki Denetimler: Şili	121
E. Sermaye Denetimlerinin Etkinliği.....	123

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

I. 1980 ÖNCESİ TÜRK FİNANS PİYASALARININ GENEL GÖRÜNÜMÜ	125
II. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE YAPILAN REFORMLAR.....	127
A. Faiz Oranları Üzerindeki Denetimlerin Kaldırılması	128
B. Döviz Kuru Politikasının Değişmesi	129
C. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurulması	131
D. Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması	132
E. Merkez Bankası Bünyesinde Piyasaların Kurulması	132
F. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi	134
G. Bankacılık Sektörü İle İlgili Reform ve Düzenlemeler	136
III. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİNİN İÇERİĞİ VE GELİŞİMİ ...	137
A. Türkiye’de Sermaye Hareketleri Hesabının İçeriği ve Özellikleri	138
B. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Hacmi ve Gelişimi.....	139
1. Toplam Sermaye Hareketleri	140
2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	144
3. Portföy Yatırımları	145
4. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	147
5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	150
IV. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ	154
A.Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru.....	155
B. Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları.....	160
C. Sermaye Hareketleri ve Döviz Rezervleri	167
D. Sermaye Hareketleri ve Para Politikası	170
E. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı	172
F. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi	176
G. Finansal Piyasalarda Derinleşme ve Gelişme	181

1. Finansal Derinleşme Göstergelerinin Gelişimi	182
2. Kredi ve Mevduatların Gelişimi.....	184
3. Yurtiçi Finansal Varlıkların Gelişimi.....	186
H. Sermaye Hareketleri ve Menkul Kıymetler Piyasası.....	189
V. FİNANSAL SERBESTLEŞME SONRASI TÜRKİYE’DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİ	193
A. 1994 Krizi	194
B. Kasım 2000 Krizi	200
C. Şubat 2001 Krizi	205

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ: TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN EKONOMETRİK BİR ANALİZ

I. SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ KONUSUNDA YAPILAN UYGULAMALI ÇALIŞMALAR.....	212
II. EKONOMETRİK YÖNTEM.....	215
A. Zaman Serilerinde Durağanlık	217
1. Birim Kök Testleri	218
a. Yapısal Kırılmaların Dikkate Alınmaması Durumunda Uygulanan Birim Kök Testleri.....	218
b. Yapısal Kırılmaların Dikkate Alınması Durumunda Uygulanan Birim Kök Testleri	219
2. Mevsimsel Birim Kök Testleri	223
B. Eşbütünleşme Analizi: Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı	224
III. VERİ SETİ	229
IV. UYGULAMA SONUÇLARI	230
A. Birim Kök Testi Sonuçları	230
B. Sınır Testi Yaklaşımı ile Eşbütünleşme İlişkisi Araştırılacak Modellerin Belirlenmesi	234

C. Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları	236
1. Sermaye Hareketleri ve Reel Döviz Kuru	237
2. Sermaye Hareketleri ve DİBS Faiz Oranı	242
3. Sermaye Hareketleri ve Mevduat Faiz Oranı	246
4. Sermaye Hareketleri ve TCMB Döviz Rezervleri	251
5. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı	256
6. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi	258
7. Sermaye Hareketleri ve İMKB Endeksi	262
8. Sermaye Hareketleri ve İMKB İşlem Hacmi	266
SONUÇ	270
KAYNAKLAR	283

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Yükselen Piyasalar ve GOÜ'lere Yönelik Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)	84
Tablo 2: Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)	141
Tablo 3: Türkiye'ye Yönelik Net Portföy Yatırımları (Milyon Dolar).....	145
Tablo 4: TCMB Tarafından Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları (Milyon Dolar)	158
Tablo 5: Türkiye'de Enflasyon ve Faiz Oranları (%)	161
Tablo 6: TCMB Döviz Rezervleri (Milyon Dolar)	168
Tablo 7: TCMB Analitik Bilançosu (Seçilmiş Kalemler) ve TCMB Toplam Net Döviz Alımları	173
Tablo 8: Türkiye'de Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar)	177
Tablo 9: Türkiye'de Finansal Derinleşme Göstergelerinin Gelişimi	183
Tablo 10: Mevduat Bankaları Kredi ve Mevduat Hacim ve Oranları.....	184
Tablo 11: Toplam Yurtiçi Finansal Varlıkların Dağılımı (%)	186
Tablo 12: İMKB Hisse Senetleri Piyasasına İlişkin Çeşitli Göstergeler	190
Tablo 13: Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi Verileri	192
Tablo 14: Dickey-Hasza-Fuller Mevsimlik Birim Kök Testi Sonuçları	231
Tablo 15: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	232
Tablo 16: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları	232
Tablo 17: Minimum LM Birim Kök Testi Sonuçları	233
Tablo 18: Model 1'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	237
Tablo 19: Model 1'in Sınır Testi Sonucu	238
Tablo 20: Model 1'in Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları	239
Tablo 21: Model 1'in ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları	241
Tablo 22: Model 2'nin Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	243

Tablo 23: Model 2'nin Sınır Testi Sonucu	243
Tablo 24: Model 2'nin Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları	244
Tablo 25: Model 2'nin ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları	245
Tablo 26: Model 3'ün Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	247
Tablo 27: Model 3'ün Sınır Testi Sonucu	247
Tablo 28: Model 3'ün Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları	248
Tablo 29: Model 3'ün ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları	249
Tablo 30: Model 4'ün Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	252
Tablo 31: Model 4'ün Sınır Testi Sonucu	252
Tablo 32: Model 4'ün Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları	253
Tablo 33: Model 4'ün ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları	254
Tablo 34: Model 5'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	257
Tablo 35: Model 5'in Sınır Testi Sonucu	257
Tablo 36: Model 6'nın Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	258
Tablo 37: Model 6'nın Sınır Testi Sonucu	259
Tablo 38: Model 6'nın Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları	260
Tablo 39: Model 6'nın ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları	261
Tablo 40: Model 7'nin Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	262
Tablo 41: Model 7'nin Sınır Testi Sonucu	263

Tablo 42: Model 7'nin Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları	264
Tablo 43: Model 7'nin ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları	265
Tablo 44: Model 8'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	266
Tablo 45: Model 8'in Sınır Testi Sonucu	267
Tablo 46: Model 8'in Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları	268
Tablo 47: Model 8'in ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları	269

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Sabit Kur Sisteminde Sermaye Girişinin Etkisi	47
Şekil 2: Esnek Kur Sisteminde Sermaye Girişinin Etkisi	48
Şekil 3: Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru	66
Şekil 4: Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı	68
Şekil 5: Likidite Tercihi Kuramı	68
Şekil 6: İmkansız Üçleme Hipotezi	75
Şekil 7: Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri.....	142
Şekil 8: Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Toplam Sermaye Hareketleri İçindeki Payları	143
Şekil 9: Türkiye'ye Yönelik Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	148
Şekil 10: Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	151
Şekil 11: TÜFE Bazlı Reel Döviz Kuru Endeksi	156
Şekil 12: Türkiye'de Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi	178

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Genişletilmiş Dickey-Fuller (Testi)
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
bkz.	: Bakınız
Çev.	: Çeviren
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTM	: Dış Ticaret Müsteşarlığı
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
Edt.	: Editör
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülke
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İİBF	: İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
NBER	: National Bureau of Economic Research
s.	: Sayfa No
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEK	: Türkiye Ekonomi Kurumu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UECM	: Kısıtsız Hata Düzeltme Modeli
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
YTL	: Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

1. Araştırma Konusunun Önemi ve Amacı

1970'li yıllardan bu yana önce gelişmiş ülkelerde ardından GOÜ'lerde uygulanmaya başlanan finansal serbestleşme politikaları ve bu politikaların süreç içinde ortaya çıkan sonuçları, günümüzde finans yazınının en çok tartışılan konularından birisidir. 1970'li yıllarda birçok GOÜ'de görülen, petrol şoklarından kaynaklanan iktisadi bunalım ve borç krizleri, o döneme kadar uygulanmakta olan korumacı ve müdahaleci politikaların eleştirilmesine ve ekonomik serbestleşmeyi ekonomik gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuştur. Bu çerçevede, 1970'li yılların sonunda GOÜ'lerde ortaya çıkan borç krizi, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorlanan bu ülkelerin, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kuruluşlarının da baskı ve telkinleriyle, yurtiçi finansal kaynakların arttırılması ve durgunluktan çıkış için finansal serbestleşmeyi benimsemelerine neden olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde başlayan ve 1980'li yıllarla birlikte GOÜ'leri de kapsayacak şekilde genişleyen finansal serbestleşme politikaları ile önce yurtiçi finans piyasası, ardından da sermaye hareketleri üzerindeki denetim ve kısıtlamalar kaldırılmıştır. Sermaye hareketlerinin önündeki tüm engellerin kaldırılması, iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmelerle birleşince, uluslararası finans piyasalarında bir ülkeden diğerine kolaylıkla hareket edebilen finansal akımlar hızla artarak büyük boyutlara ulaşmıştır. Yaşanan bu süreçte uluslararası sermaye hareketleri, giderek geleneksel işlevinden uzaklaşarak farklı bir konuma gelmiştir. Hızla büyüyen hacminin yanı sıra görece daha kısa vadeli ve spekülâtif bir niteliğe bürünen ve resmi kanallardan özel piyasalara kayan sermaye hareketleri, bu özellikleri ile en çok GOÜ ekonomilerini etkilemektedir.

Finansal serbestleşme sürecinde, dünya mal ve hizmet akımlarının ötesinde artış göstererek büyük boyutlara ulaşan finansal sermaye hareketlerinin, makroekonomik istikrarsızlığa neden olarak, özellikle GOÜ'lerde yaşanan finansal

krizlerin oluşmasında ve/veya derinleşmesinde önemli bir rol oynadığı yönündeki görüşlerin son yıllarda sıkça dile getirilmesi, sermaye hareketlerinin ve makroekonomik etkilerinin incelenmesini hem gerekli hem de çekici kılmaktadır.

1980'li yıllarda dünyada yaşanan finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, Türkiye'de de finans piyasalarını serbestleştirmeye yönelik politikalar uygulamaya konulmuştur. Türkiye ekonomisinde 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan dışa açılma ve serbestleşme süreci, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılması ile tamamlanmıştır. 1989 yılında sermaye hareketlerinin tümüyle serbestleştirilmesinin ardından Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinde de önemli artışlar yaşanmıştır. Özellikle, finansal sermaye olarak nitelendirilen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışlar ve bu artışlara paralel olarak ekonomide ortaya çıkan kırılma yapı, 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan iki büyük finansal krizin de etkisiyle, söz konusu sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin sorgulanmasına neden olmuştur.

Bu bağlamda, çalışmanın amacı; dünyada yaşanan finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, 1989 yılında sermaye hareketleri önündeki tüm kısıtlamaları kaldırarak, uluslararası finansal sermaye akımlarına açılan Türkiye ekonomisinde, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini analiz etmektir.

2. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmanın yönteminden söz etmeden önce, tezin başlığında yer alan “sermaye hareketleri” ve “makroekonomik etkiler” kavramları ile tam olarak neyin kastedildiğinin açıklanmasında yarar bulunmaktadır. Konunun kavramsal ve kuramsal olarak incelendiği, birinci, ikinci ve üçüncü bölümde, sermaye hareketleri kapsamında, bütünlük sağlamak amacıyla sermaye hareketlerinin tüm çeşitlerine değinilmekle birlikte, ağırlıklı olarak finansal sermaye olarak nitelendirilen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde durulmaktadır. Sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerinin Türkiye açısından ekonometrik olarak

analiz edildiği dördüncü bölümde ise, çalışmanın amacına yönelik olarak, sermaye hareketleri kapsamında yalnızca portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketleri ele alınmıştır. Finansal serbestleşme sürecinde, sermaye hareketleri içerisinde gerek hacimleri gerekse akışkanlıkları yönüyle öne çıkan ve etkileri bakımından en çok tartışılan portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketleri olduğu için, bu çalışmada portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkilerinin incelenmesi yoluna gidilmiştir.

Sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini analiz edebilmek için, makroekonomik değişkenlere gereksinim vardır. Ancak portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilişkilendirilebilecek makroekonomik değişkenlerin tümünün incelenmesi, bir tez çalışmasının boyutlarını aşacağından, bu çalışmada sermaye hareketlerinin özellikle temel finansal değişkenler üzerindeki etkisi incelenmektedir. Yazında sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini belirlemeye yönelik çalışmalarda daha sıklıkla, sermaye hareketlerinin büyüme, yatırımlar, tasarruflar ve tüketim gibi reel değişkenler üzerindeki etkileri ele alındığından, bu çalışmada sermaye hareketlerinin finansal değişkenler üzerindeki etkilerinin araştırılması yoluna gidilmiştir.

Çalışmada, uluslararası sermaye hareketleri ve makroekonomik etkileri kavramsal ve kuramsal temelleri dikkate alınarak incelenmiştir. Finansal sistemlerdeki zayıflıklar ve kırılğan makroekonomik yapıları nedeniyle, uluslararası sermaye hareketlerinden çok daha fazla etkilenmeleri nedeniyle, yazındaki tartışmaların büyük kısmı GOÜ'ler üzerine odaklandığından, bu çalışmada da, konu daha çok GOÜ'ler çerçevesinde ele alınmıştır. Konunun Türkiye açısından değerlendirilmesinde, çeşitli istatistikler kullanılarak oluşturulan tablolardan ve grafiklerden yararlanılmıştır. Türkiye'de portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin ekonometrik olarak incelenmesinde ise, sınır testi ve ARDL yaklaşımına dayalı eşbütünleşme analizi kullanılmıştır. Eşbütünleşme yöntemi olarak yazındaki klasik yöntemler yerine sınır testi ve ARDL yaklaşımının tercih edilmesi, çalışmanın karşı karşıya kaldığı bazı özellikler nedeniyle önem taşımaktadır. Değişkenlerin

durağanlık derecelerini belirlemek amacıyla yapılan farklı birim kök testleri sonucunda, değişkenlerin bazılarının düzeyde durağan [I(0)], bazılarının ise birinci farklarında durağan [I(1)] oldukları saptanmıştır. Bu durumda, çalışmada kullanılan değişkenler I(0) ve I(1) değişkenlerin karışımından oluştuğundan, diğer bir deyişle değişkenlerin tümü I(1) olmadığından, Engle-Granger ve Johansen gibi klasikleşmiş eşbütünleşme yöntemlerinin kullanılması mümkün olmamıştır. Bu nedenle, kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, 1992-2007 dönemine ait aylık veriler kullanılarak, Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ve değişkenlerin bütünleşme derecelerini dikkate almaksızın uzun dönemli ilişkinin araştırılmasına olanak veren sınır testi ve ARDL yaklaşımı ile araştırılmıştır.

3. Araştırmanın Planı

Finansal serbestleşme ve uluslararası sermaye hareketlerinin kavramsal ve kuramsal olarak incelendiği birinci bölüm dört kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda, finansal serbestleşme kavramı ve finansal serbestleşme politikalarının kuramsal temelleri ele alınmıştır. İkinci kısımda, finansal serbestleşmenin önemli bir parçası olan uluslararası sermaye hareketleri kavramsal düzeyde, üçüncü kısımda ise kuramsal düzeyde incelenmiştir. Birinci bölümün son kısmında ise, sermaye hareketlerinin GOÜ'lere yönelmesinin nedenleri açıklanmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin yöneldikleri ülke ekonomilerini çok yönlü olarak etkiledikleri yadsınamaz bir gerçektir. Bu bağlamda, çalışmanın ikinci bölümünde; makroekonomik etkiler, finansal krizler ve sermaye denetimleri bağlamında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri ele alınmıştır. İkinci bölümde, öncelikle sermaye hareketleri serbestisinin zamanlaması ve sıralaması ile sermaye hareketleriyle makroekonomik istikrar arasındaki etkileşim incelenmiş ve bu bağlamda çeşitli ülke deneyimlerine değinilmiştir. Daha sonraki kısımda, sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri ayrıntılı olarak ele alınmıştır. İzleyen kısımlarda ise, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin hacmi ve sermaye hareketleri ile finansal krizler arasındaki ilişki

açıklanmış ve uluslararası sermaye hareketlerinin denetlenmesi ile ilgili tartışmalara yer verilmiştir.

Konunun Türkiye açısından incelendiği üçüncü bölüm beş kısımdan oluşmaktadır. İlk olarak, 1980 öncesi Türk finans piyasalarının genel görünümü ele alınmıştır. İkinci kısımda, finansal serbestleşme sürecinde yapılan reformlar ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Daha sonra, ödemeler bilançosu sermaye hareketleri hesabındaki sınıflandırmadan yola çıkarak, Türkiye’de sermaye akımlarının yıllara göre gösterdiği gelişim incelenmiştir. Dördüncü kısımda, seçilmiş makroekonomik değişkenler yardımıyla Türkiye’de sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri ayrıntılı olarak analiz edilmiştir. Üçüncü bölümün son kısmında ise, Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra yaşanan krizler ve bu krizlerin oluşmasında ve gelişmesinde sermaye hareketlerinin rolü tartışılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise, finansal sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri, Türkiye açısından, zaman serisi analizine dayalı ekonometrik yöntemler kullanılarak araştırılmıştır. Bu bağlamda, ilk olarak, bir yazın taraması çerçevesinde, uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini inceleyen uygulamalı çalışmalara değinilmiştir. Sonraki kısımda, çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem açıklanmıştır. Bu çerçevede, önce zaman serilerinin durağanlığı kapsamında çeşitli birim kök testleri, ardından eşbütünleşme analizi kapsamında sınır testi ve ARDL yaklaşımı hakkında bilgi verilmiştir. İzleyen kısımlar ise, uygulamada kullanılan zaman serisi verilerinin tanıtılmasına ve elde edilen uygulama sonuçları ile sonuçların yorumlanmasına ayrılmıştır. Sonuç bölümünde ise, elde edilen bulgulara dayanarak yapılan değerlendirmeler ve politika önerilerine yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ: KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE

1970’li yılların sonunda gelişmiş ülkelerde başlayan finansal serbestleşme politikaları, 1980’li yıllarla birlikte birçok gelişmekte olan ülke (GOÜ) de uygulanan yapısal uyum ve istikrar politikalarının bir parçası haline gelerek, GOÜ’leri de kapsayacak biçimde yaygınlaşmıştır. Genellikle dış ticaret ve ulusal finans piyasalarının serbestleştirilmesi ile başlayan finansal serbestleşme süreci, sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılması ile son şeklini almaktadır. GOÜ’leri finansal serbestleşme politikalarını benimsemeye yönelten en önemli neden, bu ülkelerin potansiyel büyümelerinin önünde en büyük engel olarak görülen sermaye yetersizliğini aşma düşüncesi olmuştur. Bu süreçte ortaya çıkan en önemli gelişme ise 1990’lı yıllarla birlikte, GOÜ’lere yönelen sermaye akımlarının hacminde ve oynaklığında meydana gelen artışlardır. Bu bağlamda, çalışmanın birinci bölümünde, GOÜ ekonomileri üzerindeki etkileri yoğun olarak tartışılan finansal serbestleşme olgusu ve onun çok önemli bir parçasını oluşturan uluslararası sermaye hareketleri, kavramsal ve kuramsal olarak incelenmektedir.

I. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI VE KURAMSAL TEMELLERİ

Finansal serbestleşme kavramı en geniş tanımlamayla, hem yurtiçi finansal sistemde hem de uluslararası sermaye hareketlerinde serbestleşmeyi içermektedir. 1970’li yılların ortalarına kadar tüm dünyada, özellikle de GOÜ’lerde, Keynesci iktisadi düşüncenin de etkisiyle uygulanan finansal politikalar korumacı ve müdahaleci bir seyir izlemiştir. Ancak 1970’li yılların sonlarında birçok ülkede yaşanan ekonomik krizlerin kaynağı olarak müdahaleci politikaların görülmesi, bu politikaların ciddi şekilde eleştirilmesine neden olmuş ve serbest piyasa sistemine ağırlık verme, düzenlemelerden vazgeçme ve serbestleşme gibi kavramlar önem

kazanmaya başlamıştır¹. İktisadi serbestleşmeyi iktisadi gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanması, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorluk çeken GOÜ'lerin, yurtiçi finansal kaynakların arttırılması ve durgunluktan çıkış için finansal serbestleşmeyi benimsemelerine neden olmuştur. GOÜ'lerde yüksek düzeylerde seyreden kamu açıkları ve dış ticaret açıklarının finansmanının sağlanması ve ekonomik büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilebilmesi için yurtiçi ve yurtdışı tasarruflara daha fazla gereksinim duyulması, GOÜ'lerin finansal serbestleşmeyi benimsemelerine neden olan en önemli faktörler olarak öne çıkmaktadır². Bu yeni liberal yaklaşım çerçevesinde 1980'li yıllardan başlayarak öncelikle yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesi daha sonra ise, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finansal kuruluşların da desteğiyle birçok GOÜ'de uygulanan yapısal uyum ve istikrar programlarının önemli bir parçası haline gelmiştir.

Çalışmanın bu kısımda, finansal serbestleşmenin ekonomik etkilerinin bir bütün olarak değerlendirilmesi ve konu ile ilgili genel bir çerçevenin oluşturulması amacı ile ilk olarak finansal kısıtlama ve baskı olgularıyla da ilişkili olarak finansal serbestleşmenin anlamı ve kapsamı belirtilmekte, iç ve dış serbestleşme ayırımı yapıldıktan sonra serbestleşmenin hangi sıra ve sürede yapılması gerektiği konusu açıklanmaktadır. Daha sonra ise finansal serbestleşmeyle ilgili temel kuramsal yaklaşımlar incelenmektedir.

A.Finansal Serbestleşmenin Anlamı ve Kapsamı

Serbestleşme kavramı, ürün fiyatları ile faktör fiyatlarının piyasa koşulları tarafından belirlendiği, devletin ekonomiye müdahalesinin en aza indiği ve yabancı ülkelerle her türlü ekonomik ilişkinin bireyler tarafından serbestçe kurulabildiği bir

¹ M.Akif Kara ve Muhsin Kar, "Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi, **İktisat İşletme Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:228, Mart 2005, s.96.

² Ahmet Şengönül, Metin Altıok ve Rana Gürbüz, "Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:22, Sayı:252, Mart 2007, s.28.

ekonomik ortamı ifade etmektedir³. Diğer bir deyişle, serbestleşme, bir ekonomide fiyat ve miktar denetimlerinin azaltıldığı ya da ortadan kaldırıldığı bir politika uygulamasıdır. Bu bağlamda, arz ve talebi denetlemeye yönelik fiyat ve miktar kısıtlamalarının olmadığı piyasalara serbestleştirilmiş piyasalar denilmektedir. Bu anlamda, günümüz piyasa ekonomisi çerçevesinde serbestleşmenin, dış ticaret, yabancı sermaye işlemleri, yurtiçi finansal varlıklar piyasası, emek piyasası ve mal piyasası gibi ekonomideki tüm piyasaları kapsayan bir amaç taşıdığı söylenebilir. Daha genel bir deyişle, serbestleşme ile ekonominin hem finans sektörünün hem de reel sektörünün serbestleştirilmesi amaçlanmaktadır. Ancak serbestleşme uygulamaları ağırlıklı olarak finans sektörü üzerinde yoğunlaşmıştır. Nitekim, 1970’li yılların ikinci yarısından bu yana, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan birçok ülkede finansal serbestleşme politikalarına geniş yer verilmiştir⁴.

Finansal serbestleşme; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık-finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde azalttığı deregülasyon yani, varolan yasal düzenlemelerin gevşetilmesi uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir⁵. Uygulanan finansal serbestleşme politikalarının en önemlileri, faiz oranları üzerine konulan tavanların kaldırılarak kredi tayinlaması uygulamalarına son verilmesi, bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları yasal karşılık oranlarının azaltılması ya da tümüyle kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir⁶. Bu bağlamda, finansal serbestleşme politikalarının nihai amacı; tasarrufların arttırılması, yabancı sermaye girişinin özendirilmesi ve finansal

³ Vural Savaş, “Türkiye’de Liberalizasyon Sürecinde Maliye Politikalarının Özel Ekonomi Üzerindeki Göreli Etkinliği”, **XI. Maliye Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Maliye Bölümü Yayını, İzmir, 1997, s.1.

⁴ Ercan Uygur, “Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey”, **Financial Liberalization in Turkey**, Edt: Yaman Aşkoğlu and Hasan Ersel, TCMB, Ankara, 1993, s.1.

⁵ Serap Durusoy, “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:18, Temmuz 2000, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/finans.doc> (16.06.2008), s.1.

⁶ Bülent Güloğlu ve A. Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:27, Ekim 2002, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz.pdf>, (09.02.2007), s.3.

kaynakların kullanımında etkinliğin artırılmasıdır. Finansal serbestleşme çabalarının başarıya ulaşabilmesinde; uygun istikrar programının seçimi, önceliklerin doğru sıralanması, makroekonomik istikrar, etkin banka denetimi ve düzenlemeleri ve uygun faiz politikasının seçimi önem taşımaktadır⁷.

1. Finansal Baskı ve Etkileri

Finansal serbestleşmenin kuramsal temelini, ilk olarak 1973 yılında McKinnon ve Shaw'ın birbirinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarında ortaya koydukları Finansal Baskı Kuramı oluşturmaktadır. Genelde, finansal sektördeki her türlü kısıtlama ve müdahale, özelde ise negatif reel faiz politikaları şeklinde uygulanan iktisat politikaları, McKinnon ve Shaw tarafından “finansal baskı” olarak adlandırılmaktadır.

1970’li yıllara değin GOÜ’lerde, finansal piyasalara ilişkin olarak uygulanan iktisat politikalarının ortak yönlerinden birisi, bu politikaların müdahaleci nitelikte olmalarıdır. Müdahaleci, politikaların temel amacı, GOÜ’lerde az miktarda olan tasarrufların, büyüme için öncelikli olan yatırımlara devlet eliyle yönlendirilmesidir. Finansal baskı politikalarının uygulanmasının hem politik hem de ekonomik nedenleri bulunmaktadır. Özellikle, Keynesci kuramın düşük faiz politikalarının yatırımları arttırması savı nedeniyle, birçok GOÜ yatırımlarını arttırabilmek için yapay olarak düşük ve reel olarak negatif faiz politikaları uygulamışlardır⁸. Bu uygulamanın ise, tasarrufları azaltarak finansal kaynak birikimini olumsuz yönde etkilediği söylenebilir.

Finansal baskı ile ilgili düzenlemeler ülkeden ülkeye ve ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullara göre farklılık göstermekle birlikte, bu sürecin değişmeyen bazı ortak özellikler taşıdığı bilinmektedir. Bu özellikler şu noktalarda yoğunlaşmaktadır: Mevduat ve kredi faizi üzerine konulan tavanlar ve negatif reel

⁷ Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü:1980-1997”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No:9803, Ankara, 1998, s.1.

⁸ Muhsin Kar ve Mehmet Tuncer, “Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme”, **Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:17, Sayı:3, 1999, <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/6/muhsin/muhsin.html>, (07.06.2003), s.4.

faiz oranları; kredi tayinlaması ve öncelikli sektörler sübvansiyonlu krediler verilmesi; finansal gelirler ve işlemlerin yüksek oranda vergilendirilmesi; yüksek rezerv ve likidite oranları ve yüksek aracılık maliyetleri; banka portföylerinin nitelik düşüklüğü; gelişmemiş sermaye piyasaları; yabancı bankaların yurt içi piyasalara girişine engeller konulması ve yabancı aktif tutmaya getirilen kısıtlamalardır⁹.

Finansal baskı kuramına göre, GOÜ'lerde devlet finansal piyasalara müdahale ederek bu piyasaları baskı altında tutmakta; faizlerin yapay olarak düşük düzeylerde gerçekleşmesini sağlamakta ve kredi düzenlemelerine doğrudan müdahale etmektedir. Bu sürecin bir sonucu olarak, toplam tasarruf hacmi olması gerekenden daha az olmakta; krediler de etkin olmayan bir biçimde tahsis edilmektedir. Çünkü tasarruf yetersizliği ve kredi faizleri üzerine konulan sınırlamalar ile faiz oranlarının düşük düzeylerde tutulması sonucu oluşan kredi talebi fazlası, devlet tarafından öncelik taşıyan sektörler kullanılmaktadır. Bu da kredi tahsisinde yolsuzluğa ve verimsiz kullanımlara neden olabilmektedir. Reel ekonominin verimli yatırım fırsatları yaratması söz konusu olduğunda, finansal baskı politikaları nedeniyle finansal sistemin bu yatırımlara yeterince fon sağlayamaması ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir¹⁰.

GOÜ'lerde, örgütlenmiş (resmi) finans sektörü yoluyla kaynak dağıtım süreçlerine yapılan bir müdahale, portföy seçimi üzerine bazı sınırlamalar getirme biçiminde olmaktadır. Bu türden sınırlamalara örnek olarak, finansal kuruluşlar tarafından belirlenmiş bazı sektörler kredi verilmesi (seçici kredi uygulaması), merkez bankasının bazı anahtar sektörler daha düşük oranlar üzerinden reeskont kredileri açması ve kamu yetkililerinin finans kurumlarının yönetimine girerek onları denetim altında tutmaları sayılabilir. Bu süreçte, kullanılabilir kaynaklar en üretken yatırım alanları yerine, kamu kesiminin finansman açıklarının kapatılması ve iç piyasaya dönük üretim yapan ve koruma önlemleri ile desteklenen tekelci kuruluşların, finansman gereksinimlerinin karşılanması amacıyla kullanılmaktadır.

⁹ Oktar Türel, "Türkiye'de Finansal Yapı ve Politikalar", **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Edt: Korkut Boratav ve Taner Berksoy, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993, s.119.

¹⁰ Uğur Emek, "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", **Rekabet Dergisi**, Cilt:1, Sayı:3, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000, s. 63.

Finansal kuruluşların portföy tercihleri, kamu yetkililerince uygulanan dispo­nibilite ve yasal karşılık oranlarıyla, finansal sistem üzerindeki vergi ve yükümlülüklerin varlığından da etkilenmektedir. GOÜ’lerde, faiz gelirleri, banka karları ve finansal işlemler üzerinden alınan vergiler, devletin önemli bir gelir kaynağını oluşturmaktadır. Ayrıca, dispo­nibilite ve yasal karşılık oranlarının yüksek olması nedeniyle buradan sağlanan gelirler, kamu kesimi açıklarının kapatılmasında kullanılmaktadır.

Resmi finans sektörü üzerinde uygulanan vergi ve yükümlülükler, yurt içinde faaliyet gösteren finansal kurumlar ve firmaları, gerek dış finans piyasalarından gerekse ülke içindeki resmi olmayan finans piyasalarından kaynak sağlamaya yönelmektedir. Kredi talep eden firmalar, gerek ülke içinde gerekse ülke dışındaki alternatif finans piyasalarından, kredi tayinlaması olmaması nedeniyle, sübvansede edilmemiş faiz oranları uygulansa bile kaynak sağlayabilmektedirler. Bu tür finansal akımlar, söz konusu kuruluşlara resmi sektördeki finansal işlemler üzerinden alınan çeşitli vergilerden kaçınma olanağı da vermektedir. İşte, baskı altındaki finansal piyasalara sahip olan birçok GOÜ’de kamu yetkilileri, vergi tabanındaki bu aşınmayı ve sermaye kaçışını önlemek için sermaye hareketleri üzerine yoğun denetimler getirmişlerdir.

Finansal baskı altındaki GOÜ’lerde, yabancı finans kurumlarının yurt içi piyasalara girmesi kamu yetkilileri tarafından sınırlandırılmıştır. Piyasaya girişin sınırlandırılması ve ülke içindeki finans kurumlarına yabancı ortakların katılmalarının önüne engeller konulması, bu ülkelerdeki bankacılık sistemlerinde oligopolistik yapıların oluşmasına neden olmuştur. Finansal piyasaların gelişmesi ve finansal yapının dönüşümü de finansal baskıdan olumsuz yönde etkilenmektedir. Bu durum, özellikle finansal araç çeşitlenmesinin az olması, finansal aracı kurumların yeni finansal teknikleri yeteri kadar kullanamamaları ve fon arz ve talep sürecinin hızlı bir şekilde işlememesi şeklinde kendini göstermektedir¹¹. Finansal baskı politikaları, tüm bu nedenlerden dolayı ekonomik büyümeyi olumsuz yönde

¹¹ Kadir Eser, “Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:4, Sayı:10, 1993, s.85-86.

etkilediği gerekçesiyle, McKinnon ve Shaw tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve finansal serbestleşme politikalarının benimsenmesi önerilmiştir.

2. İç ve Dış Finansal Serbestleşme

Finansal serbestleşme dar anlamda yalnızca iç finansal serbestleşmeyi belirtmekle birlikte, geniş anlamda dış finansal serbestleşmeyi de kapsayan bir kavram olarak değerlendirilmektedir.

İç finansal serbestleşme, bir ekonomide ulusal para cinsinden borç-alacak ilişkileriyle varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda, fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması veya yumuşatılması işlemidir. İç finansal serbestleşme denildiğinde genelde ilk olarak mevduat faiz oranlarına yapılan müdahalelerin kaldırılması ve sonuç olarak faizlerin yükseltilmesi akla gelmektedir. Daha geniş bir çerçeveden bakıldığında, iç finansal serbestleşmeyle birlikte, ekonomide yeni finansal araçların ortaya çıktığı ve bu araçların yönetimine olanak sağlayacak kurumsal düzenlemelerin oluştuğu görülmektedir.

Dış finansal serbestleşme ise, gerek yerleşiklerin kendi aralarında, gerekse de yerleşiklerle yerleşik olmayanlar arasındaki döviz cinsinden borç-alacak ilişkilerine ve varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması veya yumuşatılmasıdır. Dış finansal serbestleşme denildiğinde ise, genelde ilk olarak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi akla gelmektedir¹². Daha geniş bir çerçeveden bakıldığında ise, dış finansal serbestleşme kavramının; uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanması, döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarına göre belirlenmesi, ülke yerleşiklerinin yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri yapabilmeleri, yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal

¹² Nazım Ekinci, “Türkiye’de 1980 Sonrasında Para Politikaları”, **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Edt: Korkut Boratav ve Taner Berksoy, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993, s. 187.

kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi öğeleri kapsayan bir genişlikte kullanıldığı görülmektedir¹³.

3. Serbestleşmede Sıra ve Süre Sorunu

Ekonomide piyasalar arasındaki sıkı etkileşim, serbestleşme programlarında sıra ve süre sorunlarını ön plana çıkarmaktadır. Piyasaların belirli bir sıralama içinde serbestleştirilmesi gereği, bütün piyasaların eşanlı olarak serbestleştirilemeyeceği ya da serbestleştirilmemesi gerektiği şeklindeki genel kabul görmüş bir düşünceden kaynaklanmaktadır. Yazında, serbestleştirilecek piyasaların öncelik sıralamasının doğru bir şekilde yapılmasının, serbestleşme politikalarının başarısı için oldukça önemli olduğuna ilişkin birçok görüş bulunmaktadır. Süre sorunu ise, serbestleşmenin hemen mi yoksa kademeli bir şekilde mi gerçekleştirilmesi gerektiği üzerinde durmaktadır. Yazında serbestleşmenin kademeli olarak gerçekleştirilmesine ilişkin bir görüş birliği bulunmaktadır¹⁴. 1980’li yıllarda Arjantin ve Şili gibi birçok GOÜ’de finansal serbestleşme deneyiminin krizle sonuçlanması üzerine, sorunun çeşitli serbestleşme ve reform önlemlerinin yanlış sıralanmasından ve zamansız yürürlüğe konulmasından kaynaklandığı öne sürülerek, finansal serbestleştirme için en doğru sıralamasının ne olması gerektiği konusu tartışılmaya başlanmıştır¹⁵.

Serbestleştirmenin sıralaması konusunda ilk kapsamlı analizi yapmış olan McKinnon, dış ticaret, yurtiçi finansal piyasalar ve mal piyasası üzerindeki denetimler kaldırıldıktan sonra sermaye hareketleri kısıtlamalarının gevşetilmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Sermaye hareketleri kısıtlamalarının gevşetilmesi, ulusal paranın değerlenmesine yol açan sermaye girişlerini de beraberinde getirecektir. Ancak dış ticaretin serbestleştirilmesi, dış ticarete konu olan mal ve hizmet üreten sektörler için görece fiyat koruması gerektirdiğinden, ulusal paranın

¹³ John Williamson ve Molly Mahar, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev: Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, 2002, s. 9-10.

¹⁴ Uygur, 1993, s.2.

¹⁵ Cem Somel, “Az Gelişmiş Ülkelerde Finans Politikaları”, **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Edt: Korkut Boratav ve Taner Berksoy, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993, s.99.

değerlenmesi istenmemektedir. Ayrıca McKinnon mali açığın, dış ticaretin serbestleştirilmesinden önce giderilmesi gerektiğini belirtmektedir¹⁶.

Ancak dış ticaretin mi yoksa sermaye hareketlerinin mi daha önce serbestleştirilmesi gerektiği konusunda düşünce ayrılıkları bulunmaktadır. Bir görüşe göre, öncelikle sermaye hareketleri serbestleştirilirse, dış ticaretle uğraşan sektörler ortaya çıkan yeni denge kurlarına kendilerini baştan ayarlarlar. İkinci görüşe göre, dış ticaretin serbestleştirilmesinden bir süre sonra, dış ticaret ile uğraşan sektörler yeni rejime alışınca, sermaye hareketleri serbest bırakılmalıdır. Dış ticaretin serbestleştirilmesi reel sektörde zahmetli bir uyum ve yeniden yapılanma süreci gerektirdiğinden dolayı, sermaye hareketlerinden önce serbestleştirilmesinin daha uygun olacağı ileri sürülmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ise, başlangıçta ulusal paranın reel olarak aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Ulusal paranın değerlendirildiği bir ortamda dış ticaret serbestleştirildiğinde, piyasa sinyalleri ihracatı azaltma ve ithalatı artırma yönünde özendirici olmaktadır. Dış ticaretin sermaye hareketlerinden önce serbestleştirilmesini savunan görüş, dış rekabete ve şoklara dayanacak bir üretim-ihracat yapılanmasını gerçekleştirmeden, reel sektörün ulusal paranın aşırı değerlenmesinin etkisinde kalmasını sakıncalı görmektedir. Ayrıca sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, zor bir uyum dönemine giren reel sektörün, dışarıdan borçlanma olasılığı da artmaktadır¹⁷. Bu nedenle, genel olarak benimsenen görüşe göre, önce dış ticarete serbestleşmeye gidilmesi ve ülke parasında gerekli reel değer kaybı sağlanana dek sermaye hareketlerinin denetim altında tutulması gerekmektedir.

Krueger'e göre (1984) de, denetimlerin kaldırılmasına dış ticaret ile başlanmalı, tarımsal fiyatlar, emek piyasası ve yurtiçi finans piyasası ile sürdürülerek sermaye hareketleri ile sonuçlandırılmalıdır. Krueger'in bu sıralama önerisini Edwards'da (1984) onaylamaktadır¹⁸.

¹⁶ Uygur, 1993, s.2.

¹⁷ Somel, s.99-100.

¹⁸ Uygur, 1993, s.2.

Geleneksel görüş, yurtiçi finansal sistem serbestleştirilmeden önce, reel sektör reformlarını tamamlama, ölçülü denetimin olduğu sağlam bir sistem geliştirme ve makroekonomik ortama istikrar kazandırmanın gerekli olduğunu öne sürmektedir. Bu temel oluşturulduktan sonra, piyasaya dayalı faiz oranlarının yürürlüğe konması ve krediler üzerindeki denetimlerin kaldırılması önerilmektedir. Birçok ekonomist sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin sürecin sonuna konulmasını önermektedir¹⁹. Eğer sermaye hareketleri, henüz yurtiçi finans piyasası baskı altında iken ve faiz oranları yapay olarak düşük bir düzeyde tutulmakta iken serbestleştirilirse, yurt dışına büyük miktarda sermaye çıkışı olacaktır. Bu nedenle, sermaye hareketlerinin, ancak yurtiçi finans piyasası serbestleştirildikten ve yurtiçi faiz oranları yükseltildikten sonra serbestleştirilmesi gerektiği, genelde benimsenen bir görüştür²⁰. Sermaye hareketleri de kademeli olarak ve finansal reformların tamamlanmasının üzerinden yeterli bir süre geçtikten sonra serbestleştirilmelidir.

Birçok çalışmada serbestleştirimin başarısında, sıralamadan çok politikaların güvenilirliğinin daha önemli bir rol oynadığı vurgulanmaktadır. Eğer politikalar güvenilir değilse, sadece serbestleşme başarısızlığa uğramayacak, aynı zamanda bir refah kaybı da söz konusu olacaktır. Serbestleştirimin sırası ve güvenilirlik sorunları, makroekonomik dengesizlik durumunda oldukça karmaşık bir durum almaktadır. Bazı iktisatçılar, makroekonomik istikrar ve serbestleşme politikalarının eşanlı olarak yürütülebileceğini ileri sürerken, bazıları da istikrar politikalarına öncelik verilmesi gerektiğini ve ancak bu sorun çözüldükten sonra serbestleşmeye gidilebileceğini savunmaktadırlar. Bu tartışmanın temel nedeni ise, GOÜ'lerin 1980'li yıllarda ekonomik istikrarsızlık ortamında uygulamış oldukları iç ve dış finansal serbestleşme politikalarının finansal krizlere yol açmış olmasıdır²¹.

¹⁹ Williamson ve Mahar, s.47.

²⁰ Ünal Çağlar, **Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003, s.144.

²¹ Ömer Arasıl, **Finansal Serbestleştirme ve Kamu Finansmanına İlişkin Sorunlar (Türkiye Deneyimi)**, Yayınlanmamış Çalışma, İzmir, 1995, s.13.

B. Finansal Serbestleşme Politikalarının Kuramsal Temelleri

Finansal gelişme ile ilgili yazına bakıldığında, finansal serbestleşmeye ilişkin olarak belli başlı üç kuramsal yaklaşımın bulunduğu görülmektedir. Bunlar; McKinnon-Shaw yaklaşımı, Yeni Yapısalcı yaklaşım ve Yeni Keynesyen yaklaşımdır. McKinnon-Shaw yaklaşımı, GOÜ'lerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının, tasarrufları arttırarak yatırımları ve ekonomik büyümeyi hızlandıracağını ileri sürerken, Yeni Yapısalcı ve Yeni Keynesyen yaklaşımlar ise söz konusu politikaların tasarrufları ve yatırımları azaltarak ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını öne sürmektedir.

1. McKinnon-Shaw Yaklaşımı

Finansal baskının olumsuz yönlerini dile getiren ve finansal serbestleşmenin kuramsal temellerini ortaya atan bu yaklaşım R. I. McKinnon ve E. S. Shaw'a aittir. Neoklasik temellere dayanan McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, GOÜ'lerde finansal piyasalar kamu otoriteleri tarafından baskı altında tutulmakta ve faiz oranları idari nitelikteki kararlarla piyasada oluşabilecek düzeyin altında belirlenmektedir. Bu ise çoğunlukla düşük ve negatif reel faiz oranlarına yol açmakta ve tasarrufların altın ve gayrimenkul gibi üretken olmayan alanlara kayarak atıl bir hale dönüşmesine ve finansal sistemin dışına çıkmasına neden olmaktadır²². Böyle bir ortamda tasarruflar düşük düzeylerde kalmakta, borç verilebilir fonlar sınırlandırılmakta ve sonuçta da kredi tayinlemesine gidilmektedir. Bu da yatırımların ve ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açmaktadır.

Finansal baskı altındaki bir ekonomide ortaya çıkan kredi tayinlemesi, üretken yatırımların sadece miktarını azaltmakla kalmamakta aynı zamanda niteliğini de düşürmektedir. Ayrıcalıklı firmalar negatif reel faiz oranlarında kredi bulurlarken, diğer firmalar zorunlu olarak sadece örgütlenmemiş piyasadaki kredilere veya fonlara bel bağlamaktadırlar. Bu ikili yapı, kapasite kullanımında, istihdamda ve teknoloji seçiminde bozulmalara yol açmakta ve buna bağlı olarak büyüme hızı

²² Eser, 1993, s.89.

olması gerekenin altına düşmektedir²³. Finansal serbestleşme, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan finansal baskı uygulamasına ve kredi sınırlamalarına son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında, serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu bir süreci ifade etmektedir.

McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, finansal serbestleşme sürecine girilmesiyle, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliği kazanacaktır. Faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak tasarrufların banka mevduatlarına kayması çekici duruma gelecek, bu da yatırıma dönüştürülebilecek kaynakları arttırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Diğer yandan, serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi sonucunda tasarrufların artması tüketimi kısıtıcı bir etki yapacak ve böylece enflasyonist baskılar da ortadan kalkacaktır. Ayrıca, faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce üretken olmayan yatırımlar artık karlı olmaktan çıkacağı için, tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek ve böylece kaynak dağılımında da etkinlik sağlanacaktır. Bunun yanı sıra finansal serbestleşme, finansal piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi arttıracak, buna bağlı olarak da finansal sistemin gelişmesine de katkıda bulunacaktır²⁴.

Bu yaklaşımda belirtilen ortak görüşlere karşılık, McKinnon'un Shaw'dan ayrıldığı bazı noktalar bulunmaktadır. McKinnon'a göre GOÜ'lerde finansal gelişmenin başlangıç aşamasında, para ve fiziki sermaye birbirinin ikamesi değil, aksine tamamlayıcıdır. McKinnon'un dört temel varsayımı bulunmaktadır. Birincisi, ilkel finansal piyasaların yapısı dikkate alındığında, yatırımcıların çoğu ve hatta neredeyse tümü yatırımlarını kendi kaynakları ile finanse etmektedirler. İkincisi, büyük modern üretim sürecinin önemli bir özelliği, bunların büyük miktarda yatırım ve kaynağı gerektirmesidir. Yani, büyük ölçekli bir fiziki yatırımın bölünmezliğinin önemli olduğudur. Üçüncüsü, örgütlenmiş finans piyasasının

²³ Uygur, 1993, s.16.

²⁴ Kadir Eser, "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri", **Hazine Dergisi**, Sayı:1, Ocak 1996, s.23.

kredilerini kentsel, modern üretim yapan ihracat endüstrilerine verdiği varsayılmaktadır. Bu bağlamda, ekonominin diğer sektörlerindeki birimler, kendi kendilerini finanse etmek veya örgütlenmemiş finansal piyasalardan yüksek oranlar ile kaynak sağlamak durumundadırlar. Son olarak, hükümetlerin sermaye birikimi ile ilgilenmedikleri ve elde ettikleri vergi gelirleriyle sadece cari harcamalarını karşıladıkları varsayılmaktadır.

Potansiyel yatırımcılar borçlanma olanaklarının yetersizliği nedeniyle, kendi kendilerini finanse etmek zorunda kalacaklar ve yatırım yapmaları için gerekli olan kaynağa sahip olabilmek için yatırımlarını gerçekleştirmeden önce yeterli para balanslarını biriktireceklerdir. McKinnon'a göre, mevduatlar sermaye birikimi için bir kanal işlevi görmekte ve bu da mevduatlar (para) ile fiziki sermaye arasında bir tamamlayıcılık ilişkisi olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla daha yüksek reel faiz oranları, potansiyel yatırımcılar için para balanslarının biriktirilmesi sürecini daha çekici duruma getirecek ve yatırımları özendirilecektir²⁵.

Bu varsayımlar, potansiyel yatırımcıların yatırım yapmadan önce gereksinim duydukları para balanslarını biriktirmek yani tasarruf yapmak zorunda olduklarını ifade etmektedir. Daha yüksek reel faiz oranları, yatırım yapmak için reel para balansları biriktirmenin fırsat maliyetini azaltmakta ve yatırımları finanse etmek isteyen firmaları özendirmektedir. İşte para ve fiziki sermaye arasındaki bu tamamlayıcılık ilişkisi, daha yüksek faiz oranlarının paraya olan talebi arttıracığını ve daha yüksek yatırım miktarına neden olacağını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle, ekonomide büyük yatırımlar gerçekleşmeden önce fonları biriktirme gereksinimi para ile fiziki sermayeyi tamamlayıcı yapmaktadır²⁶.

²⁵ Muhsin Kar ve Seyhan Taş, “ İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri”, **Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular**, Edt: Sami Taban ve Muhsin Kar, Ekin Kitabevi, Bursa, 2004, s.165-166.

²⁶ Sayım Işık, Harun Doğan ve Cem Kadılar, “Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi'nin Türkiye İçin Testi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:233, Ağustos 2005, s. 39-40.

Para ve sermaye arasındaki bu tamamlayıcılık ilişkisi, aşağıdaki para talebi ve yatırım fonksiyonları yardımıyla gösterilebilir²⁷:

$$\left(\frac{M}{P}\right) = L\left(Y, \frac{I}{Y}, d - \pi^*\right) ; \frac{\partial(M/P)}{\partial(I/Y)} > 0$$

$$\left(\frac{I}{Y}\right) = F\left(R, d - \pi^*\right) ; \frac{\partial(I/Y)}{\partial(d - \pi^*)} > 0$$

Burada, (M/P) reel para balansları talebini, Y reel geliri, I/Y reel yatırımların gelire oranını ve d-π* reel mevduat faiz oranını (d nominal mevduat faiz oranı, π* enflasyon oranı) ve R ise fiziki sermayenin ortalama getiri oranını göstermektedir. Yukarıdaki fonksiyonların ilkinde I/Y'ye göre, ikincisinde d-π*'ye göre kısmi türevler pozitif işaret taşımakta ve bu durum, açıklanan değişkenlerle söz konusu açıklayıcı değişkenler arasında bir tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu yansıtmaktadır. Birinci kısmi türev, yüksek sermaye talebinin yüksek para talebine neden olduğunu, ikinci kısmi türev ise, yerleşik kanının tersine, yüksek reel mevduat faiz oranının daha yüksek bir yatırım oranına neden olduğunu ifade etmektedir

2. Yeni Yapısalcı Yaklaşım

Yeni yapısalcı yaklaşımın kökeni, 1950'lerde ortaya çıkan yapısalcı yaklaşıma dayanmaktadır. GOÜ'lerin kalkınma sorunları ile ilgilenen yapısalcı okul; analizlerinde, GOÜ'lerin kendilerine özgü özellikleri ile gelişmiş ülkelerden ayrıldığını ve uygulanacak politikaların da bu ayrıma uygun olması gerektiğini savunmuştur. Bu açıdan, gelişmiş ülkelerde uygulanan neoklasik iktisat kökenli politikaların yerine, devlet müdahalesi ve korumaya dayalı politikaların GOÜ'ler için daha uygun olacağını belirtmişlerdir. Yeni yapısalcı yaklaşım da McKinnon-Shaw yaklaşımına karşı, temelde aynı nedenlerle eleştiri getirmektedir²⁸. McKinnon-Shaw

²⁷ Trevor M. Skorski, **Financial Liberalization in Developing Countries**, Edward Elgar Publishing Ltd., UK, 1996, s.67; Arasil, s.16.

²⁸ Funda Barbaros ve Ezgi Erol, "Türkiye'de Finansal Serbestleştirmenin Makro Ekonomik Etkileri", **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Ankara, 11-13 Eylül 2006, s.7.

yaklaşımına en sistemli ve tutarlı eleştiriler, öncülüğünü Van Wijnbergen (1982) ve L. Taylor'un (1983) yaptığı Yeni Yapısalci yaklaşım tarafından geliştirilmiştir.

Yeni Yapısalci yaklaşıma göre, GOÜ'lerde piyasa biçimleri mark-up fiyatlama esasına dayanmaktadır. Bu durum, faiz maliyetlerinin işletme sermayesi maliyetine eklenmesini gerektirmektedir. Finansal serbestleşme sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile üretim maliyetleri artmakta ve bu artış mark-up fiyatlama yöntemiyle fiyatlara yansıtıldığından enflasyonist bir etki söz konusu olmaktadır²⁹. Talep yönünde ise azalan reel ücretler ve artan borçlanma maliyeti, toplam talebi azaltarak üretimin azalmasına yol açmaktadır. GOÜ'lerde arz esnekliğinin düşük olduğu ve var olan darboğazlar dikkate alındığında, yüksek borçlanma maliyetinin arz yönlü enflasyonist etkileri, talep yönlü deflasyonist etkilerden daha baskın olmakta ve bu da stagflasyonist bir sürecin başlamasına neden olmaktadır³⁰.

Yeni Yapısalci yaklaşıma göre, GOÜ'lerde finansal piyasalar, örgütlenmiş (resmi) ve örgütlenmemiş (resmi olmayan) piyasalar³¹ olmak üzere ikili bir yapı içermektedir. Yani, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem örgütlenmiş bankacılık sektörü hem de örgütlenmemiş piyasayı kullanmaktadırlar. Bankacılık sektörü ve bunun dışında kalan örgütlenmemiş finansal sektörün oluşturduğu bu ikili yapı, finansal serbestleşme uygulamasında farklı etkiler göstermektedir³². Finansal serbestleşme sonucunda yükselen faiz oranlarının, fonları altın ve gayrimenkul gibi üretken olmayan varlıklardan banka mevduatlarına yöneltmesinden daha çok, örgütlenmemiş piyasalardan bankacılık sektörüne transferine yol açabileceği belirtilmektedir. Bu durum da, yüksek faiz oranları toplam kredilerde (örgütlenmiş + örgütlenmemiş) bir artışa neden olmayabilir.

²⁹ Eser, 1993, s.90.

³⁰ Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:13, Sayı:145, Nisan 1998(a), s.25.

³¹ Örgütlenmemiş finans piyasası, çeşitli yollardan devletin, karşılık tutma zorunluluğu ve faiz sınırlamaları gibi denetim mekanizmalarının dışında çalışan kurumlardan oluşmaktadır.

³² Burak Atamtürk, "Finansal Liberalizasyonun Etkileri", **İktisat Dergisi**, Sayı:438, Haziran 2003, s.43-44.

Ayrıca, bankacılık sektöründe toplanan mevduatlar karşılığında belirli bir yasal karşılık ayırma zorunluluğu varken, örgütlenmemiş piyasada böyle bir zorunluluğun bulunmadığı dikkate alındığında, örgütlenmemiş piyasadaki bankacılık sektörüne olan fon akışı, her iki sektördeki yatırıma dönüştürülebilir kaynakların azalmasına yol açacaktır. Yani, yasal karşılıkların varlığı, bankacılık sektörünün örgütlenmemiş kredi piyasasına göre daha düşük düzeyde finansal aracılık gerçekleştirmesine neden olabilir. Böylece, bankaların yüksek faiz oranları (hem mevduatlar hem de krediler üzerindeki) toplam kredi miktarını azaltabilir ve bu durum tasarruf oranında dengeleyici bir artış meydana gelmedikçe yatırımlar ve büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilir³³.

Yeni Yapısalcı Yaklaşımın eleştirisine karşılık, McKinnon-Shaw hipotezinin taraftarları da karşı görüşler geliştirmişlerdir. Buna göre McKinnon-Shaw hipotezi taraftarları; mevduat faiz oranında meydana gelen artışa bağlı olarak, ekonomide toplam tasarruf düzeyinde ortaya çıkan bir artış ve altın, gayrimenkul ve nakit gibi üretken olmayan varlık tutuşlarından örgütlenmiş bankacılık sektörü mevduatlarına doğru bir kayma meydana gelmesi durumunda Yeni Yapısalcı eleştirinin zayıflayacağını belirtmektedirler³⁴.

3. Yeni Keynesyen Yaklaşım

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre, faiz oranlarındaki bir artış yatırımları caydırıcı etki yaparak efektif talebi düşürmekte ve finansal bozukluklara yol açarak büyüme hızını azaltmaktadır. Bu yaklaşıma göre, yatırımların finansmanında izlenecek yol, büyüme hızını etkilemektedir. Hızlı bir ekonomik büyümenin gerçekleşmesi için kredi miktarının da artması gerekmektedir. Çünkü büyüme, yatırımcıların kendi birikimlerinden daha fazla miktarda bir kaynağı harcamaları anlamına gelmektedir. Yani, hızlı bir ekonomik büyüme için kredilere olan bağımlılık da giderek artmaktadır.

³³ Uygur, 1993, s.18; Eser, 1996, s.24.

³⁴ Uygur, 1993, s.18.

Savundukları bu görüşler ışığında Yeni Keynesyenler, GOÜ'lerde bulunan önemli ölçüdeki finansal istikrarsızlık sorunu nedeniyle, finansal serbestleşmenin her zaman tasarrufları ve yatırımları arttırarak büyümeyi hızlandıracağı ve enflasyonu düşüreceği görüşüne karşı çıkmaktadırlar. Finans sektöründe istikrarın sağlanabilmesi için, yalnızca yatırımların finansmanında gerekli olan kaynakların bulunması yeterli olmamakta, aynı zamanda etkili bir fonlamanın da yapılması gerekmektedir. Aksi takdirde, atıl duran fonların artması sonucu potansiyel büyüme hızı yavaşlayacaktır. Yeni Keynesyen Yaklaşım, yatırımların finansmanında önceliği, tasarruf sahipleri yerine bankalara vermektedir³⁵.

Yeni Keynesyen Yaklaşımına göre, GOÜ'lerin finans piyasalarında ortaya çıkan finansal kırılganlık ya da bozukluk şeklindeki olumsuz bir durum, bu ülkelerde bulunan iki farklı finans sistemi üzerinde farklı etkilere yol açmaktadır. Sermaye piyasasına dayanan bir finans sisteminde, firmalar kendi finansman gereksinimleri için menkul kıymet ihraç ettiklerinden, yatırımların finansmanı büyük ölçüde ikincil piyasadaki dalgalanmalara karşı duyarlı olmaktadır. Öte yandan, krediye dayanan bir finans sisteminde ise, firmalar yatırımlardaki artış nedeniyle borçluluk düzeylerini yükseltmek isteyeceklerdir. Bu nedenle, finansal istikrarın sağlanabilmesi için, istikrarlı bir faiz oranı büyük önem taşımaktadır. Finansal serbestleşme, faiz oranlarını yükselteceği için finansal istikrar üzerinde olumlu etki yapmayacaktır. GOÜ'lerde krediye dayanan finans sistemi daha fazla gelişme gösterdiğinden, parasal yetki kurumları finansal istikrarsızlıklardan kaçınmak için görece olarak istikrarlı faiz oranlarını tercih etmektedirler. Hatta enflasyon oranındaki artışa bağlı olarak negatif reel faiz oranları ile de karşılaşabilmektedir. Bu nedenle, Yeni Keynesyen yaklaşıma göre, mali baskı, GOÜ'lerin finans piyasalarının kurumsal özellikleri dikkate alındığında akılcı olabilmektedir. Ayrıca, Yeni Keynesyenler, finansal piyasalarda istikrarı sağlayabilmek için, devletin birtakım yasal ve kurumsal düzenlemeler yapmasının ve gerekli olduğunda bu piyasalara müdahale etmesinin zorunlu olduğunu öne sürmektedir³⁶.

³⁵ Tezer Öçal vd., **Para Banka Teori ve Politika**, Gazi Kitabevi, Ankara, 1997, s.255.

³⁶ Eser, 1996, s.25-26.

Günümüzde birçok ülkede yaşanan finansal serbestleşme ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi önemli boyutlara ulaşmış ve söz konusu akımların ülke ekonomileri üzerindeki etkileri, olumlu ve olumsuz yönleriyle yoğun olarak tartışılmaya başlamıştır. Bu bağlamda, öncelikle sermaye hareketlerinin kavramsal açıdan ele alınarak, farklı türdeki sermaye hareketlerinin ne anlama geldiği, içerikleri ve aralarındaki farklılıkların belirlenmesi önem kazanmaktadır. Ayrıca, günümüzde, geçmişe göre oldukça farklı özellikler gösteren sermaye akımlarının, 1990'lı yıllardan itibaren ulaştığı boyutları ve niteliğinde meydana gelen değişimleri daha iyi anlayabilmek için, sermaye hareketlerinin tarihsel gelişim sürecinin de incelenmesi gerekmektedir.

II. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE KAVRAMSAL YAKLAŞIM

Günümüzde hem gelişmiş hem de GOÜ'lerde finansal serbestleşme olgusunun gittikçe yaygınlaşmasıyla birlikte, uluslararası sermaye hareketleri de oldukça çeşitlenmiş ve sınırlarının belirlenmesi zorlaşmıştır. Bu çerçevede, bu kısımda ilk olarak aralarındaki çeşitli ayrımlar dikkate alınarak, sermaye hareketlerinin farklı türleri tanımlanmakta ve aralarındaki farklar vurgulanarak kavramsal bir çözümleme yapılmaktadır. Ayrıca, finansal serbestleşme sürecinde sermaye hareketlerinin gelişimini ve ulaştığı boyutları daha iyi kavrayabilmek amacı ile sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi incelenmektedir.

A. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Çeşitleri

Sermaye hareketleri, bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlarla, sınır ötesine aktarılan mali fonlardan oluşmaktadır. Ödemeler bilançosu açısından, yurt dışından ülkeye sermaye girişi bir alacak işlemi, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemidir. Yabancı sermaye girişi, ülkeye döviz kazandırmakta ya da dış dünya üzerinde bir alacak hakkı doğurmaktadır. Tam tersine sermaye çıkışı ise ülkeden döviz çıkışına ya da

yabancılara karşı borçlanılmasına yol açmaktadır. Bu nedenle sermaye girişi sermaye hesabında (+) işaretle, sermaye çıkışı ise (-) işaretle gösterilmektedir.

Ödemeler bilançosunda sermaye hesabını oluşturan sermaye girişi ile sermaye çıkışının toplamına, sermaye hesabı dengesi denilmektedir. Sermaye hesabı dengesinin pozitif olması, sermaye girişinin sermaye çıkışından daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin dışarıya gönderdiğinden daha fazla yabancı sermayeyi ülkeye çekebildiğini ifade eden bu durum “sermaye hesabı fazlası” veya “net sermaye girişi” olarak nitelendirilmektedir. Tam tersine sermaye hesabı dengesinin negatif olması ise, sermaye çıkışının sermaye girişinden daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin bilanço dönemi içerisinde net olarak dış dünya üzerindeki mali veya fiziki yatırımlarının arttığını belirten bu durum, “sermaye hesabı açığı” veya “net sermaye çıkışı” olarak adlandırılmaktadır³⁷.

Günümüzde uluslararası sermaye akımları oldukça çeşitlenmiş ve çok karmaşık bir hal almıştır. Bu nedenle farklı sermaye akımları arasındaki sınırların belirlenmesi de oldukça zorlaşmıştır. Bu karmaşıklığa karşın, sermaye akımları yine de bazı gruplara ayrılabilir. Örneğin sermaye akımları vadelerine göre kısa ve uzun vadeli, işlemi yapanın kişiliğine göre özel ve resmi sermaye akımları olarak gruplandırılmaktadır.

Sermaye akımlarının uzun ve kısa vadeli olarak gruplandırılması, aslında bunların paraya dönüştürülebilirlik yani likidite özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli mali araçlar (banka mevduatları, hazine bonosu, mevduat sertifikaları, ticari bonolar, vs.) oldukça likit varlıklardır. Buna karşılık günümüzde sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerin sonucunda bazı uzun vadeli tahviller ve hisse senetleri de istenildiği anda kolayca paraya dönüştürülebilmektedir. Bu nedenle belirli türdeki yatırım araçları için bu vade ayrımının çok büyük bir önemi kalmadığı söylenmektedir³⁸.

³⁷ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, 14. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001 (a), s.391-393; Erdal Ünsal, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2005, s.443.

³⁸ Seyidoğlu, 2001 (a), s.391-394.

Resmi sermaye hareketleri; gelişmiş ülkelerin, az gelişmiş ülkelere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde olursa devletlerarası bir borçlanma söz konusudur. Genellikle devletler ya da Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler, bu kaynaklarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmayı amaçlamaktadırlar³⁹.

Uluslararası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğer ülkeye hareketini ifade etmektedir. Her an kullanılabilir durumda olan bu fonların, sahiplerinden bir gelir karşılığında fon talep edenlere aktarılması işlemine mali işlem adı verilir. Bir mali işlemi oluşturan taraflardan (fon arz ve talep eden) her ikisi de aynı ülkede yerleşik ise, bu mali işlem ulusal bir niteliktedir. Taraflardan birisinin yabancı bir ülkede yerleşik olması, işleme uluslararası bir özellik kazandırmaktadır. Böylece, bir ülkede yerleşik kişilerin diğer ülkelerde yerleşik olanlara fon sağlamaları veya onların mali fonlarını kullanmaları olayına uluslararası mali işlem denilmektedir. Mali işlemlerin gerçekleştirildiği piyasalar ise para ve sermaye piyasalarıdır⁴⁰. Tasarruf sahiplerinin uluslararası para piyasalarında ellerinde bulundurdukları fonları mevduat olarak bankalara yatırmaları ve bankaların bu kaynakları kredi olarak vermesi uluslararası para piyasası işlemlerini oluştururken, fon talep eden işletme ve kuruluşların ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satmaları ise sermaye piyasası işlemlerini oluşturmaktadır⁴¹.

Uluslararası özel sermaye hareketlerinin en belirgin özelliklerinden birisi, bunların uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmalarıdır. Bir dış yardım niteliğinde olmamaları onları resmi sermaye hareketlerinden, yabancı

³⁹ Muhsin Kar ve Akif Kara, "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:29, Temmuz 2003, http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003_finans.htm (04.11.2004), s.1

⁴⁰ Seyidoğlu, 2001 (a), s.479-481.

⁴¹ Meral Varış Tezcanlı vd., **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları No: 3, İstanbul, 1994, s.6-7.

sermayedarlar tarafından yapılan doğrudan üretime dönük yatırım şeklinde olmamaları da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayırmaktadır⁴².

Uluslararası ödemeler dengesi istatistikleri, IMF tarafından önerilen sınıflandırma paralelinde sermaye hareketlerini; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç sınıfa ayırmaktadır. Diğer yatırımlar kalemi de vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ayrılabilir. Türkiye'nin ödemeler dengesi istatistikleri de IMF tarafından önerilen kavram ve sınıflandırmalar ışığında hazırlandığından, bu çalışmada da sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasında bu ayırım kullanılmaktadır.

Doğrudan yatırımlar, şirketlerin başka ülkelerde gerçekleştirdikleri fiziki yatırımlar ve bunların kazançlarından oluşmaktadır. Portföy yatırımları, sınır ötesi hisse senedi ve diğer menkul kıymet yatırımlarını kapsamaktadır. Diğer sermaye hareketleri ise, banka mevduatları ve sınır ötesi kredi faaliyetlerini içermektedir. Tanımsal olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları, uzun vadeli sermaye hareketleri sınıfına girmektedir. Portföy yatırımlarından, hisse senedi yatırımları ve devlet tahvilleri de prensip olarak uzun vadeli yatırımlardır. Ancak uygulamada, bu tür yatırımlar da, likit piyasada her an satılarak paraya dönüştürülebileceğinden, her zaman uzun vadeli olmamaktadır⁴³.

1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya varolan bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla bir ülkede bulunan firmalar tarafından, diğer bir

⁴² Seyidoğlu, 2001 (a), s.479.

⁴³ Anti Suvanto vd, "Promoting The Stability of International Capital Movements", **Ministry of Finance Finland Research Report**, No:1/2001, Helsinki, November, 2000, http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/01_publications/07_financial_market/2001_0131Promot/3505.pdf, (10.01.2007), s.9.

ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının denetim yetkisini de beraberinde getiren yatırımdır⁴⁴.

Uzun dönemli olarak gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları doğrudan reel sektöre, yatırımlara yönelmektedir. Ev sahibi ülkedeki fiziksel ve hukuki alt yapının uygunluğu, bürokratik düzenlemelerin basitliği, makroekonomik yapının istikrarı, ekonomik büyümenin dinamizmi, işgücünün düşük maliyetli ve eğitilmiş olması doğrudan yabancı sermayenin aradığı özelliklerdir. Bu açıdan, doğrudan yabancı yatırımlardaki artış, iç ekonomik yapının, makroekonomik temellerdeki sağlamlığın ve gelişmişliğin bir yansıması olarak görülmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar uzun dönemli olduklarından makroekonomik dengeleri bozma, yetkililerin ekonomi politikalarını yürütmedeki etkinliğini ve denetimini zorlaştırma gibi özellikler taşımamaktadırlar. Tüm bu özellikleri nedeniyle, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, diğer sermaye akımlarına göre ülkeler açısından daha istenilir olduğu yönünde geniş bir görüş birliği bulunmaktadır⁴⁵.

2. Portföy Yatırımları

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarınıdır. Örneğin bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası portföy yatırımdır⁴⁶. Portföy yatırımlarının artıp azalmasında yurt içi ve yurt dışındaki faiz oranları ve yatırım

⁴⁴ Rıdvan Karluk, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı", **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Edt: Ali Tarhan, TCMB İnsan Kaynakları Genel Müd. Eğitim Müd., Ankara, 2001, s.100.

⁴⁵ Bayram Kont, "Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)", **İktisat Politikası (Seçme Konular, Para Politikası, Maliye Politikası ve Uluslararası İktisat Politikası)**, Edt: Vildan Serin, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 1998, s.693.

⁴⁶ Tezcanlı vd., s.8.

yapılan ülkedeki politikalar etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları öncelikle kendi sermayelerinin güvende olması ve sermayenin onlara getireceği kazançlar gibi konularla ilgilenmektedirler.

Yazında her ikisi de uzun vadeli sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilen portföy yatırımları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında bazı önemli farklılıklar bulunmaktadır. En önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olmaktadır. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmesi, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır⁴⁷.

Portföy yatırımları belli bir sektöre ya da şirkete bağlı değildir, hem yerel hem de yabancı şirketlere yatırım yapmak olanaklıdır. Portföy yatırımları durağan olmayan ve sık sık değişebilen yatırımlar olmaları nedeniyle iyi düzenlenmiş finansal piyasalara gereksinim duyarlar. Bu türdeki yatırımlar tümüyle finansal yatırımlar oldukları için finansal faktörlerdeki değişimlere oldukça duyarlıdır. Örneğin ev sahibi ülke ekonomisindeki bir devalüasyon beklentisi, yatırımcıların portföylerini boşaltarak ülkeden çıkmalarına neden olabilmektedir. Portföy yatırımcılarının temel amacı, çeşitlendirme yoluyla getiri ve risk dengelerini optimal düzeye taşımaktır. Yani belirli bir risk düzeyinde maksimum getiri hedeflenmektedir.

Bir ülkeye yönelik yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likiditesini yükselterek piyasaların etkinliğini arttırmaktadır. Piyasaların likiditesinin artması ise beraberinde piyasa derinliğini getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlamaktadır. Tüm bunlara ek olarak yurtiçi piyasalara yabancı portföy yatırımcıları tarafından sunulan yeni portföy yönetim teknikleri ve daha

⁴⁷ TCMB, **Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması**, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisim/odemeler_dengesi.htm, (07.11.2006), s.8.

karmaşık ürünlerle risk yönetimi ile tanışılması sağlanmaktadır⁴⁸. Portföy yatırımları, gerek ulusal kalkınmaya gerekse yurtiçi sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmakla birlikte, ülkelerin ekonomik dengeleri açısından bazı riskler de yaratabilmektedir. Bu riskler, ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle cari işlemler dengesinin bozulması ve özellikle son yıllarda yaşanan şekliyle menkul kıymet borsalarının aşırı değerlenmesi şeklinde olabilmektedir. Uluslararası portföy yatırımlarının kısa vadeli fonlar şeklinde olması halinde bu riskler, özellikle menkul kıymetler piyasası ve döviz piyasası açısından çok daha fazla gündeme gelmekte ve ilgili ülkelerin finansal piyasalarının yeterli derinlik düzeyinde olmaması durumunda riskler, krizlere dönüşebilmektedir⁴⁹.

Portföy yatırımları üç alt başlık halinde incelenebilir. Birincisi, yerleşiklerin uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç ederek döviz elde etmeleridir. Bu tür yatırımlar kredibilitesi yüksek ve ödeme gücü yerinde olan kamu sektörü ve bazı büyük firmalar tarafından yapılmaktadır. Bunların vadeleri genellikle uzun ve en önemlisi de denetimi yerleşiklerde olduğundan akışkanlık, dışarıya kaçış, oynaklık ve kısa vadecilik gibi özellikler göstermezler. Genellikle kamu açıklarını ve özel sektör finansman gereksinimlerini gidermek için kullanıldıklarından spekülasyon nitelikli değildirler. Ancak yine de özel sektör firmalarının bu tür döviz gelirlerinin bir kısmını yurt içinde faiz-kur arbitrajından yararlanmak için spekülasyon alanlara kaydırabileceklerini de göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

Portföy yatırımlarından ikincisi, yurt dışındaki yerleşiklerin yatırım yapılan ülkenin sermaye piyasalarında menkul kıymet alıp satmalarıdır. Bu tür sermaye girişi, oldukça oynak, kolay kaçabilir ve ters çevrilebilir bir özellik göstermektedir. Büyük çoğunluğu yabancı ülkelerin kurumsal yatırımcıları tarafından gerçekleştirilen bu tür yatırımların genellikle spekülasyon amaçlı olduğu ve yüksek getiri peşinde koştuğu söylenebilir. Oldukça likit bir yatırım türü olması nedeniyle, istenildiği zaman kolaylıkla dövize çevrilerek yurt dışına çıkarılabilmektedir. Bu tür yatırımların verimli alanlara kayıp kaymadığını anlamak için sermaye piyasalarında

⁴⁸ Müge İşeri ve Zeynep Aktaş, “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler, 1997-2005 Dönemi”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:151, Temmuz 2005, s.372-374.

⁴⁹Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2000, s.179-180.

hangi tür araçlara yöneldiğine bakmak gerekmektedir. Tahvil ve bonoya giden yatırımların, genellikle kamu açıklarını finanse etmekte kullanılmaları nedeniyle, çok etkin değerlendirildikleri söylenemez. Hisse senedine gidenlerin ise, firmaların finansman gereksinimlerini karşılayacağından daha verimli olduğu söylenebilir. Bu tür yatırımların sermaye piyasalarını etkileyebilme gücünü anlamak için borsadaki günlük işlem hacimleriyle karşılaştırmak gerekmektedir. Eğer bu tür yatırımların hacmi borsa işlem hacimlerine göre büyük oranlara ulaşmış ise bu durumda hem girişleri hem de çıkışlarıyla sermaye piyasaları üzerinde önemli etkiler meydana getirebilir ve hisse senetleri fiyatlarında spekülasyon yükselmelere neden olarak ekonomideki diğer makro dengeleri de olumsuz yönde etkileyebilirler.

Portföy yatırımları içerisinde yer alan üçüncü tür yatırım ise, yerleşiklerin yurtdışı piyasalarda menkul kıymet alım satımını ifade etmektedir. Portföy yatırımlarının varlıklar bölümünde gösterilen bu tür yatırımlar genellikle portföy çeşitlendirmesi amacıyla yapıldığından, etkileri görece daha hafif olmaktadır. Sonuç olarak portföy yatırımlarının spekülasyon, oynak, akışkan ve ters çevrilebilir sıcak para özelliği gösterip göstermediğinin anlamak için bileşimine bakmak gerekmektedir. Makro değişkenleri ve ekonomiyi ne yönde etkileyeceği ise bileşimi kadar hacmine de bağlıdır. Portföy yatırımlarını değerlendirirken bu iki özelliğin mutlaka dikkate alınması gerekmektedir⁵⁰.

3. Diğer Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır. Diğer yatırımlar da vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılabilir.

⁵⁰ Kont, s.693-694.

a. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları içinde yer almayan, vadesi bir yıldan daha fazla olan yurtiçi borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermeleri içermektedir. Tanım gereği bu kalemdeki borç şekli, sermaye piyasası araçlarıyla olan borçlanmalar değildir. Kamu ve özel sektöre ilişkin krediler, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlar bu kapsamda değerlendirilmektedir⁵¹.

Bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin uluslararası finans kuruluşlarından ve yabancı hükümetlerden aldıkları uzun vadeli krediler genelde proje finansmanında kullanılmak, makro dengeleri düzeltmek amacıyla verildiğinden ekonomi için faydalı olması beklenmektedir. Ayrıca, bu tür sermaye hareketleri, uzun vadeli olmalarından dolayı yetkililerin politika yürütmedeki etkinliklerini bozmazlar ve istikrarlı bir yapı içerirler. Sonuçta uzun vadeli olmaları, proje finansmanı ve ekonomik dengeleri düzeltme amacıyla kullanılmaları yanında, genelde reel sektöre akmaları nedeniyle, bu tür akımların faydalı olduğu ve makro dengeleri bozucu bir özellik göstermedikleri söylenebilmektedir. Ancak bu tür yatırımlar uygun alanlarda kullanılmazsa maliyetleri yüksek olabilmektedir. Ayrıca, aşırı borçlanma da makroekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyebilmektedir⁵².

b. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarıdır. Uygulamada kısa vadeli sermaye akımlarının süresi genellikle 30, 60 veya 90 gündür. Yerleşiklerin yabancılara ya da yabancılardan yerleşiklere olan kısa vadeli borçlanmalarındaki değişimleri (banka mevduatları dahil) yansıtan bu gruptaki sermaye akımları, örneğin ihracat kredileri

⁵¹ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması**, 3. Baskı, Om Yayınevi, İstanbul, 2002, s.224; Punam Chuhan, G. Perez Quiras and Helen Popper, "International Capital Flows: Do Short Term Investment and Direct Investment Differ?" **World Bank Policy Research Working Paper**, , No:1669, October, 1996, s.4.

⁵² Kont, s.694-695.

gibi dış ticaretin finansmanına yönelik olabileceği gibi, uluslararası faiz ve döviz kuru farklılıklarından yararlanmak amacıyla da ortaya çıkabilir⁵³.

Sıcak ya da spekülâtif para da denilen kısa vadeli sermaye hareketleri; özellikle bir ülkeye fazla miktarda girmeye başladığı zaman, olası bir belirsizlik durumunda bu paraların çok kısa bir süre içinde ülke dışına çıkma olasılıkları ve bu durumun da ekonomide önemli sorunlara yol açması nedeniyle, yetkililer tarafından titizlikle izlenmesi gereken göstergelerden birisidir⁵⁴. Nitekim, 1990 sonrası dönemde krize yakalanan birçok ülkede krizin tek olmasa bile en önemli nedenlerinden birisi olarak kısa vadeli sermaye hareketleri gösterilmektedir.

“Sıcak para” kavramının iktisat yazınında genel kabul gören kesin bir tanımı olmamasına karşın, “spekülâtif”, “kısa dönemci” ve “aşırı dalgalanma ve akışkanlık” gibi ögeler içerdiği; ve yol açtığı iktisadi istikrarsızlıkların da özü itibarıyla bu ögelerden kaynaklandığı bilinmektedir⁵⁵.

Bu tür akımlar kısa vadeli olduğundan, uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmaları olanaklı değildir. Üstelik bu tür sermaye girişlerinin en büyük tehlikesi geçici fakat istikrarsız ve tutarsız bir kaynak bolluğu sağladıklarından, ödemeler dengesi ve kamu açıkları gibi sorunları geçici olarak gidermeleridir. Ayrıca sağladıkları geçici rahatlama nedeniyle, bu açıkların temelinde yatan ve yapısal önlemlerle kapatılması gereken öğelere, ekonomiyi yönetenlerin eğilmesini geciktirebilirler⁵⁶.

Gerek vadelerinin kısa olması, gerekse her an nakde dönüştürülebilmeleri kısa vadeli sermaye hareketlerinin her an ülkeyi terk edebilecekleri anlamına gelmektedir. Özellikle, yatırım yapılan ülkede herhangi bir siyasi ya da ekonomik olumsuzluğun ortaya çıkması durumunda, ilgili ülke kısa vadeli fonların kaçıyla

⁵³ Nevzat Güran, **Makro Ekonomik Analiz**, 2. Baskı, Anadolu Mat., İzmir, 1999, s.291-292; Seyidoğlu, 2001 (a), s.393-394.

⁵⁴ Mehmet Alagöz ve Sinem Yapar, “Erken Uyarı Sinyali Olarak Sermaye Göstergeleri: Asya Krizi Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:21, Sayı:247, Ekim, 2006, s.83.

⁵⁵ Erineç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2001, s.22.

⁵⁶ Kont, s.695.

karşı karşıya kalabilmektedir. Böyle bir durumda, döviz kurlarını koruyabilmek, söz konusu ülkenin merkez bankasının yeterli yabancı para stokunun varlığına bağlı olmaktadır. Yeterli döviz rezervinin olmaması durumunda, döviz talebindeki artış nedeniyle ilgili ülkenin parası değer kaybedecek ve olayın büyüklüğüne bağlı olarak bu sorun, finansal piyasaların diğer kesimlerine ve reel ekonomiye de yansıyan olumsuz sonuçları beraberinde getirecektir.

Kısa vadeli sermayenin, ülkenin içinde bulunduğu olumsuz koşullar nedeniyle ülkeyi terk etmesi ve bu çerçevede yabancı yatırımcıların dövize yönelmeleri, yerli yatırımcılar tarafından da izlenebilmektedir. Kısa vadeli fonların dövize çevrildiğini fark eden yerli yatırımcılar, dövize olan aşırı talep nedeniyle, kurların hızla yükseleceğini ve ülke parasının değer kaybedeceğini bilmektedirler. Bu nedenle, yerli yatırımcılar da, ellerinde bulunan ulusal para cinsinden fonların değer yitirmemesi ve dövizde meydana gelen hızlı yükselmeden kazanç sağlamak için, ülke parasından kaçarak dövize yönelebilmektedirler. Böylece, dövize yönelme sadece sıcak para için değil, yerli yatırımcılar için de söz konusu olabilmektedir. Dövize olan talebin çok fazla artması durumunda, ilgili ülkenin merkez bankasının kurlara müdahale etme çabaları çoğu zaman yeterli olamamakta ve bu durum krizle sonuçlanabilmektedir. Nitekim 1994’de Türkiye ve Meksika ile 1997’de Güneydoğu Asya ülkelerinin parasal yetki kurumlarının çabaları bu çerçevede sonuç getirmemiştir.

Sermaye hareketleri tanımlanırken, uzun vadeli yatırımlar ile kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımlarının sınırlarının iyi belirlenmesi gerekmektedir. Bazı durumlarda portföy yatırımları, kısa vadeli sıcak para hareketleri şeklinde de olabildiğinden, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlarının belirlenmesi zorlaşmakta ve aralarında bir kavram karışıklığı söz konusu olabilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, esas itibariyle, finansman bonusu gibi kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır. Portföy yatırımları ise, gerek uzun gerekse kısa vadeli menkul kıymetlerin yanı sıra, kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları, kısa vadeli

yatırımlara göre daha uzun vadeleri belirtmekle birlikte, içerdikleri araçların likiditesi yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle, kısa vadeli sermaye akımları gibi, yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmekte ve dolayısıyla ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir⁵⁷. Bu bağlamda, kısa vadeli sermaye hareketleri gibi portföy yatırımlarının da yüksek akışkanlığı nedeniyle, çoğu zaman sıcak para niteliği taşıdığı belirtilmektedir.

B. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi

19. Yüzyıl'ın ikinci yarısı ticari bankacılık ve merkez bankacılığı yanında ilk uluslararası sermaye hareketlerinin başladığı dönemdir. Çeşitli projelerin ve devlet harcamalarının karşılanması amacıyla, ABD, Rusya ve Osmanlı İmparatorluğu gibi ülkelerin çıkardıkları borçlanma senetlerinin değişik ülkelerde satışa sunulması, günümüz uluslararası tahvil işlemlerinin başlangıcını oluşturmaktadır. Avrupa'nın belli başlı kentlerinin uluslararası para ve sermaye merkezi haline gelme uğraşısı içinde olduğu bu dönemde, özellikle özel sektörün sanayileşme alanındaki atılımlarına paralel olarak İngiltere'nin kapitalist sistemin liderliğini ele geçirmesiyle Londra bir ticaret ve sermaye merkezi haline gelmiştir⁵⁸.

1870'li yıllardan I. Dünya Savaşı'na dek (1914) süren klasik altın standardı dönemi, özellikle uluslararası sermaye hareketlerinin büyük boyutlara ulaşması yönünden ayırt edici bir özellik taşımaktadır⁵⁹. Altın standardının temel özelliği, ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranlarının standart birim olan altına bağlandığı sabit döviz kuru sistemidir. Altının sistem içindeki fonksiyonu, ulusal ve uluslararası düzeyde ödeme aracı olarak kabul edilmesidir⁶⁰. Ulusal paraların değerinin altın standardına göre belirleniyor olması, döviz kuru istikrarını da beraberinde getirdiği için, bu dönemde uluslararası sermaye hareketleri hız

⁵⁷ Alp, s. 186-187, 197.

⁵⁸ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin ve Can Fuat Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6, İstanbul, 1995, s.7.

⁵⁹ Nadir Eroğlu, "Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri", **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, Der: Alkan Soyak, Om Yayınevi, İstanbul, 2002, s.14.

⁶⁰ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, Literatür Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2003, s.2.

kazanmıştır⁶¹. Bu dönemde, ülkeler arasındaki faiz farklılıkları azalırken sermaye akımları giderek artmış ve 1900'lü yıllara gelindiğinde yalnızca Batı Avrupa ülkeleri değil çevre ülkelerin de dahil olduğu, sermaye, mal ve emek piyasalarını kapsayan bir küresel ekonomi ortaya çıkmıştır⁶². I. Dünya Savaşı'na dek süren altın standardı, savaşla birlikte ortaya çıkan enflasyon sonucu büyük bir darbe almış ve savaş döneminde birçok ülke altın standardından uzaklaşarak paralarının konvertibilitesini askıya almışlardır⁶³. I. ve II. Dünya Savaşı arasındaki dönem, uluslararası finansal sistemde tam bir karmaşanın yaşandığı yıllar olmuştur. I. Dünya Savaşı'nda altın standardının çökmesiyle para politikası; öncelikle savaşın finansmanı, sonra da komşu ya da birbirlerinin ticaret ortağı olan ülkeler arasındaki devalüasyonların yönetimi başta olmak üzere, ülke içi iktisat politikaları aracına dönüşmüştür. 1930'ların dünya depresyonunun temel nedeni olarak görülen uluslararası sermaye akımları minimum düzeye düşmüş, uluslararası fiyatlar ve faizler arasındaki uyum tümüyle bozulmuştur. Bu dönemde para krizlerinden kaçınmak ve altın stoklarını korumak için ülkeler yaygın bir şekilde sermaye denetimlerine yönelmişlerdir⁶⁴.

II. Dünya Savaşı ertesinde, yeni bir uluslararası para sistemi oluşturmak amacıyla toplanan Bretton Woods Konferansında (1944), savaşın kazananları ABD ve İngiltere, savaş sonrası dünyanın ekonomik sistemini sabit kur rejimi ve sermaye denetimi temelleri üzerine kurdular. Amaç, reel ekonomiden farklı olarak büyük spekülasyon kazançlara, ancak daha sonra da büyük boyutlu zararlara yol açabilen finans piyasalarındaki dalgalanmaları bir ölçüde sınırlamak, esas olarak da bu dalgalanmaların uluslararası krizlere yol açmasına engel olmaktır⁶⁵. Bretton Woods Sistemi, Amerikan dolarına ve onun aracılığıyla altına bağlı bir para sistemidir. Toplantılarda Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası olmak üzere iki yeni örgütün kurulmasına karar verilmiştir. IMF, uluslararası mali ilişkileri düzenlemek, Dünya Bankası ise önceleri savaşta yıkılan Avrupa ekonomilerinin onarımı, daha sonra ise az gelişmiş ülkelerin kalkınması amacıyla mali yardım sağlamakla

⁶¹ Eroğlu, s.14.

⁶² Turan Yay, "Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme, **İktisat Dergisi**, Sayı:438, Haziran 2003,s.16

⁶³ Uzunoğlu, s.3.

⁶⁴ Yay, s.17.

⁶⁵ Selim Somçağ, "Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı", **Doğu-Batı Dergisi**, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak, 2001-2002, s.154.

görevlendirilmiştir. Bu sistemde yalnızca Amerikan doları altına bağlanmış, diğer ülkeler ise paralarını dolara bağlayarak döviz kurlarını sabit tutmuşlardır. Sisteme göre, her ülke, ulusal parasının döviz piyasasında dolar paritesi etrafında en fazla %1'lik alt ve üst sınırlar içerisinde dalgalanmasına izin verebilmekteydi. Böylece, IMF gözetiminde, ayarlanabilir sabit kur diyebileceğimiz katı olmayan bir sabit kur sistemi kurulmuştur⁶⁶.

Bretton Woods Sistemi, uzun dönemli istikrarlı büyüme uğruna sermayenin kısa vadeli spekülasyon kazançlarından vazgeçmesini gerektiriyordu. Sermayenin bu fedakarlığı yapabilmesi için istikrarlı büyüme dönemlerindeki kar oranını belli bir düzeyde tutması gerekiyordu. 1940'lerin sonunda başlayan hızlı büyüme döneminin 1970'lerin başında duraklaması, sermayeyi riskli de olsa uluslararası portföy yatırımı alanına girmeye yöneltmiştir. Ayrıca uzun büyüme döneminin sonuna doğru, karlılık ve büyüme hızındaki düşüşün yarattığı makroekonomik etkiler, özellikle ABD ekonomisinin görece üstünlüğünün zayıflaması, sistemin temel taşı olan dolar merkezli sabit kur rejiminin sürdürülememesine yol açmış ve Bretton Woods sistemi 1973 yılında çökmüştür⁶⁷. Bu durum, artık kurlarda ve uluslararası finansal sistemde bir belirsizlik döneminin başladığına işaret etmekteydi. 1944'den 1970'li yılların başına kadar süren Bretton Woods Sisteminde sabit kur rejimi sermaye hareketlerinin denetimini de içerirken, sistemin çöküşünden sonra, ülkelerin kendilerinin belirlediği farklı kur rejimlerinin uygulandığı, sermaye denetimlerinin tümüyle ortadan kalkması da minimuma indiği, sistemsiz ya da çok sistemli bir dönem yaşanmaktadır. Bu döneme damgasını vuran en önemli oluşum, ülkelerin finans sistemi üzerindeki kısıtlama ve denetimleri kaldırarak ekonomilerini uluslararası sermaye akımlarına açtıkları, ulusal finans piyasaları arasındaki sınırların ortadan kalktığı ve küreselleşmenin ekonomik yönünün temel ayağını oluşturan finansal küreselleşmedir⁶⁸.

⁶⁶ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, 3. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001 (b), s.11-12; Çağlar, s.28.

⁶⁷ Somçağ, s.155.

⁶⁸ Eroğlu, s.15.

Finansal piyasaların serbestleşmesi ve uluslararası sermaye hareketlerinin genişlemesi; 1950'lerde europara piyasalarının ortaya çıkmasıyla başlamakla birlikte, asıl olarak, Bretton Woods sisteminin çöküşüyle yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Ayrıca, 1973'deki petrol şoku da, sermaye akımlarının dünya çapında büyük boyutlara ulaşmasında önemli bir rol oynamıştır. 1973'te petrol fiyatlarının dört kat artmasıyla, europara piyasalarını besleyen yeni bir finansal akım dalgası ortaya çıkmıştır. Büyük petrol gelirlerine sahip olan küçük nüfuslu petrol üreticisi ülkeler, bu kadar çok parayı kısa zamanda tüketemeyeceklerinde, bu "petrodolarları" europara piyasalarına yatırdılar. İşte bu fonlar, büyük ödemeler bilançosu açıkları ile karşılaşan petrol tüketicisi ülkelere, bu açıklarını finanse etmek üzere borç olarak verildi. Önce Avrupa ülkelerine yönelen bu krediler, daha sonra bütün ülkelere yayılarak, 1982 yılında GOÜ'lerin yaşadığı borç krizinin temelini oluşturmuştur. Bankaların europara piyasalarına başvurarak buralardan borç alabilmeleri ya da buralarda borç verme olanağına kavuşmaları, merkez bankalarının para ve kredi arzını kontrol etmelerini güçleştirmiştir. Ülkelerin bu, durumda, etkinliği giderek azalan sermaye denetimlerini kaldırıp, finansal piyasalarını serbestleştirmeleriyle, sabit kur sistemini sürdürme olanağı kalmamıştır.

Bretton Woods sisteminde, sabit kurların korunması, özel sektörün döviz kuru riskinden korunması anlamına geldiğinden, bu istikrarlı döviz kurları döneminde, büyük ölçekli döviz işlemlerine ve bununla ilgili araçlara da gereksinim yoktu. Ancak, 1960'larda, artan sermaye hareketlerinin sabit kurlar üzerinde, özellikle altının dolar fiyatı üzerinde oluşturduğu spekülasyon baskısı, Bretton Woods sisteminin yıkılışında önemli bir rol oynamıştır. Bretton Woods sistemi çöküp döviz kurları dalgalanmaya başlayınca; bu durumdan kar sağlama olanağı ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda artan spekülasyon sermaye hareketleri karşısında, bu sermaye akımlarını denetim altına almaya yönelik düzenlemeler hem etkinliğini yitirmeye, hem de ülkelerin çıkarlarına uygun olmamaya başlamıştır. Sermaye hareketleri üzerindeki denetimleri sürdürmek isteyen ülkeler, hem yabancı yatırımcıların kendilerinden uzak durduğunu görmüşler hemde bu denetimlerin olmadığı europara piyasalarına doğru sermaye çıkışları riskiyle karşılaşmışlardır. Ayrıca haberleşme ve bilgi işlem teknolojilerinde gerçekleşen ilerlemelerin finansal piyasalarda yol açtığı gelişmeler,

uluslararası finansal akımların denetimini son derece zorlaştırmıştır. Bu durumda, kaçınılmaz hale gelen finansal serbestleşme, sabit kuru korumayı oldukça güçleştirdiğinden; 1980 ve 1990'lı yıllarda, giderek artan sayıda ülke esnek kur sistemine geçmiştir.

Sabit kur sisteminde devlet tarafından üstlenilen kur riski, kurların dalgalanmaya başlamasıyla birlikte özelleşmiş oldu. Önemli bir döviz kuru riski ile karşı karşıya kalan özel sektör, bu riske karşı korunmak için, portföy çeşitlendirmesine gitme ve buna yönelik olarak geliştirilen finansal yenilikleri satın alma ihtiyacı hissetmiş ve ihtiyaç, finansal piyasaların serbestleşmesinde önemli bir unsur olmuştur. Küreselleşmeyi serbestleşmeyle birlikte ele alan IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kuruluşlarının, 1980'li yılların başlarında yaşanan borç krizi döneminde, GOÜ'lere sağladıkları finansal olanakları, finansal serbestleşme sürecine uyum şartına bağlamaları ve bu yönde telkin ve tavsiyelerde bulunmaları da, özellikle GOÜ'lerin sermaye denetimlerini kaldırarak, finans piyasalarını serbestleştirmelerinde etkili olmuştur⁶⁹.

III. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE KURAMSAL YAKLAŞIM

Uluslararası sermaye akımlarına yönelik kuramsal yaklaşımlar, dış ticaret kuramlarına kıyasla henüz gelişme aşamasındadır. Bu yöndeki çabalar, 2. Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde, doğrudan yatırımlarda ve özellikle portföy yatırımları şeklinde uluslararası finansal piyasalarda dolaşan fonların dünya ekonomisini etkileyebilecek düzeyde artmasıyla birlikte ivme kazanmıştır. Ancak günümüzde ayrıntılı ve genel kabul gören bir sermaye akımları kuramının bulunduğunu söylemek güçtür. Uzun vadeli sermaye akımlarına yönelik oluşturulan kuramsal yaklaşımlar (uluslararası yatırım kuramı) sermayeyi bir üretim faktörü olarak ele almakta ve doğrudan sermaye yatırımları üzerine odaklanmaktadır⁷⁰. Bu çerçevede,

⁶⁹ Çağlar, s.34-50; Eroğlu, s.27.

⁷⁰ Güven Delice, "Uluslararası Finansal Entegrasyon ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Cumhuriyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas, 2000(a), s.53.

bu kısımda, finansal sermaye akımlarının kuramsal olarak açıklanmasında, yazında sıkça kullanılan faiz paritesi kuramı ve portföy kuramı ile IS-LM-BP analizlerinden yararlanılacaktır.

A.Faiz Paritesi Kuramı

Faiz paritesi kuramı, arbitraj mekanizmasının kısa vadeli mali piyasalara uygulanması ile ilgilidir. Kısa vadeli mali fonlar; banka mevduat hesapları, hazine bonusu, banka ve ticari firmaların çıkarttıkları finansman bonusu gibi mali araçlardan oluşmaktadır. Bu tür mali fonlara yatırım yapanların amacı, bu araçların sağladıkları faiz gelirlerinden yararlanmaktır. Ülkelerin nominal faiz oranları arasındaki farklılıklar, kazanç peşinde koşan kısa vadeli büyük fonların farklı ülkelerin para piyasaları arasında hareketine neden olmaktadır. Belli bir risk düzeyinde en yüksek faiz oranını sağlayan mali araçlar, yatırım için en uygun olanlardır. Aynı risk düzeyindeki kısa vadeli bir mali aracın faiz oranlarının değişik ülkelerde farklı olması, ülkeler arasında faiz arbitrajı yapma olanağı ortaya çıkararak, mali fonların faiz oranının düşük olduğu ülkeden yüksek olduğu ülkelere doğru hareket etmesine yol açmaktadır.

Ancak fonlar bir başka ülkeye yatırıldığında, olası kur değişimlerinden dolayı ortaya çıkabilecek bir risk söz konusudur. Çünkü yabancı finansal araçlara yatırılan fonlar, öngörülen sürenin sonunda yeniden ulusal paraya dönüştürülerek ana ülkeye götürülecektir. Bu süre içinde, yatırım yapılan yabancı paranın değer kaybetmesi durumunda, yatırımcının elde edeceği gelir azalmakta hatta bazen zarar etmesi bile söz konusu olabilmektedir. İşte bu nedenle yatırımcının kendisini kur riskine karşı koruması gerekmekte ve bunun için de vadeli döviz piyasaları kullanılmaktadır. Bunun için, örneğin yabancı hazine bonosuna yatırım yapan bir yatırımcı, bir yandan elindeki ulusal para fonlarını spot piyasada dövize çevirip yabancı hazine bonusu satın alırken, diğer yandan da söz konusu yatırımın anapara ve faiz gelirlerini, öngörülen sürenin sonunda teslim kaydıyla vadeli piyasada satmaktadır. Bu iki işlem aynı bankayla ve eş zamanlı olarak yapıldığından, kur riski önlenmiş olmaktadır.

Yapılan vadeli işlemle döviz kuru riski giderildiği için, bu işleme güvenceli faiz paritesi (covered interest rate parity) denilmektedir.

Bu durumda, uluslararası yatırımcıların elde edecekleri gelirler açısından biri olumlu diğeri ise olumsuz olabilen iki sonuç ortaya çıkmaktadır. Olumlu faktör, yurt dışındaki faizlerin yurtiçi faizlerden daha yüksek olması nedeniyle sağladığı faiz farkı kazandırıcıdır. Olumsuz olabilen faktör ise, kur riskini ortadan kaldırmak için, vadeli piyasada yabancı para cinsinden sağlayacağı yatırım gelirlerini satmaktan dolayı uğrayabileceği kayıpları ifade etmektedir. Örneğin söz konusu yabancı para vadeli piyasada iskonto satılıyorsa böyle bir kayıp ortaya çıkacaktır. Bu durumda yatırımcı arbitraj yapmaya karar verirken bu iki faktörü birbiri ile karşılaştırmakta ve ancak yabancı ülkede ana ülkeye göre daha yüksek olan faiz farkı, vadeli piyasada ilgili para üzerindeki iskonto oranından büyük olduğu sürece fonları yurt dışına yatırmaktadır⁷¹.

Örneğin, Türkiye ve ABD'nin faiz oranları karşılaştırıldığında, Türkiye'deki faizler %20 daha yüksek iken Amerikalı fon sahiplerinin Türkiye'deki finansal araçlara yatırım yapmaları, vadeli piyasada TL'nin dolar karşısındaki iskonto oranına bağlıdır. Öngörülen yatırım süresi için, vadeli kurdan (90 günlük) TL, dolara karşı %10 iskonto yapmakta (değer kaybetmekte) ise, bu durumda Amerikalı yatırımcı için Türk hazine bonolarının satın alınması karlı olacaktır. Çünkü net olarak (işlem giderleri sıfır) %10 oranında bir kazanç elde edecektir. Bu durumda ABD'den Türkiye'ye doğru faiz arbitrajı gerçekleşirken bir yandan bu ülkede dolar arz edilip TL talep edildikçe spot piyasada doların TL kuru düşecek (TL değer kazanacak), vadeli piyasada TL arz edilip dolar talep edildikçe de doların vadeli TL kuru yükselecektir. Bu da vadeli piyasadaki TL iskonto oranının düşmesi demektir. Diğer yandan, kısa vadeli sermaye fonlarının ABD'den Türkiye'ye doğru akması, ABD'de sermaye arzını azaltarak faizlerin yükselmesine, Türkiye'de ise sermaye arzını arttırarak faizlerin düşmesine neden olmaktadır.

⁷¹ Hatice Doğukanlı, **Uluslararası Finans**, Nobel Kitabevi, Adana, 2001, s.75-76; Seyidoğlu, 2001(b), s.118-119.

Güvenceli faiz paritesi kuramına göre, yüksek faizli ülkenin ulusal parası vadeli piyasada, düşük faizli bir başka ülkenin ulusal parası karşısında, bu faiz farkı tutarında iskonto yapmakta, düşük faizli ülkenin ulusal parası da vadeli piyasada, yine bu faiz oranları farkı ölçüsünde prim yapmaktadır. Bu bağlamda, güvenceli faiz paritesi kuramına göre, işlem giderlerinin bulunmadığı bir durumda eğer uluslararası finansal piyasaların etkin işlediği varsayılırsa, vadeli piyasada bir ulusal paranın diğerine göre yapacağı iskonto veya prim oranı, söz konusu ülkelerin faiz oranları farkına eşitlenmektedir. Yapılan vadeli işlemle, döviz kuru riski giderildiği için bu işleme güvenceli faiz paritesi denilmektedir. Faiz paritesi kuramına göre piyasalar arasındaki dengesizlikler geçicidir. Faiz paritesinin bozulduğu bir durumda fonları iç veya dış piyasalardan birisine yatırmak yatırımcı için karlı olmaktadır. Ancak bir süre sonra faiz paritesi koşullarının gerçekleşmesi, yani vadeli iskonto veya prim oranının faiz oranları farkına eşitlenmesiyle, piyasalar arasında denge yeniden sağlanmaktadır. Bu durumda ise fonları yurtiçi veya yurt dışı piyasalara yatırmak arasında bir fark kalmamakta, her iki durumda da aynı getiri sağlanmaktadır.

Güvenceli faiz paritesi kuramı şu şekilde ifade edilmektedir:

$$i_{TR} - i_{US} = \frac{F - S}{S}$$

Formülde i_{TR} ve i_{US} sırasıyla Türkiye (yatırımcının ana ülkesi) ve ABD'deki faiz oranlarını, F vadeli döviz kurunu, S'de spot kuru (dolar başına TL, ya da TL/dolar olarak) göstermektedir⁷².

Güvenceli faiz paritesinin yurtiçi ve yurt dışı faiz oranlarının birbirine eşit olmasını değil, yurtiçi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki farkın vade primine/iskontosuna eşit olmasını içerdiğini gözden kaçırmamak gerekmektedir⁷³.

Güvenceli faiz paritesi vadeli piyasalarla ilgili olduğundan ve bu tür piyasalar da genellikle GOÜ'lerin çoğunda bulunmadığından dolayı kullanım alanı daha sınırlı

⁷² Seyidoğlu, 2001(b), s.119-121.

⁷³ Ünsal, 2005, s.513.

bir nitelik taşımaktadır. Bu nedenle, güvencesiz faiz paritesinin (uncovered interest rate parity), GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin açıklanmasında daha uygun bir ölçüt olacağı ileri sürülmektedir. Bunun gerekçesi ise, spekülasyonun vadeli döviz kurunu gelecekteki spot kura eşitleyeceği beklentisidir⁷⁴.

Güvencesiz faiz paritesi kuramı şu şekilde ifade edilmektedir:

$$i_{TR} - i_{US} = \frac{E(S) - S}{S}$$

Formülden de anlaşılacağı üzere, güvencesiz faiz paritesi ile güvenceli faiz paritesi arasındaki tek fark, vadeli döviz kurunun (F) yerini beklenen spot döviz kurunun (E(S)) almasıdır. Güvencesiz faiz paritesini, göreceli satın alma gücü ve faiz paritesinin bileşimi olarak görmek olanaklıdır.

Güvencesiz faiz paritesine göre, yurtiçi ve yurt dışı nominal faiz oranları arasındaki fark, ilgili ülkelerin döviz kurlarındaki beklenen değişime eşittir. Diğer bir deyişle, iki ülkenin nominal faiz oranı farkları kadar spot kurda değişme olması gerekmektedir. Aksi durumda, oluşan arbitraj olanağı, ülkeler arası sermaye hareketlerini harekete geçirerek, getirileri eşitleyecek şekilde kur değişikliğine neden olmaktadır⁷⁵. Güvencesiz faiz paritesi, yurtiçi ve yurt dışı faiz oranlarının birbirine eşit olmasını değil, yurtiçi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki farkın beklenen döviz kuru değişikliğine eşit olmasını ifade etmektedir.

Yurtiçi faiz oranlarının yabancı faizlerden yüksek olması durumunda, ulusal para biriminin yabancı para birimine göre, bu faiz farkı kadar değer kaybetmesi gerektiğini belirten güvencesiz faiz paritesi kuramının pratikte işlememesi, diğer bir deyişle, ulusal para birimi ile yabancı para birimi arasında, faiz farkından doğan karı

⁷⁴ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997, s.36.

⁷⁵ Doğukanlı, s.80.

ortadan kaldıracak bir kur hareketinin gerçekleşmemesi durumunda, uluslararası sermaye hareketleri faiz farklılıklarına duyarlı hale gelmektedir⁷⁶.

Döviz piyasasındaki karar birimleri genellikle vadeli döviz kurunu spot döviz kurunun ilerideki fiyatı olarak kabul etmektedirler. Bu açıdan bakıldığında vadeli prim/iskonto tutarı beklenen döviz kuru değişikliğini yansıttığı sürece, güvenceli ve güvencesiz faiz paritesi arasında bir fark kalmamaktadır. Yani vadeli döviz kuru, gelecekteki spot kura eşit olduğu zaman iki parite sonuçları da birbirine eşit olmaktadır. Vadeli döviz kurunun, gelecekteki spot kurun sapmasız bir göstergesi olduğu bu durum, etkin döviz piyasası olarak nitelendirilmektedir. Ancak, bu yaklaşımda yatırımcıların yabancı mali araçları satın alırken, bunun kendilerine yüklediği kur riskini önemsemedikleri yani yatırımcıların risk nötr oldukları kabul edilmektedir. Ancak gerçek yaşamda, yabancı mali varlıklara yatırım yapanlar, bu mali varlığın kendilerine yükleyeceği kur riskini taşımak için, bir risk primi talep ederler. Örneğin, Türkiye’de yerleşik bir firma Amerikan hazine bonosu satın almak alternatifini değerlendirirken, bir risk primi de talep etmektedir. Bu durumda Türkiye’de yerleşik firma için döviz kurunda beklenen değişme büyüklüğü, vade primi/iskontosu ile kur risk primi (RP) arasındaki farka eşit olmaktadır.

$$\frac{E(S) - S}{S} = \frac{F - S}{S} - RP$$

Kur riski primi hesaba katıldığında vade prim/iskontosunun döviz kurundaki beklenen değişmeyi aslında yansıtmaması, güvenceli pariteye ilişkin uygulamalı çalışmaların, güvencesiz paritenin geçerliliği açısından bir anlamının olmaması demektir. Diğer bir deyişle, güvenceli pariteye ilişkin uygulamalı çalışmaların güvencesiz paritenin geçerliliği açısından bir anlamı olabilmesi için, risk priminin çok küçük olması gerekmektedir⁷⁷.

⁷⁶ M. Faruk Aydın ve Vuslat Us, “Carry Trade: Gelişmeler ve Riskler”, **TİSK Akademi Dergisi**, Cilt:2, Sayı:3, 2007, s.176.

⁷⁷ Ünsal, 2005, s.522-523.

B.Portföy Dengesi Kuramı

Uluslararası sermaye hareketlerinin altında yatan temel nedenlerin açıklanmasında portföy dengesi kuramının önemli bir yeri vardır. Portföy yaklaşımına göre yatırımcılar, servetlerinin büyüklüğüne bağlı olarak çeşitli menkul değerlerden oluşan belirli hacimlerde yatırım portföyleri oluşturmaktadırlar. Hangi tahvil ve hisse senetlerini portföyelerine alacaklarına karar verirken de, bunların risk ve beklenen getiri oranlarını göz önünde bulundurmaktadırlar⁷⁸. Portföy yatırımı, basit olarak “fon sahiplerinin tahvil ve hisse senedi satın alımı şeklinde” tanımlanabilir. Portföy kuramına göre, yatırımcılar sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi elde edecek şekilde dağıtmaktadırlar. Bu aşamada yatırımcılar, bir yandan menkul değer beklenen getirisi ile risk düzeyini karşılaştırırken; diğer yandan da tüm fonları bir kaynağa yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirmektedirler⁷⁹.

Bir portföy, hisse senedi ve tahvil gibi temel menkul kıymetler dışındaki yatırım araçlarıyla da oluşturulabilir. Hisse senedi ve tahvil dışındaki yatırım araçları; finansman ve hazine bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, banka bonoları veya banka garantili bonolar, mevduat ve mevduat sertifikaları, döviz ve döviz tevdiat hesapları, repo, altın vb. olarak sayılabilir⁸⁰.

Portföy kuramında yatırımcıların, hem gelecekteki menkul kıymet getirilerini öngörmeleri hem de çeşitli portföy getirilerine göre ortaya çıkabilecek riskleri hesaba katmaları gerekmektedir. Bir menkulün beklenen getirisi, faiz veya kar payı ile yatırım süresi içinde ortaya çıkacak sermaye kayıp ve kazançlarının toplamından oluşmaktadır. Tahviller sabit bir faiz geliri sağlarlar. Hisse senetlerinin getirisi olan temettüler ise, şirket karından dağıtılan paylardır. Faaliyet dönemi içinde şirketin kar ve zarar durumu önceden bilinmediği için temettülerde bir belirsizlik söz konusudur.

⁷⁸ Seyidoğlu, 2001 (a), s.486.

⁷⁹ Hilal Yıldırım, “Yabancı Sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları”, **İş-Güç Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, 2003, <http://www.isgucdergi.org/index.php?cilt=5&sayi=2year&=2003>, (09.01.2007), s.3.

⁸⁰ Özgür Demirtaş ve Zülal Güngör, “Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama”, **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, Cilt:1, Sayı:4, Temmuz 2004, s.103-104.

Bir menkulün satın alındığı tarihteki değeri ile satıldığı tarihteki değeri arasında geçen sürede, piyasa değerinde ortaya çıkan değişimler ise onun sermaye kayıp ve kazançlarını oluşturmaktadır. Hisse senetlerinin değeri, borsadaki arz ve talep değişmelerine bağlıdır. Tahvil satın alındıktan sonra piyasa faiz oranında meydana gelen değişimler de tahvillerin sermaye değerini etkilemektedir. Örneğin piyasa faiz oranının düşmesi, eldeki tahvillerin sermaye değerini yükseltmektedir.

Yabancı tahvil ve hisse senetlerinin beklenen getirisini etkileyen önemli faktörlerden birisi de kur değişmeleridir. Kurların yabancı menkullerin ulusal para getirisini etkilemesi ve kur değişmelerinin önceden tam olarak öngörülememesi, yabancı menkul kıymet yatırımlarında ayrı bir risk doğurmaktadır. Gelir, riskin karşılığı olduğuna göre, riskten kaçınan bir yatırımcının yabancı menkullere yatırımda bulunması, bu ek riski karşılayacak ayrı bir prim talep etmesini gerektirebilir. Bu da yabancı menkullerden beklenen getirinin ancak yerli menkullere göre yeteri ölçüde yüksek olması durumunda bunların talep edileceği anlamına gelmektedir. Servetinin büyüklüğüne bağlı olarak belirli bir yatırım portföyü oluşturmak isteyen yatırımcının temel amacı, öngörülen bir risk düzeyinde en yüksek getiriye elde etmektir. Bu da riskin dağıtılması için, her şeyden önce portföye katılacak menkullerin çeşitlendirilmesini gerektirmektedir. Portföy dengesi kuramının temel kuralına göre, riskin en aza indirilmesi açısından “bütün yumurtaların aynı sepete konmaması gerekmektedir”.

Yatırımcı portföyü hem yerli hem de yabancı menkullerden oluşturabilmektedir. Günümüzde sermaye piyasalarında yaşanan serbestleşme ile birlikte yabancı tahvil ve hisse senetlerinin alım satımı büyük ölçüde kolaylaşmıştır. Portföye yabancı tahvil ve hisse senetlerinin katılması, toplam portföy riskinin azaltılması açısından oldukça önemlidir. Çünkü, ulusal ekonomide yaşanabilecek olumsuz bir gelişme yerli menkulleri etkisi altına alırken, yabancı menkuller bundan fazla etkilenmeyebilir. Bu düşüncelerin ışığında yatırımcı, kendi öngörümlemelerine, zevk ve tercihlerine göre en uygun portföyü oluşturarak dengeye ulaşmaktadır⁸¹.

⁸¹ Seyidoğlu, 2001(a), s.375-376, 486.

İşte portföy dengesi kuramının uluslararası sermaye akımları açısından taşıdığı önem bundan sonra ortaya çıkmaktadır. Bu kurama göre, uluslararası sermaye akımlarının iki kaynağı olabilir. Birinci kaynak, getiri ve risk oranlarında herhangi bir değişme yok iken, yalnızca yatırımcıların servetlerinin arttığı durumda ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan yeni servet yerli ve yabancı menkul kıymetler arasında eskisi gibi dağıtılacak ve bu dağıtım sürecinde uluslararası piyasalarda bazı sermaye akımları görülecektir. Bunun gibi, yatırımcıların reel gelirlerindeki artıştan kaynaklanan sermaye akımları, uluslararası sermaye akımlarının sürekli akımlar bölümünü oluşturmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarının diğer ve daha önemli olan kaynağı ise, stok düzenlemelerine dayanmaktadır. Söz konusu türdeki bu düzenlemeler, yatırım alternatiflerinin risk ve getiri oranlarını değiştiren veya değiştirmesi beklenen bazı gelişmelerin yaşanması sonucunda ortaya çıkmaktadır⁸². Örneğin, yatırımcı portföyünü düzenlemiş ve dengeye ulaşmış bir durumda iken, yabancı faiz oranlarında yurtiçi faizlere göre bir yükselme ortaya çıktığında, yatırımcı portföyündeki yabancı tahvillerin payını artırıp yerli tahvillerin payını azaltarak, ortaya çıkan bu değişime uygun bir düzenleme yapacaktır. Böylece, yatırımcı yeni bir denge durumuna ulaşırken, yapılan bu ayarlama sermaye akımları üzerinde önemli bir etki doğuracaktır. Stok düzenlemelerinin yol açtığı sermaye akımları, gelir artışının doğurduğu sermaye akımlarından çok daha büyüktür. Çünkü yatırım portföyü yılların birikimi sonucunda oluşmaktadır ve dolayısıyla bunda yapılacak bir ayarlama servetteki yıllık artışlara göre çok daha etkili olacaktır⁸³.

C. IS-LM-BP Analizi Bağlamında Sermaye Hareketleri

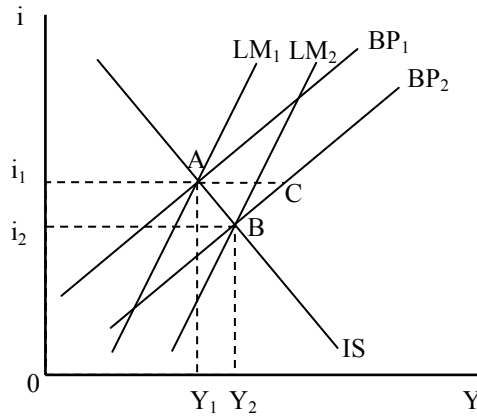
Sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri bağlamında, IS-LM-BP analizi, faiz oranları ve ulusal gelir üzerindeki etkileri göstermek bakımından yararlı bir araç görünümündedir. Sermaye hareketlerinin faiz oranları ve ulusal gelir üzerindeki etkisi sabit kur ve esnek kur sistemi çerçevesinde incelenebilir.

⁸² Defne Ata ve H. Serkan Silahşör, **Parasal Birlik, Avrupa Para Birliği ve Türkiye**, TC. Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müd., Ankara, 1999, s.70-71.

⁸³ Seyidoğlu, 2001(a), s. 487.

Sabit kur sisteminde yabancı sermaye girişi durumunda döviz şeklindeki yabancı fonlar, döviz kurunun sabitliğinin korunması için merkez bankası tarafından satın alınarak piyasaya TL arz edilmektedir. Piyasaya arz edilen bu fonların sterilize edilmemesi durumunda artan para arzı (fon arzı) nedeniyle faiz oranları düşecektir. Artan para arzının enflasyonist olabilecek etkilerini önlemek amacıyla merkez bankasının piyasaya çıkan fazla likiditeyi çekmek için sterilizasyona gitmesi (tahvil ve bono satması) durumunda ise sermaye girişlerinin faiz oranlarını düşürücü etkisi azalabilir veya hiç gerçekleşmeyebilir. Sabit kur sistemi varsayımı altında sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisini aşağıdaki şekil yardımıyla incelemek mümkündür.

Şekil 1: Sabit Kur Sisteminde Sermaye Girişinin Etkisi

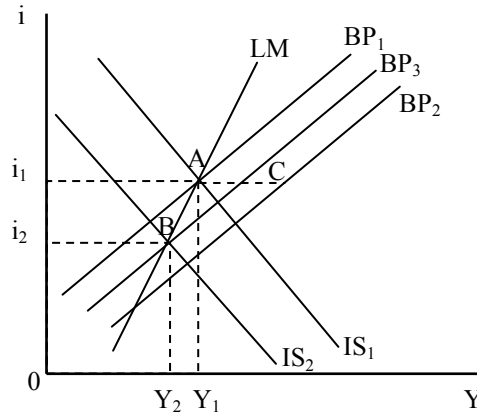


Ekonomi başlangıçta $IS-LM_1-BP_1$ eğrilerinin kesiştiği $A(i_1, Y_1)$ noktasında dengededir. Sermaye girişinin gerçekleşmesi durumunda BP eğrisi aşağı doğru kayarak BP_1 konumundan BP_2 konumuna gelir. Bu yeni durumda, A noktasına göre ödemeler dengesinde bir fazla söz konusudur (AC kadar). Sermaye girişi nedeniyle döviz arzının döviz talebinden büyük olması, nominal döviz kurunun düşme eğilimine girmesine yol açar. Bu durumda merkez bankası sabit kuru korumak için döviz piyasasına döviz olarak müdahale eder. Yani, merkez bankası kurun istikrarını korumak için TL karşılığında döviz satın alır. Böylece merkez bankasının döviz rezervleri ve para arzı artar. Para arzının artmasına bağlı olarak LM eğrisi aşağı

doğru kayarak LM_1 konumundan LM_2 konuma gelir. Yeni denge, $IS-LM_2-BP_2$ eğrilerinin kesiştiği $B(i_2, Y_2)$ noktasında meydana gelir. Görüldüğü gibi yeni denge noktası (B noktası) daha düşük bir faiz oranına (i_2) karşılık gelmektedir. Özetle, sabit kur sisteminde yabancı sermaye girişı faiz oranlarını düşürücü bir etki oluşturmaktadır. Ancak daha önce de belirtildiği gibi, merkez bankasının sermaye girişı sonucu para arzında meydana gelecek artışı, uygulayacağı sterilizasyon politikasıyla kısmen ya da tümüyle engellemesi durumunda, LM_1 eğrisinin LM_2 'ye göre daha az aşağı kayması veya hiç kaymaması sonucunda faiz oranları daha az düşebilir veya hiç düşmeyebilir.

Sabit kur sisteminde olduğu gibi, esnek kur sisteminde de sermaye girişlerinin ülke faiz oranları üzerindeki etkisi IS-LM-BP analizi bağlamında kuramsal düzeyde ortaya konulabilir.

Şekil 2: Esnek Kur Sisteminde Sermaye Girişinin Etkisi



Ekonomi başlangıçta $IS_1-LM-BP_1$ eğrilerinin kesiştiği $A(i_1, Y_1)$ noktasında dengededir. Sermaye girişı BP eğrisinin aşağı doğru kayarak BP_1 konumundan BP_2 konumuna gelmesine yol açmıştır. Bu yeni durumda, A noktası BP_2 eğrisinin üstünde ve solundadır ve dolayısıyla A noktasında bir ödemeler dengesi fazlası söz konusudur (AC kadar). Yani, döviz arzı döviz talebinden büyüktür. Söz konusu döviz arz fazlası döviz kurunun düşmesine, yurtdışında üretilen malların görece olarak pahalılaşmasına ve dolayısıyla ihracatın azalmasına, ithalatın artmasına, kısaca net

ihracatın azalmasına neden olarak cari işlemler hesabının kötüleşmesine yol açar. Cari işlemler hesabındaki bu kötüleşme, bir yandan toplam planlanan harcamaların azalması sonucunda IS eğrisinin içe doğru kayarak IS_1 konumundan IS_2 konumuna gelmesini, öte yandan BP eğrisinin de sola doğru kayarak BP_2 konumundan BP_3 konumuna gelmesini ve ödemeler dengesinin yeniden sağlanması sağlar. Böylece mal-para-döviz piyasalarında eşanlı denge IS_2 -LM- BP_3 eğrilerinin kesiştiği $B(i_2, Y_2)$ noktasında meydana gelir. Bu gelişmeler sonucunda faiz oranı i_2 düzeyine, ulusal gelir de Y_2 düzeyine düşmüş olur⁸⁴.

Burada dikkat çekilmesi gereken bir nokta; tam esnek kur sisteminde, döviz arz fazlaları döviz kurunu düşürerek dengesizliği ortadan kaldırdığından yani, merkez bankaları piyasalara hiçbir şekilde müdahalede bulunmadığından, sermaye girişlerinin herhangi bir parasal etkisi ve LM eğrisinde de buna bağlı kaymalar söz konusu olmamaktadır. Bu nedenle, esnek kur sisteminde merkez bankasının para arzını belirleme ve denetim gücü daha fazla olmaktadır⁸⁵.

IV. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GOÜ'LERE YÖNELMESİNİN NEDENLERİ

Finansal serbestleşme sürecinin yaşanmaya başladığı 1980'li yıllardan günümüze kadar geçen sürede, uluslararası sermaye hareketlerinin yapısında ve hacminde meydana gelen önemli değişiklikler, söz konusu sermaye hareketlerinin temelindeki belirleyici faktörlerin neler olduğu ve ekonomiyi nasıl etkilediği sorularının yoğun bir şekilde tartışılmasına neden olmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin arkasında yatan sebeplerin bilinmesi, hem sermaye akımlarının olumsuz etkilerine karşı geliştirilecek politikaların belirlenmesi hem de bu akımların devamlılığını ve makroekonomik etkilerini tahmin etmek açısından önem taşımaktadır. GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin nedenleri genellikle içsel ve dışsal faktörler olarak iki başlık altında incelenmektedir⁸⁶.

⁸⁴ Ünsal, 2005, s. 649-650, 670-671.

⁸⁵ Güran, s.336.

⁸⁶ Yazında içsel faktörler, "çekici faktörler", dışsal faktörler "itici faktörler" olarak da adlandırılmaktadır.

A. İçsel Faktörler

İçsel faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülke koşullarınca belirlenen faktörlerdir. Bu çerçevede, GOÜ'lerin kendi ekonomilerinde gerçekleştirdikleri yapısal reformlar ve değişimler içsel faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. GOÜ'lere yapılan yatırımların yüksek getiriler sunması, bu ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak tüm bu faktörlerin yanı sıra, GOÜ'lerin finansal serbestleşme doğrultusunda, sermaye hareketleri üzerindeki denetimleri kaldırmaları, uluslararası sermayenin bu ülkelere girişini belirleyen en önemli ve gerekli faktörlerden birisidir⁸⁷.

1970'li yıllardaki dünya ekonomik krizinin ardından, küreselleşme baskılarının da artmasıyla birlikte, GOÜ'ler kapsamlı bir yapısal uyum sürecinden geçmek zorunda kalmışlardır. Yapısal uyum programları, bu ülkeleri piyasa ağırlığı artmış bir yeniden yapılanmaya, ekonomilerini dışa açmaya ve makroekonomik dengelerini "açık ekonomi" koşullarına göre yeniden oluşturmaya zorlamıştır. Yapısal uyum programlarına uyum ve kurumsal düzenlemelerle geçen 1980'lerden sonra, GOÜ'ler önceki dönemlere göre yeni özellikler kazanmıştır. Uluslararası sermaye hareketleri açısından ülkelerin kazandıkları bu yeni özellikler, önemli sonuçları da beraberinde getirmiştir. Bu ülke ekonomilerinde piyasanın ağırlığının artması, dünya ekonomileri ile bütünleşme sürecini hızlandırmıştır. Ekonomilerin dışa açılması mal ve hizmet düzeyinde ticaret hacmini büyütürken, ülkelerin kaynak gereksinimini de arttırmıştır. Bir yandan finansal piyasaların kurulup geliştirilmesi, diğer yandan kambiyo kısıtlamalarının kaldırılarak sermaye rejiminin bütünüyle serbestleştirilmesi, bu ülkelere akan sermayeyi nitelik ve nicelik yönünden etkilemiştir. Yeni gelişen piyasalar, sermaye girişi için çekici olanaklar sunarken,

⁸⁷ Şeyda İnandım, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005, s. 16-17.

kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmış ve böylece daha hızlı ve hacimli sermaye akışı için uygun ortam yaratılmıştır⁸⁸.

Yurtiçi reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişki (arbitraj), portföy yatırımları ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerini uyaran ve GOÜ'lere yönelmesini sağlayan içsel faktörlerin başında gelmektedir. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj olanakları yaratan ülkeler, finansal sermaye için çekici bir hedeftir. Buradaki arbitraj geliri, GOÜ'lerin finans piyasalarına giriş yapan 1 birim yabancı paranın, dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilmesi ve ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra tekrar döviz cinsinden yurt dışına çıkması sonucunda elde edilen net geliri göstermektedir. Ulusal para cinsinden faiz oranı R, döviz kurundaki (ulusal para/yabancı para) artış oranı da E ile gösterilirse, finansal arbitraj oranı, $[(1+R)/(1+E)] - 1$ olarak tanımlanmaktadır. Bu işlem boyunca arbitraj geliri, faiz oranı yükseldikçe artmakta, ulusal paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda ise azalmaktadır. Arbitraj gelirindeki gerileme, diğer bir deyişle, yüksek faiz-düşük kur dengesindeki bozulma, oynak yapıdaki spekülasyon sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır⁸⁹. Özellikle, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin önemli bir bölümü faiz ve kur farkından kaynaklanan bu arbitraj geliri peşindedir. Ancak son yıllarda yaşanan deneyimler bunun sürdürülebilir bir süreç olmadığını ve GOÜ ekonomilerinde önemli hasarlara neden olduğunu göstermektedir.

Sermaye girişi, uygun koşullar ve çekici getiri olanaklarının yanında risk faktöründen de etkilenmektedir. Uluslararası yatırım kararları sürekli bir risk unsurunu beraberinde taşırlar. Finansal yatırımlar söz konusu olduğunda bu risk faktörü daha karmaşık bir hal almaktadır. Modern yatırım analizinde, risk kavramı; finansal yatırımın beklenen getirisindeki olumsuz sapmaları belirtmek amacıyla kullanılmaktadır. Yatırımın beklenen gelirindeki değişkenlik ne derece yüksek olursa, yatırım o ölçüde riskli kabul edilmektedir. Bu çerçevede, uluslararası yatırımlardaki risk unsuru, özellikle finansal aktifler üzerindeki getiri oranlarını

⁸⁸ Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-58, İstanbul, 1998, s.25-26.

⁸⁹ İnandım, s.17-18.

etkileyerek, bir ÷lkeye yönelik sermaye hareketlerini belirleyen en önemli faktörlerden birisi olmaktadır⁹⁰. GOÜ'lerin finansal serbestleşme sürecine girmesiyle birlikte, özellikle 1990'lı yıllarda sermaye akışı resmi kanallardan özel kanallara kaymış ve bu süreçte çok sayıda yeni araç finans piyasalarına katılmıştır. Bu gelişme borçlu riski kavramının yanında ÷lke riski, güvenilirlik gibi yeni ölçütleri ve kredi notu gibi yeni göstergeleri devreye sokmuştur. Ülke bazında bakıldığında risk, güvenilirlik ve kredi notu gibi ölçütlerin ulusal ekonominin temel dengeleriyle bağlantılı olduğu görülür. 1980'li yıllarda başlayan yapısal uyum süreci GOÜ'lerin çoğunda iç ve dış dengesizliklerin onarılmasına ve ekonomik istikrarın sağlanmasına yol açmıştır. Bu dengeleme, birçok GOÜ'nin ÷lke riskini azaltırken, kredi notlarının ve güvenilirliğin yükselmesine neden olmuş ve sermaye girişlerinin hızlanıp, hacim kazanmasında etkili olmuştur⁹¹.

Uluslararası sermaye hareketlerinin GOÜ'lere yönelmesine ivme kazandıran faktörlerden birisi de, iletişim teknolojisinde meydana gelen gelişmeler ve GOÜ piyasalarıyla ilgili veri tabanlarının oluşturulmasıdır. Özellikle yüksek tutarlı fonları yöneten kurumsal yatırımcılar, yatırımlarını yönlendirirken bu tür veri tabanlarından yararlanmaktadır. Bununla birlikte, iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmeler de, GOÜ'lerin finansal piyasalarında işlem yapmayı kolaylaştırarak işlem hacimlerinin artmasında etkili olmuştur⁹².

Bu sürece katkıda bulunan bir diğer önemli faktör de, GOÜ'lerdeki kapsamlı özelleştirme uygulamalarıdır. Özellikle 1980'li yıllarda GOÜ'lerdeki kamu işletmelerinin, gerek menkul kıymetler borsası kanalıyla gerekse blok satışlar yoluyla özelleştirme uygulamaları hız kazanmış ve böylece yabancı yatırımcılara kamu işletmelerini çekici fiyatlarla satın alma fırsatı yaratılmıştır. Özelleştirme uygulamaları, bir yandan menkul kıymet stokunun artışını sağlayarak finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunurken, bir yandan da ekonominin kamu müdahalelerinden arınıp rekabetçi bir piyasa yapısının oluşmasına yol açmış; bu

⁹⁰ Güven Delice, "Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:55, No:1, Ocak-Mart 2000(b), s.60.

⁹¹ Berksoy ve Saltoğlu, s.26.

⁹² H. Çetin Bedestenci ve M. Akif Kara, "Sermaye Hareketleri ve Kalkınma", **Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular**, Edt: Sami Taban ve Muhsin Kar, Ekin Kitabevi, Bursa, 2004, s.269.

ortam ise yabancı yatırımcıların bu piyasalara yaklaşımına olumlu katkı sağlamıştır. Örneğin, 1990 ile 1993 yılları arasında Arjantin'e yönelik sermaye girişlerinin dörtte biri özelleştirme amaçlı olmuştur⁹³.

B. Dışsal Faktörler

Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalara yönelmesinde o piyasaların içsel faktörlerinin yanında, o piyasalar dışında meydana gelen dışsal faktörler de etkili olmaktadır. Dışsal faktörler, yatırım yapılacak ülkenin koşullarında herhangi bir değişiklik yokken, diğer ülkelerin koşullarında ortaya çıkan değişiklikleri kapsamaktadır. Bu durumda, koşullarında değişme olmayan ülke daha avantajlı hale gelebilmektedir⁹⁴. Sermaye hareketlerine sermayenin çıktığı ülkeler açısından yaklaşan dışsal faktörler, daha çok gelişmiş piyasa ekonomilerinde meydana gelen gelişmeleri ve uluslararası konjonktürdeki değişmeyi ifade etmektedir.

Uluslararası sistemde yer alan ülkelerin bazılarında, faiz ve getiri oranları bakımından herhangi bir değişme olmazken, diğer bazı ülke piyasalarında faiz ve getiri oranlarında bir azalma olması durumunda, fonlar getiri ve piyasa koşullarında değişme olmayan ülkelere yönelmekte ve bu ülkeler uluslararası sermaye hareketlerinden daha fazla pay alabilmektedir⁹⁵.

1990'lı yılların başında gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik faaliyetlerdeki durgunluk ve bunun sonucunda faiz oranlarındaki düşüş, GOÜ'leri portföy ve kısa vadeli yatırımlar için çekici hale getirmiştir. Özellikle ABD faiz oranlarında görülen bu düşme eğilimi, 1992 yılında faiz oranlarının 1960'lardan bu yana en düşük düzeye inmesine yol açmıştır. Faiz oranlarındaki düşüş, gelişmiş diğer ekonomilerde de görülmüş ve Almanya ile Japonya'da da reel faiz oranları 1990'dan sonra büyük bir düşüş göstermiştir. Aynı dönemde Latin Amerika ve Güney Doğu Asya'nın

⁹³ Oğuz Esen, "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:9, Sayı:30, 1998(b), s.61; Alp, s.192-193.

⁹⁴ Bedestenci ve Kara, s.270.

⁹⁵ Alp, s.194.

gelişmekte olan ekonomileri, görece daha yüksek faizli yatırım seçenekleri sunmaları nedeniyle büyük miktarda yabancı sermaye sağlamışlardır⁹⁶. 1990'ların başında ABD, Japonya ve Avrupa'da gözlenen bu durgunluk eğilimi, bu ülkelerin iç piyasalarında karlılığın azalması dolayısıyla kazanç olanaklarını olumsuz yönde etkilerken, gelişmekte olan ekonomilerdeki kazanç olanaklarını arttırmıştır. Bu dönemde GOÜ'lerin çok daha yüksek oranlı getiriler sunması, bu ekonomilere yoğun sermaye girişini özendirmiştir⁹⁷.

Sermayenin uluslararası hareketini açıklayan bir diğer faktör de gelişmiş ülke yatırımcılarının portföy çeşitlendirme isteğidir. Gelişmiş ülkelerdeki bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından bakıldığında, uluslararası yatırımların yüksek getiri sağlamak ve/veya riski dağıtmak amacıyla yapıldığı görülmektedir. Diğer bir deyişle yatırımcılar uluslararası düzensizliklerden yararlanmak ve uluslararası çeşitlendirmeden kazanç sağlama amaçlarıyla hareket etmektedirler. Yatırımcı bir yandan yatırımın beklenen gelir oranı ile risk düzeyini karşılaştırırken, bir yandan da tüm fonları bir kaynağa yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirmektedir. Portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketleri, dönemsel sermaye hareketlerinden farklı olarak daha uzun bir zamana yayılmakta ve GOÜ'ler açısından daha sürdürülebilir bir özellik taşımaktadır⁹⁸. Ayrıca son yıllarda kurumsal yatırımcıların sayısında ve bunların yönettikleri portföy hacminde meydana gelen önemli artışlar da sermayenin GOÜ'lere yönelmesinde etkili olmuştur. Gelişen piyasalardaki finansal serbestleşme uygulamaları, getiri oranlarındaki artış ve portföy çeşitlendirme isteği, sayısı artan yatırımcıları bu piyasalara yönlendirmiştir⁹⁹.

Finansal serbestleşme sürecinde sermayenin dünya ölçeğinde hareketliliğe kavuşması, dünya ekonomisindeki finansal piyasaların belirli merkezlerin dışında yayılıp, çok merkezli duruma gelmesi sonucunu doğurmuştur. GOÜ'lerin ulusal bazda gerçekleştirdikleri dönüşümün merkez dışında bir çekim alanı oluşturması, finansal piyasaların dünya coğrafyasında yayılmasını hızlandırmıştır. Diğer yandan,

⁹⁶ Ahmet Ulusoy, Birol Karakurt, "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:9, Sayı:223, Ekim 2004, s.108.

⁹⁷ Berksoy ve Saltoğlu, s.27.

⁹⁸ Delice, 2000(b), s.63-64, İnandım, s.21.

⁹⁹ Bedestenci ve Kara, s.271.

merkez dışına yayılan uluslararası sermayenin yarattığı “pozitif dışsallık” etkisi de, sermayenin bir ülkeye girdikten sonra yakın ülkelere yayılmasına da neden olmaktadır. Bölgesel etkileşim sonucu, reform yapan ülkeler, diğer ülkeler için bir örnek oluşturmaktadır. Latin Amerika ve Güney Doğu Asya’da bu tür etki belirgin olarak gözlenebilmektedir¹⁰⁰.

Sermaye hareketlerine neden olan içsel ve dışsal faktörlerin göreceli önemi, GOÜ’lerin uygulayacakları politikalar açısından önem taşımaktadır. Genel olarak içsel faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketleri, dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerinden daha durağan ve öngörülebilir bir yapıya sahiptir. Eğer sermaye hareketleri ağırlıklı olarak içsel faktörlerden kaynaklanıyorsa, bu durumda, GOÜ’ler sağlam ve sağlıklı makroekonomik ve finansal politikalar uygulayarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini en aza indirebileceklerdir. Ancak, sermaye hareketleri ağırlıklı olarak dışsal faktörlerden kaynaklanıyorsa, GOÜ’ler ihtiyatlı politikalar uygulamaları durumunda bile beklenmeyen dışsal şoklara karşı korunmasız kalabileceklerdir. Bu nedenle GOÜ’lerin, dışsal faktörler nedeniyle ülkeye giren sermayenin belli bir dönem sonunda ülkeyi terk edebileceği olasılığını da dikkate alarak, ihtiyatlı politikalarına ek olarak bazı önlemler almaları gerekmektedir¹⁰¹.

Araştırmalar sermaye hareketlerinin hem içsel hem de dışsal faktörlerden kaynaklandığını, ancak bu faktörlerin göreceli öneminin dönemler itibariyle değişiklik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Konuya ilişkin uygulamalı çalışmalarda, sermaye hareketlerinin GOÜ’lere yönelmesinin nedenleri ile ilgili olarak farklı görüşler üzerinde durulmaktadır. Bazı iktisatçılar (Calvo vd,1993; Fernandez-Arias,1996; Kim,2000) sermaye hareketlerinin GOÜ’lere yönelmesinde daha çok dışsal faktörlerin, özellikle de uluslararası faiz oranlarının azalması ve sanayileşmiş ülkelerde gözlenen durgunluk eğiliminin belirleyici olduğunu savunurken, bazıları da

¹⁰⁰ Berksoy ve Saltoğlu, s.28.

¹⁰¹ Ramon Moreno, “What Explains Capital Flows?”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, Vol:22, July 2000, <http://www.frbsf.org/econrsch/wklyltr/2000/e12000-22.html>, (05.03.2007), s.2.

(Mody,Taylor ve Kim,2000; Dasgupta ve Rotha,2000) sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerle ilgili içsel faktörlerin çok daha etkili olduğunu savunmaktadır¹⁰².

Calvo vd.(1993) çalışmalarında, 1990'lı yıllarda, Latin Amerika'ya yönelen sermaye hareketlerinin birincil olarak dışsal faktörlerden kaynaklandığını ve ABD faiz oranlarındaki düşüş ile bağlantılı olduğunu belirtmektedir. Fernandez-Arias (1996) da, 1989-1993 döneminde GOÜ'lere yönelen portföy yatırımlarının %90'ının nedeninin uluslararası faiz oranları olduğunu belirtmektedir. Ancak 1993-1995 döneminde dışsal faktörlere kıyasla, içsel faktörlerin sermaye hareketlerinin oluşumundaki belirleyicilik rolü açık bir şekilde artmıştır. Bu dönemde ABD faiz oranlarında meydana gelen artış, sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesini durduramamıştır¹⁰³. Yapılan çalışmalar yazında, sermaye hareketlerinin nedenleri konusunda bir görüş birliği bulunmadığını göstermektedir. Çeşitli çalışmalarda, bazı dönemlerde her iki faktörün de etkili olduğu, ancak bu faktörlerden daha baskın olanının sermaye hareketlerini belirlediği belirtilmektedir.

¹⁰² Ali Çulha, "A Structural VAR Analysis of The Determinants of Capital Flows Into Turkey", **TCMB Research and Monetary Policy Department Working Paper**,No:06/05, October 2006, s.4.

¹⁰³ Moreno, s.2.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ: MAKROEKONOMİK ETKİLER, FİNANSAL KRİZLER VE SERMAYE DENETİMLERİ

Günümüzde uluslararası finans yazınında en çok tartışılan konulardan birisi, finansal serbestleşme sürecinde uluslararası dolaşımı büyük bir hız kazanarak çok önemli boyutlara ulaşan sermaye hareketleridir. Özellikle 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan finansal krizler, sermaye hareketleri serbestliğinin ve makroekonomik etkilerinin daha fazla sorgulanmasına yol açmıştır. Bu bağlamda çalışmanın bu bölümünde, öncelikle sermaye hareketleri serbestisinin zamanlaması ve sıralaması ile sermaye hareketleriyle makroekonomik istikrar arasındaki etkileşim incelenmekte ve bu bağlamda çeşitli ülke deneyimleri aktarılmaktadır. Sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri, o ülkenin makroekonomik değişkenlerini ne yönde ve nasıl etkilediği ile ilişkilidir. Bu bağlamda, bir sonraki kısımda, ilgili olduğu makroekonomik değişkenler yardımıyla sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri ayrıntılı olarak analiz edilmektedir. İzleyen kısımlarda ise; GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının hacmi, sermaye hareketleri ile finansal krizler arasındaki ilişki ve 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerden sonra daha sık gündeme getirilen sermaye denetimleri ve etkilerine yer verilmektedir.

I. SERMAYE HAREKETLERİNDE SERBESTLEŞME SÜRECİ, FİNANSAL REFORMLAR VE MAKROEKONOMİK İSTİKRAR

GOÜ'lerde uygulanan finansal serbestleşme ve onun çok önemli bir parçasını oluşturan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik politikaların, beklenen etkileri gerçekleştirip gerçekleştirilememesi, bir yandan bu politikaların uygulanma biçimlerine, diğer yandan da uygulandığı ülkelerdeki finansal sistemlerin gösterdiği yapısal özellikler ve bu ülkelerdeki makroekonomik koşullara bağlıdır. Başarılı bir serbestleşme uygulaması için, öncelikle makroekonomik istikrarın sağlanması gerekmektedir. Ayrıca, gerekli önceliklere yer vermeyen ve uygun bir biçimde

tasarlanmayan serbestleşme politikaları, finansal sistemin istikrarsızlığa düşmesine ve nihai olarak da makroekonomik istikrarın bozulmasına yol açabilmektedir¹⁰⁴.

A.Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesinin Zamanlaması ve Sıralaması

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi genellikle finansal serbestleşmenin bir parçası olarak uygulanmaktadır. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden etkin sonuç alınabilmesi için zamanlaması, sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin yavaş ve kademeli olarak kaldırılması ve aynı zamanda uygulanacak makroekonomik politikalarla uyumu son derece önemlidir.¹⁰⁵

Geleneksel sıralama yazını, sermaye hesabı serbestleşmesini bir bütün olarak ele alma eğilimindedir. Ancak konuyla ilgili olarak yakın zamanda yapılan çalışmalarda, sermaye girişleri ve çıkışları ile farklı sermaye türleri arasında ayrımlar yapılarak, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi de kendi içinde sınıflandırılabilir. Genellikle, sermaye girişi ile çıkışı arasında bir ayırım yapılarak önce sermaye girişinin serbest bırakılması, uzun vadeli sermaye girişlerinin kısa vadeli girişlerden önce serbestleştirilmesi ve sermaye çıkışlarında da önceliğin ihracata yönelik yatırımlarla, ticari kredilere verilmesi gerektiği ileri sürülmektedir¹⁰⁶.

Bernard Fischer ve Helmut Reisen (1992), sermaye akımlarını; ülke içine ve dışına yönelik akımlar, uzun vadeli ve kısa vadeli akımlar ve banka ve banka dışı akımlar şeklinde kısımlara ayırmaktadırlar¹⁰⁷. Yazarlar, uzun vadeli, içe yönelik ve ticaretle bağlantılı akımlar üzerindeki sermaye denetimlerinin öncelikle serbestleştirilmesini önermektedirler. Çünkü bu akımların serbestleşmesi kalkınmanın başlangıç aşamalarında bile yararlı olabilmektedir. Kısa ve uzun vadeli sermaye çıkışları üzerindeki denetimler ise ancak sağlam kamu maliyesi

¹⁰⁴ Eser, 1993, s.96.

¹⁰⁵ Uzunoglu vd., s.46.

¹⁰⁶ Oğuz Esen, "Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:8, Sayı:27, 1997, s.37.

¹⁰⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. Bernard Fischer and Helmut Reisen, "Towards Capital Account Convertibility", **OECD Development Centre Policy Brief**, No:4, 1992.

kurulduktan, batık kredi sorunları çözüldükten ve yurtiçi faiz oranları üzerindeki denetimler kaldırıldıktan sonra kaldırılmalıdır. Yurtiçi finansal sistem serbestleştirildikten ve yurtiçi bankalardaki zayıf yapı giderildikten sonra, yabancı bankalara yönelik engellerin kaldırılmasını öneren yazarlar, son olarak; bankacılık sektöründe yeterli rekabet düzeyi oluşturulup, sağlam bir bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi yerini alıncaya kadar kısa vadeli sermaye girişlerinin serbestleştirilmesinin doğru olmayacağını belirtmektedirler.

Williamson (1993), yurtiçine yönelik sermaye akımlarının serbestliği için bazı gerekli ön koşulların sağlanması gerektiğini belirtmektedir. Yurt içine yönelik akımlar üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması için ön koşullar; geleneksel olmayan ihracat endüstrilerinin kurulması, mali disiplin, serbestleştirilmiş bir ithalat rejimi ve serbestleştirilmiş ve sağlıklı bir yurtiçi finansal sistemdir. Aşırı sermaye girişlerinin olduğu dönemlere karşı koruma sağlamak için, kısa vadeli akımlar üzerindeki denetimlerin tutulması da önerilmektedir. Sermaye çıkışları üzerindeki denetimlerin kaldırılması için gerekli koşullar ise daha dikkat gerektiren türdendir. Bunlar; sürekli olduğu algılanan bir politik rejim, mali esnekliğin bir ölçütü olarak talep yönetme yeteneği ve vergi tabanının aşınmasını sınırlayacak düzenlemelerden oluşmaktadır¹⁰⁸.

IMF tarafından yayınlanan çalışmalarda genellikle, sermaye hareketleri serbestliğinin sıralaması ile ilgili konulara fazla vurgu yapılmamış olmakla birlikte, 2002 yılında yayımlanan “Sermaye Hesabının Serbestleşmesi ve Finansal Sektörün İstikrarı” adlı çalışmada¹⁰⁹, dokuz ülke deneyimine dayanılarak sermaye hareketleri serbestliğinin sıralaması ile ilgili olarak aşağıdaki noktalara dikkat çekilmektedir¹¹⁰:

- 1) Sermaye hareketlerinin serbestleşmesini sıralayacak ve diğer politikalarla eşgüdümünü sağlayacak tek bir yaklaşım söz konusu değildir.

¹⁰⁸ Williamson ve Mahar, s.56-57.

¹⁰⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Shogo Ishii and Karl Habermeier, “Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability”, **IMF Occasional Paper**, No: 211, 2002.

¹¹⁰ Kenji Aramaki, “Sequencing of Capital Account Liberalization-Japan’s Experiences and Their Implications To China”, **Public Policy Review**, Volume:2, No:1, January, 2006, http://www.mof.go.jp/english/pp_review/ppr002/ppr002f.pdf (12.12.2006), s.182-183.

- 2) Karmaşık ve belirsiz etkilerinden dolayı sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve diğer politikaları bağımsız olarak analiz etmek olanaklı değildir.
 - 3) Sıralamanın her ülkenin kendine özgü koşullarını dikkate alacak şekilde yapılması gerekmektedir.
 - 4) Pek çok durumda serbestleşmede kademeli bir yaklaşım tercih edilmekle birlikte, kademeli yaklaşım, serbestleşmenin aşamalarının sırasıyla gerçekleşeceğini garanti etmemektedir.
 - 5) Bir ülkenin makroekonomik koşullarının değişmesi ya da kırılganlığının artması durumunda, ülke, sıralama programını değiştirmeye hazırlıklı olmalıdır.
 - 6) Bazı durumlarda, koşullar düzelene kadar, ülkenin serbestleşmeyi erteleyecek olasılıklı planlar uygulaması uygun olabilir.
 - 7) Bir ülkede başarı sağlamış olan bir politikanın başka bir ülkede uygulanması durumunda dikkatli olmak gerekmektedir.
- Bu gözlemler, konunun IMF bünyesinde tartışılmasının, daha çok uygulama sonuçlarına dayandırıldığını göstermektedir.

B. Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik İstikrar

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve makroekonomik istikrar arasında önemli bir etkileşim bulunmaktadır. Uluslararası sermaye hareketleri ile makroekonomik istikrar geniş bir süreç içinde gerçekleşmekte ve bu süreç farklı aşamalarda farklı özellikler göstermektedir. Öncelikle finansal reformlar ve sermaye hareketlerine serbesti getirilmeden önce uygulanan ve bir ölçüde sermaye akımlarını etkileyen ve GOÜ'lere yönelmesine neden olan makroekonomik politikalar bulunmaktadır. Bu, karşılıklı etkileşimin ilk aşamasını oluşturmaktadır. Bu etkileşim finansal reformların içeriği, zamanlaması ve sıralaması ile aynı anda uygulanan makroekonomik politikaların niteliğinden kaynaklanmaktadır. Finansal reformların gerçekleştirilmeye başlandığı dönemde varolan makroekonomik yapı ve uygulanan makroekonomik politikalar hem finansal reformların başarısı hem de finansal reformların makroekonomik istikrara etkisi açısından önem taşımaktadır. Bu

nedenle, finansal reformlar makroekonomik çevreden ayrı düşünülmemeli ve mutlaka ekonominin diğer alanlarında da gerekli ve uygun reformlar aynı anda veya birbirini izleyecek biçimde yapılmalıdır. Aksi durumda finansal reformlar verimsiz kalmakta ve makroekonomik istikrarı bozarak kendisinden beklenen faydaları sağlayamamaktadır.

Ülke deneyimleri makroekonomik istikrar ve finansal serbestleşmenin birbirini destekleyici nitelikte olduğunu göstermektedir. Finansal reform uygulamaları döneminde uygulanması gerekli makro ekonomik politikalar şunlardır:

- a) Finansal reformlar daha kapsamlı yapısal ekonomik reform politikasının bir parçası olarak uygulanmalıdır.
- b) Kamu kesimi açıkları makul düzeyde olmalı ve kamu açıklarının finansmanı enflasyonist olmamalıdır.
- c) Finansal serbestleşmenin başarısı için fiyat istikrarı son derece önemlidir. Bu nedenle enflasyonun denetim altına alınmasına yönelik para politikalarının uygulanması gerekmektedir.
- d) Etkin bir para politikasının uygulanması için merkez bankası'nın bağımsızlığı gerçekleştirilmelidir.
- e) Döviz kurlarına müdahale olmamalı, kurlar piyasa koşullarında belirlenmelidir.

Sermaye hareketlerine serbesti getirildikten sonra sermaye akımlarının hızlanmaya başlaması ile birlikte uygulanmakta olan makroekonomik politikalar ile sermaye akımları karşılıklı etkileşim içinde bulunmaktadır. Bu bağlamda, sermaye akımlarının makroekonomik etkileri, sermaye akımları ile makroekonomi arasındaki etkileşimin ikinci aşamasını oluşturmaktadır. Eğer gerekli politikalar uygulanmış ise, sermaye girişi ile istenen daha yüksek yatırım ve büyüme sağlanabilmekte ve sermaye girişlerinin neden olabileceği istikrarsızlıklar önlenabilmektedir. Aksi durumda ise sermaye akımlarının makroekonomik dengeleri bozduğu ve istikrarsızlığa yol açtığı gözlenmektedir.

Yazında, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğunu ileri süren çeşitli görüşler bulunmaktadır. Bu görüşlerden birincisi; istikrarsızlığın temelinde ekonomilerin serbestleşip, dünyaya açılmalarında yapılan zamanlama ve uygulama hatalarının yattığını savunmaktadır. Buna göre, serbestleşmenin özünden çok uygulanmasında sergilenen acelecilik ve beceriksizlik yaşanan sorunların temelindeki ana neden olarak gösterilmektedir. İkinci görüş ise; sorunların sisteme ilişkin bir yönü olduğunu ve serbestleşmenin özünde istikrarsızlık unsurları taşıdığını öne sürmektedir. Yapılan uygulama hataları ise sadece sorunun boyutunu büyütmektedir. Bundan kaçınılsa bile, özellikle serbestleşmenin abartılmasının istikrarsızlığı beslediği gibi, etkinliklerden sapma, verimlilikten uzaklaşma türünden ek sorunlar da ürettiği savunulmaktadır.

GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının neden olduğu makroekonomik ve finansal gelişmeler her ülkede farklı olabilmektedir. Ülkeler arasında görülen bu farklılık; sadece sermaye akımlarının doğrudan etkisinden ve sermaye akımları öncesi ve sırasında uygulanan politikalardan değil, aynı zamanda politik, bölgesel ve demografik gelişmelerden de kaynaklanmaktadır. Son yıllarda çok sayıda GOÜ, sermaye hareketlerinin serbestleşmesini, yapısal reform ve istikrar programlarının bir parçası olarak uygulamakta ve bu nedenle reform ve programlardaki süreç ve hedef farklılıklarına bağlı olarak sermaye akımları farklı sonuçlar vermektedir. Genellikle, ülkelerde sermaye akımlarının hızlandığı ilk dönemlerde reform programlarında başarı sağlanırken bazı ülkeler sermaye akımlarının ileriki aşamalarında finansal krizlerle karşılaşabilmekte ve ödemeler dengesi zorlukları sonucunda reformların etkisi azalmaktadır¹¹¹.

C. Çeşitli Ülkelerin Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Sermaye Hareketlerine Açılma Deneyimleri

Yazında, GOÜ'lerin, finansal serbestleşme ve sermaye akımlarına açılma süreci ve bunun ortaya çıkardığı etkiler bakımından, en çok Asya ve Latin Amerika ülkelerinin yaşadıkları deneyimler üzerinde durulmaktadır. GOÜ'lerde, geniş

¹¹¹ Uzunoğlu vd., s.44-63.

kapsamlı ilk finansal serbestleşme uygulamaları, 1970'li yılların sonlarında Latin Amerika ülkelerinde gerçekleştirilmiştir. Finansal serbestleşme süreci Asya ve Latin Amerika'daki GOÜ'lerde farklı biçimlerde gerçekleşmiştir. Söz konusu sürecin genel olarak Asya ülkelerinde kademeli bir biçimde uygulandığı, Latin Amerika'da ise daha hızlı işlediği gözlenmektedir. Latin Amerika grubunda yer alan ülkelere (Arjantin, Şili ve Uruguay), finansal serbestleşme süreci bazı nedenlerden dolayı sıkıntılı geçmiştir. Bu ülkelerde finansal sistemin serbestleşmesine ilişkin politikalar istikrarsız bir makroekonomik ortamda uygulamaya konmuştur. Bu durum, genel makroekonomik politikaların birbirleriyle olan tutarsızlığını daha da arttırmıştır. Ayrıca finansal reformların uygulanış biçimi de finansal dengesizliğe ve dolayısıyla makroekonomik dengesizliklere yol açmıştır. Söz konusu ülkelere sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar vaktinden önce kaldırılmıştır. Bu da, büyük bir sermaye girişine ve hızlı bir dış borç artışına yol açarak, 1980'lerin başlarında söz konusu ülkelerin makroekonomik krizlerle karşılaşmalarına neden olmuştur. Bu ülkelerde uygulanan finansal reformların başarıya ulaşamamasında, serbestleşme uygulamalarına istikrarsız bir makroekonomik ortamda geçilmesinin ve yapılan reformların yanlış sıralanmasının etkili olduğu ileri sürülmüştür. Bu durum, GOÜ'lerde, finansal serbestleşme sürecinde yapılan reformların zamanlaması, sıralaması ve bunların ülkelerin makroekonomik politikaları ile olan ilişkisinin önemine dikkat çeken bir yazının gelişmesine yol açmıştır.

Asya grubunda yer alan Güney Kore ve Malezya gibi ülkeler ise, finansal serbestleşme sürecinde bazı önemli dar boğazlarla karşılaşmış olsalar da, serbestleşme sürecinde kademeli bir yaklaşımı benimsemeleri nedeniyle, Latin Amerika ülkelerinin içine düştüğü bunalımlarla yüz yüze gelmemişlerdir. Bu iki ülke finansal serbestleşme sürecini ve reformları başarı ile tamamlamış sayılabilirler. Güney Kore'de olumsuz bir takım makroekonomik koşullar yaşanmasına karşın bu ülke, sorunlar karşısında esnek davranarak reform sürecinin temel unsurlarına gerekli uyumu göstermiştir. Öte yandan sermaye hareketleri sıkı bir denetime tabi tutulmuş, bunun sonucu olarak da ülke içine ve dışına yönelik sermaye akımlarında aşırı dalgalanmaların oluşması önlenmiştir. Güney Kore'nin finansal reformlara yaklaşımı ani ve hızlı olmaktan çok tedbirli ve kademeli hareket etmek şeklinde olmuş ve ülke

değişen makroekonomik koşulların olumsuz etkilerine karşı gerekli önlemleri alabilmiştir. Malezya ise finansal serbestleşme sürecinde ortaya çıkan pek çok sorunu daha kolay çözüme kavuşturmuştur. Ancak Malezya, Güney Kore'ye göre daha dar kapsamlı bir serbestleşme süreci yaşamıştır. Finans kesimi reformu yalnızca, bankaların topladıkları mevduata uygulanan faiz oranları üzerindeki tavanların kaldırılmasında uygulamıştır. Ayrıca, sermaye hareketleri Güney Kore'ye göre daha serbest bırakılmış, ancak döviz kurunun istikrarlı bir seyir izlemesi nedeniyle, sermaye hareketlerinde büyük dalgalanmalar meydana gelmemiştir. Malezya, finansal serbestleşme sürecinde izlediği kademeli ve tedbirli politikalar sayesinde, karşılaştığı dış şokların olumsuz etkilerine karşın ekonomisini düzlüğe çıkarabilmiştir. Yine Malezya, Latin Amerika ülkelerinin aksine, finansal serbestleşme sürecinden önce ekonomisini rekabetçi koşullarda çalışmaya alıştırmıştır.

Latin Amerika ve Asya ülkelerindeki finansal serbestleşme deneyimlerinin de gösterdiği gibi, makroekonomik istikrarsızlığın var olduğu bir ortamda finansal piyasaların hızlı bir şekilde ve tümüyle serbestleştirilmesi ve kamu müdahalelerinden arındırılması ile oligopolcü finansal piyasa yapıları ortadan kalkmamakta, buna ek olarak sermaye hareketlerinin de bütünüyle serbest bırakılması sonucunda serbestleşme süreci beklenen etkileri yaratmadığı gibi olumsuz gelişmelere yol açabilmektedir.¹¹²

II. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Ulusal ekonomilere dış kaynak girişinin kolaylaştırılması amacıyla serbest bırakılan sermaye hareketlerinin, ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler meydana getirdiği göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Finansal piyasalarındaki zayıflıklar ve kırılgan ekonomik yapıları nedeniyle GOÜ'ler sermaye akımlarından çok daha fazla etkilenmekte, özellikle ani sermaye giriş çıkışları, bu ülkelerin makroekonomik göstergeleri üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın bu

¹¹²Eser, 1993, s.91-93; Williamson ve Mahar, s.11,46-47.

kısmı, sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerinin kuramsal olarak incelenmesine ayrılmıştır.

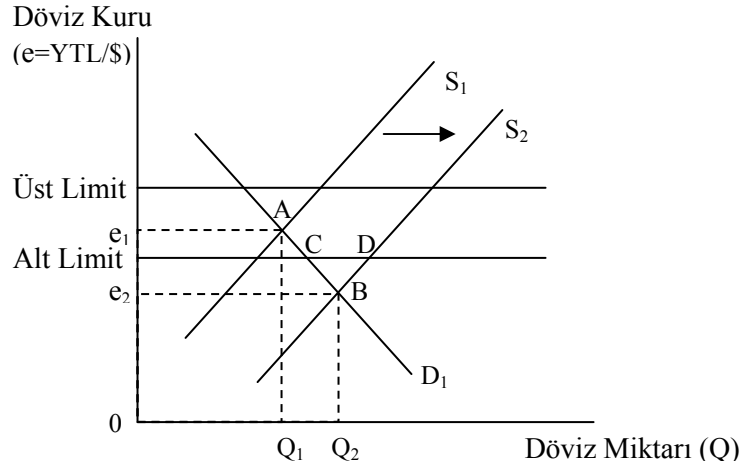
A. Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru

Sermaye hareketlerinin en çok etkilediği değişkenlerden birisi döviz kurudur. Sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi, döviz piyasasının niteliğine bağlı olarak değişmektedir. Bu bağlamda sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini, sabit kur sistemi ve esnek kur sistemi altında değerlendirmek gerekmektedir.

Bilindiği gibi sabit kur sisteminde merkez bankası kuru belli bir düzeyde sabitlemekte ve kurun sadece önceden belirlenen alt ve üst sınırlar arasında değişmesine izin vermektedir. Piyasadaki döviz kurunun belirlenen bantın dışına çıkması durumunda, merkez bankası sabitlediği kuru korumak için döviz piyasasına alıcı veya satıcı olarak müdahale etmektedir. Esnek kur sistemleri ise, kurların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlendiği ve merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahale ederek kurun düzeyini değiştirmedikleri sistemlerdir. Bretton Woods sisteminin sona erdiği 1973 yılından bu yana pek çok ülkede esnek döviz kuru sistemi uygulanmaktadır. Ancak uygulamada sınırsız bir esnek kur sistemine rastlamak pek mümkün değildir. Bu nedenle bu sistemi benimseyen ülkelerde, kurlar arz ve talep tarafından belirlenmekle birlikte, merkez bankasının gerekli gördüğünde, döviz alarak veya döviz satarak piyasaya müdahale etmesi biçiminde uygulanan yönetimli (denetimli) dalgalanma modeli uygulanmaktadır¹¹³.

¹¹³ Ünsal, 2005, s.492-496.

Şekil 3: Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru



Dikey ekseninde döviz kurunun, yatay ekseninde döviz miktarının yer aldığı Şekil 3’de döviz piyasasında denge başlangıçta S_1 döviz arz eğrisi ve D_1 döviz talep eğrisinin kesiştiği A noktasında sağlanmıştır. Ancak sermaye akımlarında meydana gelen artış nedeniyle, döviz talebi aynı iken döviz arz eğrisi sağa doğru kayarak S_1 konumundan S_2 konumuna gelir. Bu yeni durumda döviz piyasasında denge, esnek kur sisteminde B noktasında sağlanır. B noktasında, döviz kuru e_1 ’den e_2 ’ye düşmüş, döviz miktarı ise Q_1 ’den Q_2 ’ye yükselmiştir. Görüldüğü gibi, sermaye girişleri esnek kur sisteminde döviz kurunun düşmesine dolayısıyla ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır.

Sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini, sabit kur sistemi açısından değerlendirebilmek için de Şekil 3’den yararlanılabilir. Sermaye girişlerinin döviz arzını arttırması nedeniyle, merkez bankasının döviz piyasasına herhangi bir müdahalesinin olmadığı durumda, döviz kuru e_1 ’den e_2 ’ye düşmektedir. Ancak e_2 döviz kuru düzeyi, sabit kur sistemi durumunda, merkez bankasının belirlediği alt sınırın altında kalmaktadır. Bu durumda merkez bankası ilan ettiği kur alt sınırını korumak için döviz piyasasına müdahale ederek CD kadar döviz arz fazlasını, kurun alt sınırından döviz satın alarak ortadan kaldırır. Bu durumda döviz kuru e_2 düzeyinde değil, merkez bankasının ilan ettiği alt sınır düzeyinde oluşmaktadır. Yani, sermaye girişlerinin esnek kur sisteminde olduğu gibi, döviz

kurunu düşürücü (dolayısıyla ulusal parayı değerlendirci) etkisi, sabit kur sisteminde merkez bankasının ilan edilen kuru korumak amacıyla yaptığı müdahaleler nedeniyle ortaya çıkmamaktadır.

Ülkede yönetilen dalgalanma modelinin uygulanması durumunda ise, iktisadi otoriteler, döviz arzının artması sonucu, piyasanın serbest işleyişi içinde oluşan e_2 kur düzeyini, örneğin dış ticaret ve cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkileyebileceği gerekçesiyle fazla düşük bularak, bu döviz arz fazlasının belirli bir oranı kadar (tümü değil) döviz olarak piyasaya müdahale edebilir. Böyle bir durumda, yapılan müdahalenin derecesine göre, döviz kuru e_2 yerine e_2 'den daha yüksek, e_1 'den daha düşük bir düzeyde (e_1 ile e_2 arasında) oluşarak, kurdaki düşüş (ulusal paradaki değer artışı) yumuşatılmış olur. Müdahalenin derecesi ise kurlarda arzulan istikrarın ölçüsüne, bu ise hükümetlerin politika tercihlerine bağlı olmaktadır.

Sermaye girişi sonucu ulusal paranın değer kazanmasının ekonomide yaratabileceği olası etkiler kısa ve uzun vadeli olarak değerlendirilebilir. Kısa vadede ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi enflasyonu bastırıcı bir etki yaratabilmektedir. Hem TÜFE içerisine giren mal sepetindeki ithal ürünlerin fiyatlarının azalması ve iç talebin bir kısmının düşük fiyatlı ithal mallarına yönelmesi, hem de hammadde ve yatırım mallarının ucuzlamasıyla birlikte girdi maliyetlerinin düşmesi arzı arttırarak enflasyonu hafifletici bir etki oluşturabilmektedir.

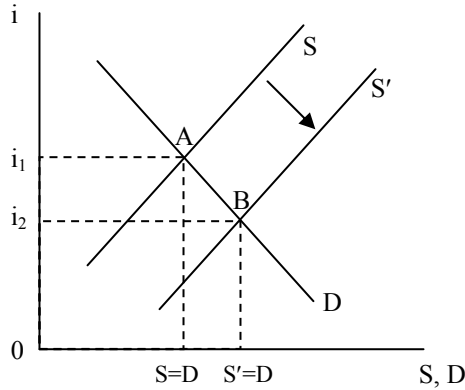
Uzun dönemde ise ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi çok önemli olumsuzlukları bünyesinde taşımaktadır. En büyük tehlike ise, ihracatın azalıp ithalatın artmasıyla birlikte dış ticaret ve cari işlemler açığında meydana gelebilecek artış olarak ifade edilebilir. Cari açığın artması ise, borçlanmayı arttırmakta, devalüasyon beklentilerini güçlendirip sermaye çıkışını hızlandırarak finansal sistemin kırılganlığını arttırarak kriz beklentilerine neden olabilmektedir¹¹⁴.

¹¹⁴ Kont, s.719.

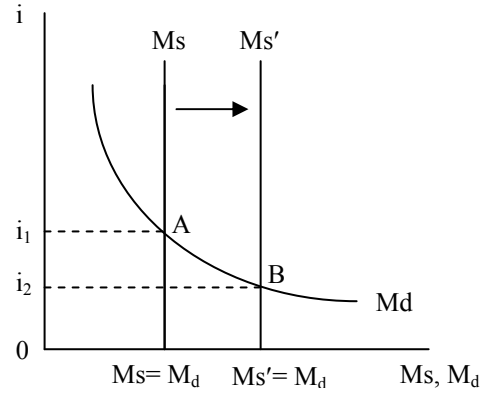
B. Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları

GOÜ'lere yönelen finansal sermaye akımlarının en fazla etkilediği ve etkilendiği değişkenlerden birisi faiz oranlarıdır. Bir ülkede yurtiçi faiz oranı ile uluslararası piyasalardaki faiz oranları arasındaki fark, sermaye girişini teşvik eden en önemli faktörlerden birisidir. Söz konusu ülkedeki yurtiçi faiz oranları, uluslararası piyasaya göre ne kadar yüksekse, o ülkeye sermaye girişi de o kadar fazla olmaktadır. Faiz oranı pek çok faktörden etkilenmektedir. Finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarının sermaye hareketlerinin etkisine açık hale geldiği tartışmasız bir gerçektir. Neoklasik finansal serbestleşme kuramına göre, sermaye hareketlerinin GOÜ'lerin fon gereksinimini karşılayarak, tasarruf arzını arttırdığı, sabit fon talebi altında, tasarruf arzının artmasının faiz oranlarını düşüreceği öne sürülmektedir. Buna göre, sermaye akışı, para piyasalarında likiditeyi genişleterek daha düşük faiz oranına neden olacak ve bu süreç GOÜ'lerdeki faiz oranları, uluslararası faiz oranı düzeyine ininceye kadar devam edecektir.

Şekil 4: Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı



Şekil 5: Likidite Tercihi Kuramı



Sermaye akımları ile faiz oranı arasındaki kuramsal ilişkiyi, ödünç verilebilir fonlar kuramı ve Keynes'in likidite tercihi kuramı yardımıyla açıklamak mümkündür. Ödünç verilebilir fonlar kuramı, faiz hareketlerini para ve sermaye piyasalarında ödünç alınıp verilen fonlardan yani fon arz ve talebindeki gelişmelerden hareketle açıklamaya çalışmaktadır. Buna göre, bir ülkeye yönelik

sermaye girişleri arttıkça fon arzı (tasarruf arzı) artacak ve sabit fon talebi (sermaye talebi) altında, fon arzının artması faiz oranını düşürecektir (Şekil 4’de, S fon arzını, D ise fon talebini göstermektedir). Likidite tercihi kuramı ise, faizlerdeki gelişmeleri, ekonomideki para arzı ve para talebi ile ilişkilendirmektedir. Buna göre, ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması para arzını arttıracak ve para talebinin sabit olması durumunda, para arzında meydana gelen artış faiz oranını düşürecektir (Şekil 5’de, M_s para arzını, M_d ise para talebini göstermektedir)¹¹⁵.

Ancak, sermaye girişlerinin GOÜ’lerdeki faiz oranlarını düşürmeyebileceği aksine yükseltebileceğini öne süren görüşler de mevcuttur. Buna göre, GOÜ’lerde sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi, ekonomideki diğer etkenlerle birleşerek ortaya çıkmaktadır ve bu nedenle daha karmaşıktır¹¹⁶. GOÜ’lerde sermaye girişlerinin varlığına karşın faiz oranlarının düşmemesinin ve/veya yükselmesinin nedenlerinden biri, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin yetkililer tarafından açık piyasa işlemleriyle (APİ) sterilize edilmesidir. Sterilizasyon politikası uygulanması durumunda, sermaye girişlerinin para arzı ve dolayısıyla faiz oranı üzerindeki etkisi izlenen sterilizasyon politikasının derecesine bağlı olarak değişebilmektedir. Sermaye girişi sonucunda para arzındaki artışın tümünün sterilize edilmesi durumunda, para arzı artmayacağı için faiz oranı da düşmeyecektir. Para arzındaki artışın tümünün sterilize edilmemesi durumunda ise, sermaye girişleri sonucu para arzında meydana gelen artış sınırlı kalacağından, faiz oranları sterilizasyonun olmadığı duruma göre daha az düşebilir.

Sermaye girişlerinin büyük hacimli olması durumunda, sterilizasyon yapılabilmesi daha yüksek faiz oranlarını gerektirebilmektedir. Örneğin, sterilizasyon çerçevesinde piyasalara ulusal para cinsinden tahvil satıldığında, ekonomik birimleri ulusal tahvillere yönlendirebilmek için faiz oranlarının yükseltilmesi gerekmektedir. Yani ancak bu şekilde likidite fazlalığının piyasadan çekilebilmesi mümkün olabilmektedir. Bu durumda sterilizasyon işlemleri yüksek faiz oranları ile

¹¹⁵ M. Merih Paya, **Makro İktisat**, 2. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2001, s. 143-147.

¹¹⁶ Şengönül vd., s.34.

sonuçlanabilmektedir¹¹⁷. GOÜ'lerde, artan sermaye girişlerine karşın faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesinin bir nedeni de, sermaye girişlerinin devamlılığının sağlanabilmesi için yetkililer tarafından yüksek faiz politikası uygulanmasıdır.

C. Sermaye Hareketleri ve Döviz Rezervleri

Bir ülkeye yönelik sermaye akımlarında meydana gelen artışlar, yarattıkları döviz girişi nedeniyle, o ülkenin uluslararası rezerv artışlarının en önemli kaynaklarından birisidir¹¹⁸. Sermaye girişleri ile uluslararası rezervler arasındaki ilişki açısından merkez bankası döviz rezervlerinin dikkate alınması gerekmektedir.

Geleneksel olarak merkez bankaları, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek ve ulusal paranın değişim değerini sabitlemek için rezerv bulundurmaktadırlar. Günümüzde ise, ülkelerin rezerv bulundurma gerekçeleri genel olarak para ve kur politikasını desteklemek, dış borç servisini karşılamak, finansal krizlere ve olağanüstü durumlara karşı koruma sağlamak ve ithalatı finanse etmek olarak sıralanabilir. Ülkelerin sahip oldukları rezerv düzeyleri son yıllarda sıkça ortaya çıkan finansal krizlerden sonra daha da önem kazanmaya başlamıştır¹¹⁹. Finansal serbestleşme sonucunda, sermaye girişleri nedeniyle, bir yandan ulusal paranın değerlenmesini engelleyebilme, diğer taraftan istikrarsız sermaye akımlarına karşı önlem alabilme kaygılarıyla GOÜ'lerin giderek daha fazla rezerv biriktirmeye yöneldiği ve sermaye girişlerinin daha küçük bir oranının cari açıkları finanse etmekte kullanıldığı görülmektedir¹²⁰.

Sermaye akımları ile merkez bankası döviz rezervleri arasındaki ilişkinin niteliği uygulanan kur sistemine bağlıdır. Sermaye girişlerinin yarattığı döviz arzı

¹¹⁷ Nejla Adanur Aklan, "Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği", **Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:13, 2007, s.227.

¹¹⁸ Bir ülkenin toplam uluslararası rezervleri; altın, döviz ve IMF kaynaklarından oluşmakla birlikte, bunlar içinde en önemli yeri döviz rezervleri tutmaktadır. Döviz rezervleri de kaynaklarına göre, bankalar ve merkez bankası rezervleri olarak ayrılmaktadır.

¹¹⁹ Özge Mahlebiciler, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, Ekim 2006, s.4-11.

¹²⁰ Aysu İnsel ve Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 1989:III – 1999:IV", **TEK Tartışma Metni**, No:2003/8, Aralık 2003, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> (30.01.2007), s.5.

artışının kurları düşürücü yönde baskı yapması nedeniyle, sabit kur sisteminde merkez bankası kurun istikrarını korumak için, ulusal para karşılığında döviz satın alarak piyasaya müdahale eder. Bu durumda, merkez bankasının döviz rezervleri, satın alınan döviz miktarı kadar artar. Döviz kurlarının oluşumunun tümüyle arz ve talep güçlerinin işleyişine bırakıldığı tam esnek kur sistemlerinde ise, ilke olarak merkez bankasının piyasaya herhangi bir müdahalesi olmadığından, sermaye girişi nedeniyle merkez bankasının döviz rezervlerinde herhangi bir değişme ortaya çıkmamaktadır¹²¹. Daha öncede belirtildiği gibi, uygulamada tam esnek bir kur sistemine rastlamak oldukça zordur. Esnek kur sistemi uygulayan tüm ülkeler, gerektiğinde piyasalara müdahale etmektedirler. Bu nedenle, günümüzde esnek kur sistemi uyguladığını söyleyen birçok ülkede aslında yönetimli dalgalanma sistemi uygulanmaktadır. Merkez bankalarının gerekli gördükleri durumlarda piyasalara müdahale ettikleri bu sistemde ise, sermaye girişleri sonucunda hem döviz kuru etkilenmekte hem de müdahalenin derecesine bağlı olarak merkez bankasının döviz rezervleri artış göstermektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen kısa vadeli ve spekülasyon hareketleri nedeniyle oluşan belirsizlik ve artan risk ortamında ulusal merkez bankaları giderek daha yüksek miktarlarda rezerv tutmak durumunda kalmaktadırlar. Kriz dönemlerinde yaşanan sermaye kaçıışı sürecinde, yatırımcıların bir anda ulusal para cinsinden olan varlıklarını dövize çevirmek istemeleri nedeniyle döviz talebinde meydana gelen artış, döviz kurunu düşürücü yönde baskı yaparak ulusal paranın önemli ölçülerde değer kaybetmesine neden olabilmektedir. İşte bu süreçte, artan döviz talepleri, krizin derinleşmesini önlemek amacıyla merkez bankası tarafından (döviz satışı yapılarak) karşılanmakta, bu da döviz rezervlerini azaltmaktadır. Bu bağlamda, geniş döviz rezervlerinin varlığı, hem ani sermaye çıkışlarına karşı ekonomiyi korumakta hem de yabancı yatırımcıya, herhangi bir şok karşısında kurun istikrarını koruyacağına ilişkin kamusal bir garanti sağlayarak, ülkeden sermaye çıkışını caydırıcı ve finansal kriz riskini önleyici bir etkide bulunmaktadır. Bu süreç, gelişmekte olan birçok ülke açısından, 1990'lardan bu yana gerçekleşen rezerv ediniminin büyük bir kısmını açıklamaktadır

¹²¹ Seyidoğlu, 2001(a), s.396, 591.

Aizenman ve Lee (2006), 1980–2000 dönemini inceledikleri çalışmalarında açık ekonomilerde finansal krizlere maruz kalma riskindeki artışın rezerv talebindeki artışı açıklamada büyük rolü olduğunu belirtmişlerdir. Ancak merkez bankalarının giderek daha fazla miktarda rezerv tutmak durumunda kalmaları reel fiziksel yatırımlara ayrılacak kaynakların giderek daraltılması anlamına gelmektedir. IMF ve UNCTAD kaynaklı verilere göre, günümüzde GOÜ'lerin, yüksek reel faizler pahasına sağladıkları sermaye girişlerinin yaklaşık üçte birini rezerv birikimine ayırdıkları belirtilmektedir¹²².

D. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı

Sermaye hareketlerinin parasal büyüklüklere ve para politikalarına doğrudan etkileri bulunmaktadır. Sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerindeki etkisi, para arzında yol açacağı genişleme ile ölçülmektedir. Sermaye hareketlerinin para arzı üzerindeki etkisini sabit kur sistemi ve esnek kur sistemi bağlamında incelemek mümkündür. Döviz kurunu etkileme ve özellikle sabit kur sistemi içinde belli bir kuru koruma çabaları, ödemeler dengesi açık veya fazlalıklarına bağlı olarak parasal taban ve dolayısıyla para arzında değişimler olmasını kaçınılmaz kılmaktadır¹²³. Bilindiği gibi, net dış varlıklar ile net iç varlıkların toplamı parasal tabanı, parasal tabanın para çoğaltanı ile çarpımı ise para arzını vermektedir.

Sermaye girişlerinde meydana gelen artış, döviz arzını arttırmakta ve sabit döviz talebi karşısında döviz arzında meydana gelen artış, kurları düşürücü yönde baskı yapmaktadır. Sabit kur sistemi varsayımı altında, döviz şeklinde ülkeye giren yabancı fonlar, döviz kurunun sabitliğinin korunması için merkez bankaları tarafından satın alınarak, piyasaya ulusal para arz edilmektedir. Merkez bankaları tarafından yapılan döviz alış işlemi, merkez bankası bilançosundaki net dış varlıklar kaleminin en önemli bileşenlerinden biri olan uluslararası rezervleri arttırması

¹²² Yeldan, s.20; Mahlebiciler, s.13-14, 20.

¹²³ Güran, s.161.

nedeniyle net dış varlıklarda bir artışa yol açacak, bu da para tabanı ve dolayısıyla ülkedeki para arzını arttıracaktır¹²⁴.

Ancak sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki bu genişletici etkisinin, merkez bankaları tarafından uygulanan sterilizasyon politikası ile önlenmesi mümkündür. Merkez bankalarının döviz yapılı müdahalenin para arzı üzerindeki etkisini giderecek (tersine çevirecek) işlemleri eşanlı ya da kısa bir zaman içinde gerçekleştirmeleri sterilizasyon veya müdahalenin sterilizasyonu olarak tanımlanırken; merkez bankalarının para arzı üzerindeki etkilerini önleyici işlemler olmaksızın yapacağı döviz müdahaleleri ise sterilizasyon dışı veya sterilize edilmemiş demektir¹²⁵.

Sterilize edilen döviz müdahalelerinde, müdahalenin para arzı üzerinde yaratacağı etkiyi ortadan kaldırmak üzere, APİ ile ters yönlü işlemler gerçekleştirilmektedir. Sermaye girişlerinin para tabanını ve dolayısıyla para arzını arttırdığı bir durumda, para tabanında meydana gelen bu artışı sterilize etmek için, APİ ile piyasada yerli borçlanma senetleri satılıp, ulusal para çekileceğinden, bu işlem sonucunda merkez bankasının net iç varlıkları azalacak ve böylece para tabanı da azalarak müdahaleden önceki düzeyine gelmiş olacaktır¹²⁶. Sterilize edilmemiş müdahalede ise, merkez bankaları, sermaye girişleri nedeniyle artan yabancı parayı ulusal para karşılığında satın almakta ancak bu işlem sonucunda artan para arzına müdahale etmemektedir. Böyle bir politika, ulusal paranın değer kazanmasını önleyebilir ancak para arzını arttıracığından enflasyonist baskıyı şiddetlendirebilir¹²⁷. Esnek kur sisteminde döviz kurları piyasadaki arz ve talep tarafından belirlenmektedir ve merkez bankalarının döviz piyasasına herhangi bir müdahalesi yoktur. Buna göre, döviz piyasasının işleyişine resmi müdahalelerin yapılmadığı tam

¹²⁴ Nur Keyder, **Para: Teori, Politika, Uygulama**, Geliştirilmiş 10. Baskı, Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım, Ankara, 2005, s.252.

¹²⁵ Lucio Sarno and Mark P. Taylor, "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?", **Journal of Economic Literature**, Volume: 39, September 2001, s.841.

¹²⁶ Arzu Ağcaer, **Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müd., Ankara, 2003, s.10.

¹²⁷ Nejla Adanur Aklan, "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:7, Mayıs 2002, s.43.

esnek kur sisteminde, sermaye girişleri nedeniyle döviz kuru düşmekte (ulusal para değeri kazanmakta) ancak bunun herhangi bir parasal etkisi söz konusu olmamaktadır.

Sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla yaptığımız bu açıklamalar, sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, izlenecek para politikasının niteliğinin uygulanan kur sistemine göre değiştiğini göstermektedir. Bu bağlamda, merkez bankasının kuru savunmak amacıyla yaptığı müdahalelerin para arzını etkilemesi nedeniyle, sabit kur sistemi uygulanan ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede, hükümetlerin para arzı üzerindeki denetimleri kaybolmakta yani, bağımsız bir para politikası izleme olanakları ortadan kalmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu, esnek kur rejimi uygulanan bir ülkede ise, merkez bankalarının para arzını belirleme ve denetim güçleri artmakta, diğer bir deyişle bağımsız para politikası uygulama olanağı söz konusu olabilmektedir.

Bu durum, Frankel (1999) tarafından ortaya atılan ve ekonomi politikasını yönetenlerin aynı anda gerçekleşmesi mümkün olmayan amaçlarla karşı karşıya kaldıklarını ifade eden imkansız üçleme (impossible trinity) hipotezinden yola çıkılarak daha açık bir şekilde ortaya konulabilir. İmkansız üçleme hipotezine göre, ekonomi politikasını yönetenler, aynı anda üç politikadan ancak ikisini uygulayabilirler: i) uluslararası sermaye hareketlerinde serbestlik, ii) sabit döviz kuru politikası, iii) bağımsız para politikası. Bu amaçlardan ikisini gerçekleştirmek için birisinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde, parasal yetki kurumlarının, aynı anda hem sabit kur sistemi (döviz kuru istikrarı) hem de ulusal hedeflere yönelik bağımsız bir para politikası uygulaması mümkün değildir¹²⁸.

Söz konusu üç politikanın aynı anda uygulanmasının mümkün olmadığını gösteren imkansız üçleme hipotezi Şekil 6’da gösterilmektedir.

¹²⁸ Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor, “Globalization and Capital Markets”, **NBER Working Paper**, No:8846, March 2002, <http://www.nber.org/papers/w8846.pdf> (08.01.2008), s.7-8.

Şekil 6: İmkansız Üçleme Hipotezi



Üçgenin köşelerinde yer alan politikalardan sadece ikisi aynı anda uygulanabilmektedir. Böylece, üçgenin kenarlarından yalnızca birisini tercih etme olanağı söz konusu olmaktadır. Sermaye hareketleri serbestisinden hareket edildiğinde, hükümetin sabit kur rejimini tercih etmesi durumunda para politikasını denetiminde tutması olanaksızdır. Benzer şekilde, bağımsız para politikasının tercih edildiği bir ekonomide ise, sabit döviz kuru sisteminden vazgeçilerek, esnek kur sisteminin uygulanması gerekmektedir¹²⁹. İşte, uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleştiği günümüzde, ülkelerin sabit kur sisteminden ya da bağımsız para politikası uygulamalarından vazgeçmesi zorunlu hale gelmektedir.

E. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi

Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerde cari işlemler hesabının açık vermesi durumunda, net sermaye girişlerinin büyük bir bölümü cari açığın finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Yani, sermaye girişlerinin artması, cari açığın finansmanını kolaylaştıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Ancak günümüzde sermaye akımlarının hacminde meydana gelen artışlar, cari açığı aşan boyutlarda sermaye girişlerine neden olmaktadır.

¹²⁹ Aydan Kansu, **Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, Derin Yayınları, İstanbul, 2004, s.62-63; Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, 5. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003, s.395.

Sermaye girişlerinde meydana gelen artışlar, kurlar üzerinde yarattığı baskı nedeniyle cari işlem açıklarını arttırmaktadır. Sermaye girişlerinde meydana gelen artış döviz arzını arttırarak kurları düşürmekte yani, ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi ise; ihraç mallarının fiyatlarını uluslararası piyasalara göre yükselttiğinden ihracatın azalmasına, ithal mallarını yurtdışında üretilen mallara göre ucuzlattığından ithalatın artmasına yol açarak dış ticaret ve dolayısıyla cari işlem açıklarını arttırmaktadır¹³⁰.

Ulusal paranın değerlenmesi olgusunun dış ticaret üzerindeki etkileri çok önemlidir. Ulusal paranın değerlenmesi ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ithalat hacmi ve ekonominin ithalata olan bağımlılığını arttırmaktadır. Böylece, hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlemler açıklarının artmasına yol açmaktadır. Birçok GOÜ uluslararası rekabet gücünü teknolojik gelişme ve verimlilik artışı gibi yapısal faktörlere oturtamadığından, bu ülkelerde fiyata dayalı rekabet gücü hala çok önemlidir. Bu nedenle, özellikle GOÜ’lerde ulusal paranın değerlenmesi uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkileyen temel faktörlerdendir¹³¹. Cari işlem açıklarının en önemli nedeninin dış ticaret açıkları olduğu dikkate alındığında, sermaye girişlerinin, ihracat ve ithalat üzerinde yarattığı olumsuz etkilerin giderilmesine yönelik önlemler alınması gerekmektedir.

İthalatın artış sürecinde önem kazanan olgu, ithal mallarının bileşimidir. Bu bağlamda, kalkınmaya yönelik yatırım malları ithalatının artması, bir sonraki dönemde üretimi arttıracığından, ortaya çıkacak etki olumlu olabilir. Ancak, özellikle GOÜ’lerde sermaye girişleri sonucu artan ithalatın, yatırım malları yerine lüks tüketim mallarına yönelmesi ekonomiyi olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Dış ticaret dengesi üzerinde olumlu etki yaratabilmesi için, sermaye girişlerinin büyük ölçüde ihracata yönelik yatırımları finanse etmesi gerekmektedir. Ancak, sermaye girişlerine neden olan yüksek faiz oranları ve ulusal paranın

¹³⁰ Nurhan Yentürk, “Kısa Dönemli Sermaye Girişinin Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri: Türkiye ve Meksika İçin Bir Uygulama”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2004, s.237-238.

¹³¹ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 18. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2005, s.219.

değerlenmesinin yarattığı belirsizlik, özel sektörün bu tür yatırımlar konusunda, isteksiz ve çekingen davranmasına neden olabilir. Bunun dışında, ulusal paranın değeri yüksek iken artan ithalatın ülke piyasalarına soktuğu ve ulusal parayla ucuza gelen yabancı malların GOÜ'lerin kendi sanayileri üzerindeki yıkıcı etkisini de hesaba katmak gerekmektedir¹³².

Sermaye girişleri sonucu ulusal paranın değerlenmesi olgusunun dış ticaret ve dolayısıyla cari işlemler dengesi üzerindeki etkileri oldukça önemlidir ve yetkililer tarafından dikkatle izlenmesi gerekmektedir. Çünkü, cari açığın giderek artması, devalüasyon beklentilerini güçlendirerek dövize olan talebi hızlandırabilmekte ve böylece finansal sistemin kırılganlığını arttırarak kriz beklentilerini güçlendiren bir süreci başlatabilmektedir.

F. Finansal Derinleşme ve Gelişme

Finansal derinleşme kavramı, finansal sistemin büyüklüğüne ve/veya ödünç verilebilir fon arzına bağlı bir kavramdır. Diğer bir deyişle, finansal sistem ne kadar büyükse ve/veya ödünç verilebilir fon arzı ne kadar yüksekse finansal derinliğin o kadar fazla olduğu söylenebilir. Bir ülkede finansal derinliğin artmasındaki en önemli olgu, finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesidir. Finansal serbestleşme gerek tüketim-tasarruf kararlarını tasarruf yönünde etkileyerek, gerekse yastık altında saklanan tasarrufları finansal sistem içerisine çekerek, ödünç verilebilir fon arzını arttırabilmektedir. Finansal derinlik karşılaştırmaları yapılırken gösterge niteliğinde çeşitli büyüklüklerin GSMH'ye veya GSYİH'ye oranları kullanılmaktadır. Bunlar arasında yazında en çok kullanılanları M2'nin, M2Y'nin ve toplam finansal varlıkların GSMH'ye oranıdır. Ayrıca toplam yurtiçi krediler/GSMH ve toplam yurtiçi krediler/toplam mevduatlar oranları da finansal derinleşme ve gelişmenin ölçülmesinde kullanılan göstergelerdir.

M2'nin sağlıklı bir finansal derinlik ölçüsü olabilmesi için, ulusal para biriminin gerek ülkedeki değişim aracı ve hesap birimi, gerekse değer saklama

¹³² Somel, s.90-91.

fonksiyonlarını tam olarak yerine getiriyor olması gerekmektedir. Aksi halde bu para tanımı, belirtilmek istenen finansal büyüklüğü tam olarak karşılayamayacaktır. Özellikle GOÜ'lerde, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve ulusal paranın konvertibl hale getirilmesi, yaşanan enflasyonist süreçlerle birleşince para politikasının etkisizleşmesi sonucunu doğurabilmektedir. Bu durumda ulusal para değişim aracı, hesap birimi ve özellikle değer saklama fonksiyonunu tam olarak yerine getirememektedir. Bu fonksiyonlar kısmen uluslararası ödeme aracı olarak kullanılan yabancı paralar tarafından yerine getirilmektedir ki, bu da para ikamesi veya dolarizasyon olarak adlandırılan süreci ortaya çıkarmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye gibi para ikamesinin yaygın olduğu yani yerli para yanında yabancı paraların ve yabancı paralar cinsinden tanımlanan finansal araçların da kullanıldığı ülkelerde, finansal sistemin büyüklüğünü ve derinliğini belirlemede, M2 tanımına döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle bulunan M2Y, M2'ye göre daha kapsayıcı bir ölçü olarak karşımıza çıkmaktadır¹³³.

Uluslararası düzeyde finansal derinleşme göstergelerine bakıldığında, ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarına bağlı olarak, finansal piyasaların da farklı boyutlarda derinlik kazandıkları görülmektedir. Genellikle gelişmiş ülkelerin finansal derinleşme düzeyi GOÜ'lere göre çok daha yüksektir. Bunda, gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal araçların oldukça çeşitlenmiş olmasının önemli bir payı bulunmaktadır. Finansal piyasaların derinleşmesinde; ekonominin tasarruf kapasitesi, tasarruf sahiplerinin yatırım tercihleri, banka mevduatlarının getirileri ve ödeme araçlarının kullanımı gibi çeşitli faktörlerdeki değişimler etkili olmaktadır.

Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi; ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli örgütlenmemiş piyasalardan örgütlü piyasalara kaymasına

¹³³ B. Bülent Bali ve Mustafa Çelen, "Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri ile Bir Karşılaştırma", **18. Türkiye Maliye Sempozyumu Tebliğleri**, Girne, 13-16 Mayıs 2003, <http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc> (20.07.2005), s.2-4.

bağlıdır. Ayrıca, ülke ekonomisinin parasallaşma düzeyi ile finansal sistemin örgütlenmesi de finansal piyasaların derinlik kazanmasında etkili olmaktadır¹³⁴.

G. Sermaye Hareketleri ve Menkul Kıymet Piyasaları

Ekonomik bütünleşmenin daha çok serbest ticaretle özdeşleştiği 1980 öncesi dönemde, uluslararası sermaye hareketleri genel olarak banka kredileri, hükümetlerarası krediler ve doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmekteydi. Ancak 1982 yılında yaşanan borç krizi, banka kredilerini azaltarak menkul kıymetlere dayalı finansal işlemleri yaygınlaştırmıştır. Bu çerçevede, 1980'li yıllarda uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin kaldırılması ile birlikte portföy yatırımları ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu yıllarda uluslararası yatırımcılar ABD, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa ve İsviçre gibi geleneksel gelişmiş piyasalarda yoğunluk kazanmıştır. Ancak 1990'lı yılların başlarında dünya ekonomisinde başlayan ekonomik durgunluk ve büyümenin yavaşlaması ile gelişmiş piyasalardaki arbitraj olanaklarının düşmesi uluslararası yatırımcıları, daha dinamik ve daha yüksek kazanç fırsatları sunan gelişmekte olan piyasalara yönlendirmiştir.

Menkul kıymetlere yönelik sermaye girişlerinin bir bölümü hisse senedi fiyatlarına ilişkin beklentilerden kar etmek amacıyla, bir bölümü de tahvil ve bonoların sağladığı yüksek faiz gelirinden yararlanmak amacıyla gelmektedir. Hisse senetlerine yönelik sermaye girişleri, hisse senetlerine olan talebi arttırarak, hisse senedi fiyatlarını ve buna bağlı olarak borsa endekslerini yükselterek, getirinin artmasına neden olmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcıların girişiyle birlikte işlem hacmi artmakta, bu da borsanın gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunmaktadır.

Ancak gelişmekte olan sermaye piyasaları, gelişmiş piyasalara kıyasla daha sığ piyasalardır. Bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı ve işlem hacmi gelişmiş piyasalara göre daha düşüktür. Gelişmekte olan piyasaların derinliği fazla olmadığından, dışarıdan borsaya yönelen büyük miktarda alım satım emirleri, fiyat

¹³⁴ Tezer Öçal ve Ö. Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti., Ankara, 1999, s.272-273.

hareketlerinde ani iniş ve çıkışlara neden olabilmektedir¹³⁵. Bu nedenle, yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymet piyasalarındaki değişkenliği arttırdığı öne sürülmektedir. Bu görüşün temel dayanağı ise, yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara göre çok büyük fonlara sahip olması nedeniyle zaten sığ olan piyasaların bu tutarlardan önemli ölçüde etkilenmesidir¹³⁶. Hisse senetlerine yönelik sermaye girişleri genellikle, hisse senedi fiyatlarındaki artış eğiliminin süreceği ve döviz kurunda bir artış olmayacağı beklentisine bağlıdır. Ancak bu beklentiler zayıfladığında, sermaye girişleri yerini kitlesel çıkışlara bırakabilmektedir¹³⁷. Bu durum ise borsa üzerinde büyük bir satış baskısı yaratarak, hisse senedi fiyatları ve borsa endeksinin düşmesiyle sonuçlanmaktadır.

Gelişmekte olan sermaye piyasalarının, gelişmiş ülke yatırımcıları açısından bazı çekici yönleri bulunmaktadır. Özellikle Güneydoğu Asya'da ve Latin Amerika'daki gibi bazı GOÜ'ler, ekonomileri daralma eğilimi gösteren gelişmiş ülke ekonomilerinden daha hızlı büyüdüğünden, bu ülkelerde ortalama getiri daha yüksektir. Ayrıca yeni gelişen sermaye piyasalarının birbirleriyle ve gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarıyla korelasyonlarının düşük olması, yeni gelişen sermaye piyasalarının portföy çeşitlendirmesi konusundaki önemini arttırmaktadır. Son olarak gelişmekte olan sermaye piyasalarının etkin işlememesi, bazı menkul kıymetlerin ucuza alınmasını olanaklı kılabilir. Bunların dışında, yabancı sermayenin gelişmekte olan sermaye piyasalarına yönelmesi, sermaye akışının olduğu GOÜ'de, ekonominin güçlü olduğu veya olacağı anlamına geldiğinden yerel yatırımcıların da ilgisini çekerek, hisse senedi satın alma yönündeki güvenlerini artırıcı bir etki yapmaktadır. Yabancı yatırımcıların ileri teknikler kullanarak portföylerini oluşturdukları ve bu nedenle de yapmış oldukları seçimlerin daha sağlıklı olduğu görüşüne sahip olan yerli yatırımcılar da, kendi portföylerini yabancıların portföylerine benzer şekilde oluşturmaya çalışmaktadırlar¹³⁸.

¹³⁵ Tezcanlı vd., s.1-2, 10, 47.

¹³⁶ Mustafa Özçam, "Türk Sermaye Piyasalarının Profili: Kriz Eğilimi Açısından Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", **SPK Araştırma Raporu**, Ankara, 30.11.1999, s.11.

¹³⁷ Gülten Kazgan, **Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2002, s.173.

¹³⁸ Turhan Korkmaz, "Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü", **İMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı:17, 2001, s.74.

Buna karşılık, GOÜ'lerin sermaye piyasalarında yatırım yapmayı caydıran bazı faktörler bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi, gelişmekte olan piyasaların likiditesine güvenilememesidir. Gelişmiş ülke yatırımcıları GOÜ'lerdeki firmalar hakkında, kendi ülkelerinde alışmış oldukları bilgileri de kolayca edinemediktedirler. Ayrıca, yabancı bir ülkenin özellikle de gelişmekte olan bir ülkenin hisselerine yatırım yapmasının; vergi politikası değişikliği, ülkenin ekonomik performansının kötüleşmesi ve devalüasyon riski gibi, iştirak edilen firmanın kendisinden bağımsız başka riskleri de bulunmaktadır¹³⁹.

III. GOÜ'LERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ VE FİNANSAL KRİZLER

GOÜ'lerde yaşanan finansal serbestleşme süreci ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ile uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde önemli artışlar yaşanmaya başlamıştır. Ancak uluslararası sermaye akımlarındaki hareketliliğin önemli miktarda arttığı 1990'lı yıllar, aynı zamanda birçok GOÜ'de ard arda şiddetli finansal krizlerin yaşandığı bir dönem olmuştur. Yaşanan krizler öncelikle krizin ilk ortaya çıktığı ülkeyi, ardından da finansal serbestliğin artmasının bir sonucu olarak bulaşma etkisi ile birçok GOÜ'yi etkisi altına almıştır. Yaşanan bu gelişmeler nedeniyle, sermaye giriş çıkışlarındaki artışların makroekonomik göstergeleri olumsuz yönde etkileyerek, istikrarsızlık yarattığı ve finansal krizlerin oluşmasında ve derinleşmesinde önemli bir rol oynadığı yönündeki görüşler sıkça dile getirilmeye başlanmıştır.

A. GOÜ'lere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Hacmi

Finansal piyasalarda, özellikle 1990'lı yılların ilk yarısında hız kazanan serbestleşme olgusu, dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş ve bu dönemde GOÜ'lere yönelik sermaye hareketleri büyük bir hızla

¹³⁹ Somel, s.97.

artmıştır. GOÜ'lere yönelik bu sermaye akımları esas olarak yükselen piyasalar (emerging markets) olarak adlandırılan yaklaşık 20 ülkede¹⁴⁰ yoğunlaşmıştır¹⁴¹.

GOÜ'lere akan uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde 1980'li yıllardan sonra önemli artışlar olmakla birlikte, sermaye hareketlerinin hacmi özellikle 1990'lı yıllardan sonra büyük bir sıçrama göstermiştir. GOÜ'lere yönelik sermaye akışının yoğunlaşması ve boyut kazanması aslında sadece 1990'lı yıllara özgü bir gelişme değildir. Örneğin, 1970'li yıllarda da buna benzer bir yoğunlaşma yaşanmıştır. Ancak iki dönemde sermaye hareketlerini uyarıcı etkenler ve süreci besleyen kaynaklar birbirinden oldukça farklıdır. 1970'li yıllarda petrol krizi sonucu gelişmiş ülkelerde biriken petro dolarların uluslararası finans sistemine yeniden sokulması, GOÜ'lere hacimli bir sermaye girişi sağlarken, 1990'lı yıllarda sermaye akışını hızlandıran etken, uluslararası sermayenin ulusal piyasalardaki faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj kazancı güdüsüdür. Sermaye hareketlerini uyarıcı etkenlerin farklılaşması, aynı zamanda bu ülkelere yönelen sermayenin niteliğinin, kanallarının ve ekonomiler üzerinde yarattığı etkilerin de 1970'li yıllardan farklı olmasına yol açmıştır. Daha önceki dönemlerde ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereksinimini karşılamak işlevi yüklenen sermaye hareketleri, 1990'lı yıllarda bu işlevinden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülasyon nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Bu nitelik değişimine paralel olarak bu dönemde ortaya çıkan sermaye akımlarının vadesi kısalmış, daha akışkan ve hareketli bir duruma gelmiştir.

GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin 1990'lı yıllarda hacim olarak artmasının yanı sıra resmi kanallardan özel kanallara kaymış olması da bu dönemde sermaye hareketlerinin gösterdiği en önemli değişimlerden birisidir. Bretton Woods sisteminde uluslararası sermaye akımları, büyük ölçüde resmi borçlanmalardan kaynaklanan ve bu kanaldan, genellikle plan, proje ya da dengesizliklerin finansmanına yönlendirilen hareketlerdir. Bu çerçevede, GOÜ'lerin uluslararası piyasalara girişi ya olanaksız ya da çok sınırlı düzeyde kalmıştır. Küreselleşme

¹⁴⁰ Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Güney Kore, Güney Afrika, Tayland, Türkiye.

¹⁴¹ İnel ve Sungur, s.3.

sürecinde finansal sistemlerin serbestleşmesi ve ardından da ulusal finans piyasalarının bütünleşmesi GOÜ'lerin uluslararası piyasalara girebilme olanaklarını arttırarak, sermaye hareketlerinin resmi kanallardan piyasalara taşınmasına yol açmıştır. GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin son yıllarda resmi kanallardan özel kanallara kaymış olması, kuşkusuz küreselleşme sürecinin ürettiği bir sonuçtur ve bu süreçte uluslararası finans piyasalarının GOÜ'leri ve yeni gelişen piyasaları da kapsayacak biçimde bütünleşmiş olması, sermaye hareketlerinin rolünü ve ağırlığını arttırmıştır¹⁴².

Tablo 1, GOÜ'lere yönelik net sermaye hareketlerinin hacmini ve bu fonların bölgeler arasındaki dağılımını göstermektedir. Uygulanan finansal serbestleşme politikaları sonucu uluslararası sermayenin önündeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla, uluslararası finans piyasalarındaki genel eğilime paralel olarak, GOÜ'lere yönelik özel sermaye hareketleri artarken, resmi sermaye hareketleri azalış göstermiştir. 1984-1989 döneminde GOÜ'lere giriş yapan yıllık ortalama net resmi sermaye akımı 23,9 milyar dolar ve net özel sermaye akımı 15,2 milyar dolarken, 1990-1996 döneminde net resmi sermaye akımı 15,3 milyar dolar düzeyine gerilemiş, net özel sermaye akımı ise 148,1 milyar dolar düzeyine yükselmiştir.

Ayrıca 1990–1996 döneminde GOÜ'lere yönelik net özel sermaye girişlerinde en fazla artış, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında sağlanmıştır. 1984-1989 döneminde GOÜ'lere giriş yapan portföy yatırımı kaynaklı net sermaye miktarı, yıllık ortalama 4,7 milyar dolar iken, 1990-1996 döneminde 54,1 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. 1994 yılında GOÜ'lere yönelik net sermaye girişi 160 milyar dolar civarında iken, sonraki yıllarda da artış eğilimini sürdürerek 1995 yılında 192 milyar dolara¹⁴³, 1996 yılında ise 217,8 milyar dolara yükselmiştir.

¹⁴² Berksoy ve Saltoğlu, s.16-18.

¹⁴³ IMF, **World Economic Outlook**, IMF, May 1998, <http://www.imf.org> (22.04.2007), s.40-41.

Tablo 1: Yükselen Piyasalar ve GOÜ'lere Yönelik Net Sermaye Akımları¹
(Milyar Dolar)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Toplam												
Net özel sermaye akımları ²	217,8	177,6	61,2	75,4	74,8	79,5	89,8	168,6	241,9	251,8	231,9	605,0
-Net doğrudan yatırımlar	116,0	144,0	159,8	177,3	171,3	186,3	157,2	166,2	188,7	259,8	250,1	309,9
-Net portföy yatırımları	85,0	62,8	34,1	60,7	15,9	-78,7	-92,2	-13,2	16,4	-19,4	-103,8	48,5
-Diğer net yatırımlar	16,8	-29,2	-132,7	-162,6	-112,2	-27,1	25,1	17,1	38,5	13,3	87,5	248,8
Net resmi akımlar	-5,1	48,3	39,1	13,0	-33,9	0,9	-0,6	-50,0	-70,7	-109,9	-160,0	-149,0
Afrika												
Net özel sermaye akımları ²	9,1	4,0	9,2	9,9	1,7	6,5	5,7	7,0	16,0	30,5	39,6	47,1
-Net doğrudan yatırımlar	3,6	7,9	6,3	8,6	7,7	23,2	14,4	17,8	16,6	23,6	21,5	32,0
-Net portföy yatırımları	2,8	7,0	4,3	9,1	-2,1	-7,9	-1,6	-0,4	5,8	3,7	18,5	11,5
-Diğer net yatırımlar	2,7	-10,9	-1,4	-7,8	-3,8	-7,9	-6,7	-9,0	-4,8	5,1	1,5	5,8
Net resmi akımlar	-3,0	3,3	3,9	1,8	1,5	1,4	4,3	1,4	-1,2	-5,3	-18,2	-1,6
Orta ve Doğu Avrupa												
Net özel sermaye akımları ²	25,6	21,8	27,1	36,9	38,6	11,1	53,7	53,3	74,3	118,1	120,4	170,5
-Net doğrudan yatırımlar	10,4	11,6	19,3	22,8	23,5	24,0	24,5	17,0	36,0	51,5	64,7	73,2
-Net portföy yatırımları	1,3	5,4	-1,2	5,7	3,8	0,9	2,1	8,0	28,4	21,5	9,9	-6,8
-Diğer net yatırımlar	13,9	4,8	9,1	8,5	11,4	-13,8	27,2	28,2	10,0	45,1	45,8	104,2
Net resmi akımlar	-	-2,8	1,0	-2,5	1,6	6,0	-7,5	-4,8	-6,0	-8,1	-4,6	-2,6
Bağımsız Devletler Top.												
Net özel sermaye akımları ²	-7,9	16,3	-8,6	-13,3	-27,4	6,9	15,6	18,4	6,7	32,5	57,9	115,1
-Net doğrudan yatırımlar	4,9	5,9	5,6	4,7	2,3	4,9	5,2	5,4	13,0	11,3	23,5	16,7
-Net portföy yatırımları	-0,1	17,6	0,4	-0,9	-10,0	-1,2	0,4	-0,5	8,1	-4,7	12,5	7,7
-Diğer net yatırımlar	-12,7	-7,2	-14,6	-17,1	-19,7	3,2	10,0	13,5	-14,5	25,8	21,9	90,7
Net resmi akımlar	10,9	8,5	1,5	-2,0	-5,8	-5,0	-10,5	-9,3	-7,4	-20,3	-29,7	-4,2
Yükselen Asya³												
Net özel sermaye akımları ²	118,6	34,0	-53,6	0,2	5,3	23,0	23,6	64,5	146,6	90,8	47,9	193,5
-Net doğrudan yatırımlar	53,4	56,5	56,9	70,9	60,8	53,2	53,4	70,3	64,1	103,9	97,4	90,5
-Net portföy yatırımları	32,0	6,3	9,0	54,1	19,7	-50,1	-60,0	7,5	13,4	-9,3	-110,7	18,4
-Diğer net yatırımlar	33,1	-28,8	-119,5	-124,9	-75,2	19,9	30,3	-13,2	69,1	-3,8	61,2	84,6
Net resmi akımlar	-13,2	25,2	18,9	1,6	-1,9	-13,1	2,8	-18,0	-13,4	-21,0	-22,6	-38,0
Orta Doğu⁴												
Net özel sermaye akımları ²	2,0	9,6	14,8	-4,4	-5,3	-7,4	-22,3	2,3	-17,0	-56,7	-43,4	-21,0
-Net doğrudan yatırımlar	4,1	5,2	9,5	4,3	6,0	12,3	9,2	17,5	10,1	18,2	15,3	20,4
-Net portföy yatırımları	1,0	-2,7	-4,0	-8,5	3,0	-12,6	-17,6	-17,3	-20,7	-36,0	-20,1	-14,0
-Diğer net yatırımlar	-3,1	7,2	9,2	-0,1	-14,2	-7,1	-13,8	2,1	-6,3	-38,9	-38,6	-27,4
Net resmi akımlar	7,4	6,7	-0,2	8,1	-23,5	-13,9	-8,1	-24,2	-33,7	-24,4	-66,4	-103,6
Latin Amerika												
Net özel sermaye akımları ²	70,4	91,9	72,3	46,1	61,9	39,3	13,6	23,0	15,2	36,7	9,5	99,7
-Net doğrudan yatırımlar	39,6	56,9	62,2	66,1	71,0	68,7	50,6	38,1	48,9	51,3	27,8	77,0
-Net portföy yatırımları	47,9	29,2	25,6	1,3	1,5	-7,9	-15,3	-10,6	-18,6	5,4	-14,0	31,8
-Diğer net yatırımlar	-17,1	5,8	-15,5	-21,3	-10,6	-21,4	-21,7	-4,5	-15,0	-20,0	-4,3	-9,1
Net resmi akımlar	-7,2	7,3	14,0	5,9	-5,8	25,5	18,4	4,9	-8,9	-30,9	-18,6	1,0

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, September 2004, September 2006, April 2008.

1. Net sermaye akımları, net doğrudan yatırımlar, net portföy yatırımları ve resmi ve özel borçlanmanın dahil olduğu diğer uzun ve kısa dönem net yatırımları kapsamaktadır. Bu tablo Hong Kong, İsrail, Kore, Singapur ve Tayvan'ı da içermektedir.

2. Veri sınırlamalarından dolayı, net özel sermaye akımları bazı resmi akımları da kapsayabilmektedir.

3. Gelişen Asya ve Yeni Sanayileşen Asya Ekonomilerini kapsamaktadır.

4. İsrail dahil.

Tablo 1'e bakıldığında, 1996 yılından sonra GOÜ'ler ve gelişen piyasalara yönelik sermaye girişlerinin azaldığı görülmektedir. Özellikle 1997 yılında Güneydoğu Asya'da ve 1998 yılında Rusya'da yaşanan finansal krizler, gelişmekte olan piyasalara duyulan güveni azaltarak, bu piyasalardan önemli miktarda sermaye çıkışına neden olmuştur. Yükselen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik net sermaye girişleri 1996 yılında 217,8 milyar dolar iken, 1997 yılında 177,6 milyar dolara, 1998 yılında ise 61,2 milyar dolara düşmüştür. Krizden en fazla etkilenen Asya ülkelerine yönelik net sermaye girişi 1996 yılında 118,6 milyar dolar düzeyinde iken, yaşanan krizin etkisiyle 1997 yılında 34 milyar dolara düşmüş, 1998 yılında ise durum daha da kötüleşerek, sermaye girişleri 53,6 milyar dolarlık net sermaye çıkışına dönmüştür. 1999 yılında doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında meydana gelen artış Asya ülkelerinin toparlanmalarına yardımcı olmakla birlikte, risk algılamasının sürmesi nedeniyle 1999 yılında sadece 0,2 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Finansal serbestleşmeyle sürecinde sermaye akımları resmi kanallardan özel kanallara kaymış olmakla birlikte, kriz dönemlerinde resmi nitelikli sermaye girişlerinin arttığı gözlenmektedir. Kriz yaşayan ülkelere IMF ve Dünya Bankası kaynaklı resmi sermaye akışı nedeniyle, 1997-1999 döneminde resmi nitelikli sermaye girişleri artış göstermiştir. Asya ve Rusya krizlerinin uluslararası piyasalarda yarattığı daraltıcı etki nedeniyle, 1997-2002 döneminde yükselen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik sermaye akışı büyük ölçüde yavaşlamıştır. Söz konusu ülkelere yönelik net sermaye girişi 2000 yılında 74,8 milyar dolar, 2002 yılında ise 89,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılından itibaren artış hızı yeniden yükselen sermaye akımları, 2004 yılında net 241,9 milyar dolara, 2005 yılında ise 251,8 milyar dolara yükselmiştir. 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında, Amerikan Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırmasıyla başlayan küresel dalgalanma, GOÜ'lerden sermaye çıkışına neden olmuş ve 2006 yılında net sermaye girişi 231,9 milyar dolara düşmüştür. 2007 yılında ise GOÜ'lere yönelik sermaye girişi oldukça yüksek bir artış göstererek 605 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Öte yandan, yaşanan krizlerden sonra söz konusu ülkelere giriş yapan sermaye akımları içinde portföy yatırımlarının miktarı azalırken ve genellikle çıkış yönlü bir görünüm

sergilerken, doğrudan yatırım miktarının istikrarlı bir artış eğiliminde olması da dikkat çekici bir gelişmedir.

Genel olarak bakıldığında, GOÜ'lere ve yükselen piyasalara yönelik net sermaye akışından en çok yararlanan ülkelerin Asya ve Latin Amerika ile Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri olduğu görülmektedir. Ancak, 1997 yılından sonra Asya ve Latin Amerika ülkelerine yönelik sermaye akımları istikrarsız bir görünüm sergilerken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik sermaye akımları daha istikrarlı bir artış göstermiştir. 2007 yılında ülke grupları itibariyle giriş yapan net sermaye miktarlarına bakıldığında; Asya ülkelerine 193,5 milyar dolar, Latin Amerika ülkelerine 99,7 milyar dolar, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine 170,5 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Gelişen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik sermaye akımları, 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerden önemli ölçüde etkilenmiş ve krizler bulaşma etkisi yaratarak söz konusu ülkelere büyük miktarda sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Tablo 1'deki veriler, gelişen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının hacim olarak artmasına karşılık, artış hızında istikrar olmadığını göstermektedir. Sermaye hareketlerinde kırılma noktası olarak değerlendirilebilecek olan 1997 Asya krizi, bu akımları sektöre uğratmış ve hacminde bir daralmaya neden olmuştur¹⁴⁴. Asya ve Rusya krizleri, gelişen piyasalara yönelik endişeleri ve risk algılamasını arttırarak Asya ülkeleri başta olmak üzere bütün GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarını, özellikle de portföy yatırımlarını azaltmıştır. Bu bağlamda, 2000'li yıllarda GOÜ'lere yönelik sermaye girişlerinin oldukça büyük bir bölümü, uzun dönemli ve istikrarsızlık yaratmayan doğrudan yatırımlardan oluşmaktadır.

2006 yılında yaşanan küresel dalgalanmanın, gelişen piyasalar ve GOÜ'leri sınırlı düzeyde etkilediği, daha önce yaşanan krizler gibi derinleşmediği dikkati çekmektedir. Bunda, 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerden sonra, söz konusu ülkelerin temel makroekonomik göstergelerinde meydana gelen iyileşmenin ve döviz rezervlerinin yüksekliğinin etkili olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, tek bir ülke ya

¹⁴⁴ Ulusoy ve Karakurt, s.110.

da bölgeye yönelik algılamalarda, kendi kendini besleyen kriz süreci daha hızlı işleyerek daha derin etkiler doğurduğundan, 2006 yılında meydana gelen kriz benzeri bu sürecin derinleşmemesinde, tek bir ülke veya benzer ekonomik sistem içerisinde bulunan bir bölgeden kaynaklanarak ortaya çıkmaması da etkili olmuştur¹⁴⁵. Ancak, ABD ipotekli konut finansmanı piyasasında, 2007 yılında başlayan ve halen devam eden sorunların, gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki etkileri belirsizliğini korumaktadır. 2007 yılının ikinci yarısından itibaren finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın, uluslararası sermaye hareketlerinin sınırlanmasına neden olabileceği belirtilmektedir. Bu bağlamda, Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), 2002 yılından itibaren belirgin bir artış gösteren yükselen piyasa ekonomilerine yönelik net özel sermaye girişinin, 2008 yılında bir miktar azalacağını öngörmektedir. IIF'nin, sermaye girişlerindeki azalmanın sınırlı düzeylerde kalacağı öngörüsünde, yükselen piyasa ekonomilerinin ekonomik performansları sonucu yabancı yatırımcılar için hala çekici olmaları, ABD'de faiz oranlarının düşüşü ve aynı zamanda birçok yükselen piyasa ekonomisinde artan enflasyonist baskılar sonucu faizlerin görece yüksek seviyesini koruması ile küresel kredi piyasasındaki dalgalanmaya karşın, bu ekonomilere banka kredilerinin düzenli bir şekilde yönelmesi etkili olmuştur¹⁴⁶.

B.Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki

1990'lı yılların başlarında yoğunluk kazanan serbestleşme hareketleri sonucunda, sınırlayıcı yasal düzenlemelerin ortadan kalkması ve finans piyasaları üzerindeki denetimlerin zayıflaması, bir yandan yeni finansal araçların ve yöntemlerin geliştirilmesine neden olmuş, diğer yandan da sermayenin ülkeler arasında serbest şekilde hareket etmesi sonucunu doğurarak, finansal piyasalar ve kurumların birbirleriyle bütünleşmesine olanak sağlamıştır. Bu süreçte, gelişmiş ülkeler uyguladıkları serbest ekonomik politikalarla finansal piyasaların gelişmesini ve dış dünya ile bütünleşmesini sağlamaya çalışırken, GOÜ'ler de büyüme ve kalkınmanın finansmanının sağlanabilmesini için hızı ve değişkenliği artan

¹⁴⁵ Burçhan Sakarya, "Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları", **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008, <http://www.bddk.org.tr> (01.10.2008), s.21.

¹⁴⁶ BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu/Aralık 2007**, Sayı:8, s.8.

uluslararası sermaye akımlarıyla karşı karşıya kalmışlardır¹⁴⁷. GOÜ'lerin yurtiçi tasarruf açıklarını kapatmak ve bu yolla ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek için dış finansal kaynaklara duydukları ihtiyaç, bu ülkelerin, finansal sermayeye, diğer ülkelerde elde edebileceklerinden daha yüksek getiriler sunmalarını gerektirmiş ve bu bağlamda uygulanan yüksek reel faiz politikası, sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesini hızlandırmıştır. Ayrıca, gelişmiş ülke yatırımcılarının GOÜ'lerdeki cazip yatırım olanaklarını değerlendirme istekleri ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik politikaların genel kabul görmesi de, GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarının artarak sürmesine neden olmuştur¹⁴⁸.

Bu süreçte, hızla büyüyen hacminin yanı sıra görece daha kısa vadeli ve spekülatif bir niteliğe bürünen ve resmi kanallardan özel piyasalara kayan sermaye hareketleri, bu özellikleriyle, finansal sistemlerindeki zayıflıklar ve kırılğan makroekonomik yapıları nedeniyle en fazla GOÜ ekonomileri üzerinde etkili olmuştur¹⁴⁹. 1990'lı yıllarda kısa aralıklarla; Meksika'da (1994), Güneydoğu Asya'da (1997), Rusya'da (1998), Brezilya'da (1999), Türkiye'de (1994-2001) ve Arjantin'de (2001) finansal piyasalar serbestleştirildikten sonra ortaya çıkan krizler, dikkatleri sermaye hareketleri ile finansal krizler arasındaki ilişkiye yönelterek, konunun yoğun olarak tartışılmasına neden olmuştur. Bu bağlamda; büyüyen hacmi, değişen niteliği ve istikrarsız yapısı ile sermaye hareketlerinin, makroekonomik istikrarsızlık yaratarak veya varolan istikrarsızlıkları arttırarak krizlere neden olduğu şeklindeki görüşler sıkça dile getirilmeye başlanmıştır.

1970'lerin petrol şoklarından önceki dönemlerde, GOÜ'ler ithal ikamesi ağırlıklı sanayileşme politikaları uygulamakta ve döviz gelirlerini geleneksel ürünlerin ihracatından ve işçi geliri transferlerinden sağlamaktaydılar. Dış finansman gereksinimlerini, büyük ölçüde, devletten devlete yardımlar ve uluslararası kuruluşların desteği ile karşılıyorlardı. Bu dönemde krizler, genellikle, sık aralıklarla

¹⁴⁷ C.Murat Baykal, "Hukuki Boyutlarıyla Finansal Krizler", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:60, Mart 2007, s.33.

¹⁴⁸ Salih Öztürk, "Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Para Politikasına Etkileri: 1980 Sonrası Türkiye Uygulaması", (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi., Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2001, s.14; Şengönül vd., s.27.

¹⁴⁹ Berksoy ve Saltoğlu, s.1.

ortaya çıkan döviz darboğazlarından ve üretim için gerekli ithalatın yapılamamasından kaynaklanmaktaydı. Ekonominin dış dengesini yeniden sağlamak için, IMF'nin desteği ile kısa süreli istikrar programları uygulanıyor, para ve maliye politikaları dengeleniyor ve döviz kuru ayarlamaları yapıyordu¹⁵⁰.

1980'li yıllara gelindiğinde ise söz konusu ülkelerin büyüme performanslarını sürdürebilmeleri için, dış kaynaklara olan gereksinimleri artmış ve değişen koşullarda, ödemeler dengesi krizleri yerini borç krizlerine bırakmıştır. Küreselleşme süreciyle birlikte GOÜ'ler, dünya ile bütünleşmek ve uluslararası finansal piyasalar yoluyla daha fazla kaynak elde edebilmek amacıyla, önce cari işlemler bilançosunu daha sonra da sermaye hareketlerini serbestleştirmişlerdir. 1990'lı yıllara gelindiğinde, dış ticaret politikalarını serbestleştiren ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırarak finans sektörlerini dışa açan GOÜ'lerin çoğunun dış kaynak kullanımları artış göstermiştir. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte GOÜ'lere yönelik kısa vadeli fon giriş-çıkışlarının artması, söz konusu ülkelerin ekonomik performanslarının, finansal sermaye akımlarına karşı aşırı duyarlı bir nitelik kazanmasına neden olarak bu ülkelerin finansal şoklara karşı kırılganlığını arttırmıştır¹⁵¹.

Bu çerçevede, 1990'larda yaşanan finansal krizler, GOÜ'lerin geçmiş dönemlerde yaşadıkları finansal krizlerden farklı özellikler taşımaktadır. Beklenmedik zamanlarda, olumsuz bir gelişmeden etkilenerek sermayenin aniden kaçışı ile başlayan bu krizler, ulusal paranın değer kaybetmesi, mali kurumlar ve şirketlerin bilançolarının bozulması, güvensizliğin yaygınlaşması ve üretimin finanse edilememesi olgularıyla sonuçlanmakta ve kısa zamanda diğer ülkelere de yayılmaktadır¹⁵². 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerde gözlenen en önemli özellik bulaşıcılık eğilimindeki artıştır. Krizlerin bulaşıcılık eğiliminin artış göstermesinde, sermaye hareketlerinin serbestliği ve GOÜ'lerin pek çoğunun ekonomilerinin ve finansal sistemlerinin benzer özelliklere sahip olması belirleyici olmaktadır. Çünkü,

¹⁵⁰ Merih Celasun, "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001", **Doğu-Batı Dergisi**, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001,2002, s.162.

¹⁵¹ Bedestenci ve Kara, s.267.

¹⁵² Celasun, s.164.

bu ülkelerin birinde veya birkaçında ortaya çıkan sorunlarla tedirgin olan yatırımcılar, hızla benzer özelliklere sahip ülkelere de çıkmakta ve böylece olumsuzluklar diğer ülkelere de yayılabilmektedir.

GOÜ'lerde, 1990'larda gözlenen başlıca finansal krizler, finansal sektörlerin dışa açılarak serbestleştiği ve denetimin yetersiz kaldığı ortamlarda oluşmuştur. Ancak yine de finansal krizler ile yabancı sermaye giriş-çıkışları arasındaki yakın ilişkiyi, yaşanan krizlerin tek nedeninin sermaye hareketleri olduğu biçiminde yorumlamak gerçekçi bir yaklaşım olmamaktadır. Çünkü aslında kriz ortamını yaratan asıl nedenler, söz konusu ülkelerdeki makroekonomik dengesizliklerle ilgilidir. Krizlere yol açan makroekonomik dengesizlikler arasında; yüksek enflasyon, cari işlemler açığı, bütçe açıkları, döviz kuru politikaları, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve bankacılık sistemindeki denetim eksikliği ve sermaye yetersizliği ön planda gelmektedir. Finansal kriz yaşayan ülkelerin en önemli ortak özelliği, kriz öncesinde görülen ithalat patlaması ve cari açığın büyümesidir. Cari işlemler açığının milli gelir içindeki payının %4'ü aştığı durumlar risk olarak belirtilmektedir¹⁵³. Yaşanan finansal krizlerin tek nedeni olmasa da, finansal serbestleşme politikaları sonucu, ülkelere giriş yapan yabancı sermaye akımlarının hızlanması, ülke içindeki makroekonomik göstergeleri etkileyerek, krizlerin ortaya çıkmasına elverişli bir ortam yaratmaktadır. Ayrıca, kriz ortamında yaşanan belirsizlik ve riskler nedeniyle, zarara uğramamak ya da bu süreçte karlarını arttırmak amacıyla hızla ülkeyi terk eden kısa vadeli sermaye akımları, yaşanan krizin daha da derinleşmesine ve maliyetinin artmasına yol açmaktadır.

Yaşanan finansal krizlerde, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi kadar bileşimi de önemli bir rol oynamaktadır. Krizlerin büyük ölçüde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklıktan kaynaklandığı şeklindeki geleneksel görüşe göre, cari

¹⁵³ Halil Seyidoğlu, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt:4, Sayı:2, 2003, s.152-153; Celasun, s.169-171.

hesap açıklarını ağırlıklı olarak doğrudan sermaye yatırımları ile finanse eden ekonomilerin krizlerle karşılaşma olasılığı daha azdır¹⁵⁴.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin finansal krizler üzerindeki etkisini belirleyebilmek için, finansal kriz sürecinde makroekonomik değişkenlerde meydana gelen değişimleri ve bu değişimlerin birbirlerini etkileme kanallarını incelemek gerekmektedir. Ülkenin diğer sorunları yanında (yapısal, ekonomik, politika vb.) kısa vadeli borçlardaki aşırı artışın ve cari açığın sürdürülemez olduğunun piyasalar tarafından algılanması, kur üzerinde bir devalüasyon baskısı oluşturmaktadır. Bu durumda, kısa vadeli yabancı sermaye, ulusal paranın olası bir devalüasyonundan zarara uğramamak için kitleler halinde ülkeyi terk etmeye başlamakta ve böylece piyasalarda ulusal paraya yönelik yoğun bir satış baskısı meydana gelmektedir. Ev sahibi ülkenin artan döviz talebini karşılayabilecek dış rezerve sahip olmaması veya IMF gibi kuruluşlardan yeterli finansman sağlayamaması bir döviz krizine yol açmaktadır. Döviz piyasasında başlayan panik, finans piyasalarına olan güveni sarsarak, yatırımcıların bankalardaki mevduatlarını geri çekmeleri ve ellerindeki menkul değerleri satmaya başlamaları ile banka veya borsa krizine dönüşebilmektedir. Bununla birlikte, aynı baskıların kendi yatırım yaptıkları ülkelerde de yaşanacağı endişesi duyan diğer ülkelerdeki yatırımcılar da benzer bir davranış içine girince, kriz başka ülkelere de yayılmış olmaktadır.

Bu bağlamda, 1990'larda yaşanan finansal krizlerin ortak özellikleri, ara döviz kuru rejimleri, hızlı finansal serbestleşme, büyük oranlı ve özellikle kısa vadeli sermaye girişleri, ulusal paranın reel olarak aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinin bozulması, kısa vadeli dış borçlardaki artış, zayıf bankacılık sistemi, uluslararası sermaye piyasalarında ortaya çıkan spekülasyon ve bunu izleyen sürü psikolojisi olarak sıralanabilir. Bunlara yurtiçi finans piyasalarındaki yetersiz düzenleme ve denetimleri de eklemek mümkündür¹⁵⁵.

¹⁵⁴ Güven Delice ve Erdinç Tutar, "Uluslararası Sermaye Akımlarının Bileşimi ve Finansal Krizler", **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Edt: Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız, Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2006, s.267.

¹⁵⁵ Ayten Ayşen Kaya ve Mehmet Güçlü, "Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:16, Sayı:55, 2005, s 7-8.

C. GOÜ'lerde Yaşanan Finansal Krizler ve Sermaye Hareketlerinin Rolü

1990'lı yıllarda GOÜ'lerde ard arda meydana gelen finansal krizlerin uluslararası sermaye hareketliliğindeki artışlarla eş zamanlı olarak gerçekleşmesi, krizlerle sermaye hareketleri arasındaki ilişkilerin ön plana çıkmasına ve yoğun olarak tartışılmasına neden olmuştur. Kriz yaşayan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın, söz konusu ülkelerin birçoğunda ortak olan iki unsur dikkati çekmektedir. Birincisi, yeterli denetim ve düzenlemelerden yoksun bir şekilde gerçekleştirilen finansal serbestleşme, ikincisi ise kur rejimi tercihinin genellikle sürünen parite ya da sürünen bant sistemi gibi ara rejimler lehinde yapılmış olmasıdır. Uygulanan bu gevşek sabit kur rejimleri, sermaye hareketlerinde serbestlik ve faiz oranlarında büyük farklılıklarla birleşince kur çıpası, algılanan döviz kuru riskini azaltarak veya ortadan kaldırarak söz konusu ülkelere yönelik sermaye girişlerinin artmasında oldukça önemli bir rol oynamıştır. Ayrıca, daha önce de belirtildiği gibi, yüksek düzeyde sermaye hareketliliğinin olduğu bu ekonomilerde aynı anda döviz kuru istikrarının da hedeflenmesi, söz konusu ekonomilerde para yetkilisinin bağımsız bir para politikası izleme olanağını ortadan kaldırmıştır. Artan sermaye hareketliliği karşısında zamanla döviz kurunu sabit tutmak zorlaşmış ve ekonomi spekülatif saldırılara açık duruma gelmiştir¹⁵⁶. Dolayısıyla, kurun sabit tutulmasının zorlaştığı ve ekonominin kırılganlığının arttığı bu tür ekonomilerde bağımsız bir para politikası izlenememesi de, söz konusu ülkelere krizlerin ortaya çıkmasını veya derinleşmesini etkilemiştir.

Bu bağlamda, çalışmanın bu kısmında, Meksika, Güneydoğu Asya, Rusya, Brezilya ve Arjantin'de finans piyasaları ve uluslararası sermaye akımları serbestleştirildikten sonra ortaya çıkan krizler ve bu süreçte sermaye akımlarının rolü incelenmektedir.

¹⁵⁶ Delice ve Tutar, s.267; Kaya ve Güçlü, s.5.

1. Meksika Krizi (1994)

Meksika 1987 yılının Aralık ayında, döviz kuruna dayalı kapsamlı bir istikrar programı yürürlüğe koymuştur. Meksika pezosu, ADB dolarına karşı sabitlenerek, istikrar programının çıpası haline getirilmiştir. 1989 yılı Ocak ayından Kasım 1991'e kadar olan 3 yıllık dönemde döviz kurunun planlı olarak, önceden belirlenmiş oranlarda devalüe edilmesini içeren bir kur politikası uygulanmıştır. Enflasyon ataletini ve beklentileri kırmak amacıyla devalüasyon oranı enflasyon oranının altında tutulmuştur. Kasım 1991'den başlayarak, pezonun dalgalanabileceği aralık zamanla genişletilerek, döviz kuru bandı sistemi uygulanmaya başlamıştır. Ancak, 1993 Ekim ayına kadar, pezo-dolar paritesi, döviz kuru bandının altında, neredeyse tümüyle sabit kalmıştır¹⁵⁷. Uygulamaya konulan istikrar programı kapsamında öncelikle kamu maliyesini disipline etmeye yönelik önlemler alınmış, bunu özelleştirme ve büyük çaplı finansal reformlar izlemiştir. Ayrıca dış borçlarını yeniden yapılandıran Meksika, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA)'da imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli gelişmeler kaydetmiştir¹⁵⁸.

Meksika, reform sürecinin hemen başlarında, nispeten erken bir zamanda sermaye hareketlerini serbestleştirmeye başlamış ve 1989 yılının sonunda sermaye denetimlerini büyük ölçüde kaldırmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte Meksika'ya giriş yapan yabancı sermaye miktarında büyük bir artış yaşanmıştır. 1993 yılında, Meksika'ya giriş yapan yabancı sermaye miktarı, Meksika GSYİH'sının %8'ini geçmiştir. Büyük ölçüde kısa vadeli fonlardan oluşan bu sermaye girişleri, hisse senetlerine, özel sektör tahvillerine ve devlet borçlanma senetlerine yönelmiştir. Sermaye girişlerinin büyük bölümünün kısa vadeli olması Meksika ekonomisinin makroekonomik risklerini arttırmıştır.

¹⁵⁷ Sebastian Edwards, "Two Crises: Inflationary Inertia and Credibility", *The Economic Journal*, Volume:108, May 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119104986/PDFSTART> (26.03.2007), s.681-682.

¹⁵⁸ Guillermo Ortiz Martinez, "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?", *Finance and Development*, Vol:35, No:2, June 1998, s.7.

Meksika'ya yönelen uluslararası sermaye akımlarının hızla büyümesi, pezonun aşırı değerlenmesine neden olmuş ve cari işlemler dengesi açıklarını arttırmıştır¹⁵⁹.

Uygulanan istikrar programı ve gerçekleştirilen reformlar sonucunda, Meksika para birimi pezo istikrara kavuşmuş ve enflasyon eğilimi kırılmıştır. Ancak, nominal döviz kuru belirlenen oranda değer kaybetmesine karşın, enflasyon oranı nominal döviz kurunun değer kaybını aştığı için pezo reel olarak değerlenmiştir. Büyük miktarda yabancı sermaye girişi de pezonun değerlenmesine katkıda bulunmuştur¹⁶⁰. Bunun sonucunda Meksika'da cari işlemler açığı hızla artmış ve cari işlemler açığının GSMH'ye oranı, 1993 yılında %6,8'e, 1994 yılında ise %8 düzeyine yükselmiştir¹⁶¹.

Ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığının artması yanında, yapılan reformlar ve yabancı sermaye girişlerine karşın Meksika'nın yeterli oranda büyümemesi de finansal kriz riskini arttıran bir faktör olmuştur. Meksika ekonomisi, 1981-1989 döneminde yılda ortalama %1,3 oranında büyürken, sermaye girişlerinin arttığı 1990-1994 döneminde sadece %2,8 oranında büyümüştür. Bazı ekonomistler, yapılan reformlara karşın Meksika'nın yeterli oranda büyümemesinin nedenini pezonun aşırı değerli olmasına bağlamışlar ve çözüm olarak bir defaya özgü olmak üzere devalüasyon yapılmasını önermişlerdir. Ancak, Meksika hükümeti yetkilileri, bu önerileri dikkate almayarak, ekonomik programın yolunda olduğunu ve pezoyu devalüe etmek için bir neden olmadığını belirtmişlerdir¹⁶².

Meksika krizine, ülkeye giren uluslararası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda pezonun aşırı değer kazanması nedeniyle, cari işlemler dengesinin açık vermesi neden olmuştur. Meksika hükümeti, uzun vadeli borçlanamadığı için,

¹⁵⁹ Sebastian Edwards, "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?", **NBER Working Paper**, No: 6334, December 1997, <http://www.nber.org/papers/w6334.pdf> (20.02.2007), s.10-11.

¹⁶⁰ Edwards, 1997, s.9.

¹⁶¹ Pablo Bustelo, Clara Garcia and Iliana Olivie, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons From the East Asian Episodes (1997-1999)", **ICEI Working Paper**, No:16, November 1999, <http://www.ucm.es/info/eid/pb/ICEIwp16.pdf> (14.04.2008), s.25.

¹⁶² Paul Krugman, **Bunalm Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Çev: Neşenur Domaniç, 2.Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul, 2001, s.51-52.

kısa vadeli ve yüksek maliyetli olarak borçlanmak zorunda kalmıştır. Bunun için de dolara endeksli kamu kağıtları (tesobonus) ihraç etmeye başlamıştır. Artan miktarda tesobonus ihracı, yatırımcılarda pezonun yakında devalüe dileceği beklentisi yaratmıştır. Daha da kötüsü, Meksika, yatırımcıları devalüasyon olmayacağına inandırmak için, milyarlarca dolar tutarındaki kısa vadeli kamu borcunu, dolara endeksli tahvillere çevirmiş ve pezo düştükçe dolara endeksli bu borçların boyutları gittikçe artmıştır. Dolara endeksli tahvil sorununun kamuoyunda duyulması piyasadaki panik havasını arttırmıştır. 1994 yılının ilk yarısında, Meksika'nın uyguladığı döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği konusundaki kuşku artması, kısa vadeli bonolara duyulan güveni sarsmış, faiz oranları yükselmeye başlamış ve ülkeden sermaye kaçıışı hızlanmıştır. Sermaye kaçıışı, faiz oranlarının daha da yükselmesine neden olmuş ve döviz rezervleri erimeye başlamıştır. Ayrıca, ülkedeki politik istikrarsızlıklar ve yolsuzluklar da güven bunalımına yol açarak krizi derinleştirmiştir. Aralık 1994'de ülkenin döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara düşmüştür¹⁶³. Döviz rezervlerinin sürekli azalması nedeniyle, 20 Aralık 1994'te %15 oranında devalüasyon yapılmıştır. Yapılan devalüasyonun yetersiz bulunması, yatırımcılar tarafından yeni devalüasyonlar yapılacağı beklentisine yol açarak, sermaye kaçışlarını arttırmış ve Meksika hükümeti 22 Aralık 1994'de pezoyu dalgalanmaya bırakmıştır¹⁶⁴. Yeterli düzenlemeler yapılmadan bankaların hızlı bir şekilde özelleştirilmesi de, bankacılık sistemini zayıflatarak finansal kriz riskini arttıran faktörlerden birisi olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle bankaların yurt dışından borçlanmasının önündeki engeller kaldırılmış ve özel sektöre verilen krediler hızla artmıştır¹⁶⁵.

Meksika'daki kriz yayılma etkisi yaratmış (tekila etkisi) ve başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine de yayılmıştır. Arjantin, uyguladığı para kuruluna dayalı istikrar programının ve Meksika ile olan zayıf ticari ilişkilerinin, kendisini Meksika krizinin olumsuz etkilerinden koruyacağını düşünmüştür. Ancak Arjantin'in yüksek oranlara ulaşan işsizlikle baş edebilmek için para kurulunu terk

¹⁶³ Muhammet Akdiş, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ., İstanbul, 2000, s.62-63; Krugman, 2001, s.55.

¹⁶⁴ Krugman, 2001, s.54-55; Martinez, s.7.

¹⁶⁵ Martinez, s.7-8.

edebileceği yönündeki kuşular, spekülâtorlerin Arjantin pesosuna karşı pozisyon almalarına neden olmuştur¹⁶⁶.

2. Asya Krizi (1997)

Asya krizi, son on yılda yıllık ortalama % 8’lik GSYİH artışı gibi büyük ekonomik başarılarla imza atan ve ASEAN-5 olarak bilinen ülkelerde (Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland) ortaya çıkmıştır. Krizin ortaya çıkışına kadar bölge ülkeleri, GOÜ’lere akan sermaye akımlarının yaklaşık yarısını kendisine çekmeyi başarmış ve dünya ticareti içerisindeki paylarını iki kat arttırmışlardır¹⁶⁷. 2 Temmuz 1997’de Tayland ulusal para birimi olan bahtın devalüe edilmesiyle başlayan Güneydoğu Asya krizi, kısa sürede Filipinler, Malezya, Endonezya ve Güney Kore’ye yayılarak bölgesel bir krize dönüşmüştür.

Güneydoğu Asya ülkeleri, 1990’lardan itibaren hem yurt içi finansal piyasalar hem de sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasını içeren kapsamlı ve hızlı bir finansal serbestleşme sürecine girmişlerdir. Bu bağlamda, finansal sektöre giriş kısıtları ortadan kaldırılmış ve finansal kurumlar borç alma ve kredi verme kararları ile ilgili olarak daha fazla serbestlik elde etmişlerdir. Bu uygulamalar, finansal kurumların sayısını ve yapabilecekleri faaliyet çeşitlerini arttırmıştır. Ayrıca şirketlere uygulanan borçlanma limitleri kaldırılmış ve faiz oranları ile kredilere uygulanan yasal denetimler gevşetilmiştir¹⁶⁸. Asya ülkelerinde yüksek büyüme hızıyla birlikte, enflasyon oranının tek haneli rakamlarla ifade edilebilir düzeyde olması, önemli oranda bütçe açıklarının bulunmaması nedeniyle izlenen maliye politikalarının sağlıklı bir görünüm sergilemesi, tasarruf oranlarının yüksek olması ve finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi, yabancı yatırımcılar tarafından bu ülkelerde makroekonomik istikrar açısından herhangi bir sıkıntı bulunmadığı şeklinde yorumlanmış ve gelişmiş ülkelerde (özellikle Japonya) faiz oranlarının düşmesinin de etkisiyle, gelişen piyasalar olarak kabul edilen ve sermaye

¹⁶⁶ Paul Krugman, “Currency Crisis”, <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> (07.08.2007), s.13.

¹⁶⁷ Stanley Fischer, “The Asian Crisis: A View From The IMF”, **Journal of International Financial Management and Accounting**, Volume:9, No:2, 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119128929/PDFSTART> (04.08.2007), s.1

¹⁶⁸ Bustelo vd., s.12.

piyasası araçlarının getirilerinin yüksek olduğu söz konusu ülkelere yönelik sermaye girişleri hızla artmıştır¹⁶⁹.

1990'lı yılların başında gelişmekte olan piyasalara sermaye akmaya başladığı zaman, Doğu Asya ülkelerine kısa vadeli sermaye hareketlerinden çok, doğrudan sermaye girişi gerçekleşmiştir. Ancak 1990'lı yılların ortalarında bölgedeki bazı ülkeler sürekli sterilizasyon müdahaleleri ile kısa vadeli faiz oranlarını uluslararası piyasalara göre yüksek tutarak, ülkelere önemli oranda kısa vadeli sermaye çekmişlerdir. Güneydoğu Asya'da artış eğilimine giren kısa vadeli sermaye akımları büyük ölçüde, yeterince düzenlenmemiş ve denetimden uzak yurtiçi bankacılık kesimi aracılığıyla ülke ekonomilerine yönlendirilmiştir. Bu çerçevede, değişken uluslararası sermaye akımları ve finansal sektördeki zayıflık, Asya krizinin merkezinde yer alan ve krizin şiddetini açıklayabilecek iki önemli unsur olarak ortaya çıkmaktadır¹⁷⁰.

Finansal serbestleşme sonucu 1990'lı yıllarda Güneydoğu Asya ülkelerine yoğun sermaye girişi yaşanmıştır. 1986-1990 döneminde Güneydoğu Asya ülkelerinde yabancı sermaye girişleri/GSYİH oranı ortalama %1,4 iken, 1990-1996 döneminde bu oran %6'ya yükselmiştir. 1990-1996 döneminde Tayland'a giriş yapan sermaye akımlarının GSYİH içindeki payı ortalama %10,3 olarak gerçekleşmiştir. Portföy yatırımları ve doğrudan yatırımların sermaye girişleri içindeki payı oldukça küçük olan Tayland'da, yabancı sermaye girişlerinin büyük çoğunluğu bankalar ve özel şirketlerin yurt dışından borçlanmaları şeklinde gerçekleşmiştir. Malezya'ya giriş yapan yabancı sermayenin büyük bölümünü ise doğrudan yatırımlar oluşturmuş, portföy yatırımları ile borçlanma şeklindeki sermaye girişleri oldukça düşük düzeylerde kalmıştır. 1990-1996 döneminde Malezya'da doğrudan yatırım girişleri/GSYİH oranı ortalama %6,6 oranında gerçekleşmiştir¹⁷¹.

¹⁶⁹ R. Tuna Turagay, "Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal ve Ekonomik krizin Genel Değerlendirmesi ve Dünya Ekonomisi ve Ticareti Üzerinde Yaratacağı Muhtemel Etkiler", **Dış Ticaret Dergisi**, Asya Krizi Özel Sayısı, Mart 1998. s.1.

¹⁷⁰ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", **The American Economic Review**, Vol:28, No:2, May 1998, s.447-448.

¹⁷¹ Steven Radalet and Jeffrey D. Sachs, "The Onset of The East Asian Financial Crises", **NBER Working Paper**, No:6680, August 1998(a), s.14.

Asya ülkelerine yönelik sermaye girişlerinin artması, söz konusu ülkelerin ulusal paraları üzerinde talep baskısı yaratarak, ilgili ülke paralarının aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Asya ülkeleri ADB dolarına sabitlenmiş döviz kuru politikası uyguladıkları için, 1994 yılından sonra ADB dolarının Japon yenine ve birçok Avrupa parasına karşı değer kazanması da söz konusu ülkelerde ulusal paraların değerlenmesine katkıda bulunmuştur¹⁷². Bu durum ise, Asya ülkelerinin ihracatını azaltmıştır. Asya ülkelerinde 1990'lı yılların ortalarında azalmaya başlayan ihracat artış hızı, 1996 yılında sert bir şekilde düşmüştür. İhracatın azalması söz konusu ülkelerin cari açıklarını büyük ölçüde arttırmıştır. Krize yakalanan Asya ülkeleri içinde en fazla cari açık veren iki ülke Tayland ve Malezya olmuştur. Tayland'da cari işlemler açığının GSYİH içindeki payı 1993 yılında %5,08 iken, 1995 yılında %8,06'ya, 1996'da %8,1'e yükselmiştir. Malezya'da ise 1993 yılında %4,66 olan bu oran, 1995 yılında %8,43'e yükselmiş, 1996 yılında ise %4,89'a düşmüştür¹⁷³. Cari açığın artması devalüasyon olasılığını arttırarak yabancı yatırımcıları tedirgin etmiştir.

Asya ülkeleri, artan cari işlem açıklarını doğrudan yabancı yatırımlar yerine kısa vadeli dış borçlanma yoluyla finanse etme yoluna gitmiştir. Sabit kur sisteminde ulusal paraların aşırı değerlenmesi, yurt dışından döviz cinsinden borçlanmayı özendiren bir ortam yaratmış ve genellikle devlet güvencesindeki bankalar aracılığıyla alınan dış borçlar, ulusal para cinsinden özel sektöre kredi şeklinde yönlendirilmiş ve bu doğrultuda bir yandan kredi hacmi artarken, diğer yandan bankaların taşıdıkları kur riski ve kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli kredi vermelerinden kaynaklanan vade riski hızla artmıştır. Asya ülkelerinde finansal sistemin, denetim ve düzenlemeye ilişkin gerekli altyapı oluşturulmadan serbestleştirilmesi ve hükümetin garantileri ile desteklenmesi, söz konusu borçlanmaların verimliliği yüksek yatırımlar yerine ticarete konu olmayan gayrimenkul gibi verimliliği düşük yatırımlara yönlendirilmesine yol açmıştır. Yapılan yatırımlardan yeterince kar elde edilememesi ve bankalardan alınan kredileri

¹⁷² Bustelo vd., s.13.

¹⁷³ Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "What Caused The Asian Currency and Financial Crisis? Part I:A Macroeconomic Overview", **NBER Working Paper**, No:6833, December 1998, s.39.

geri ödeyemeyen şirketlerin iflas etmeleri, bankacılık sistemini krize açık bir duruma getirmiştir. Alınan kredilerin verimli yatırımlara yönlendirilememesi de Asya krizinde önemli bir rol oynamıştır¹⁷⁴.

1997 yılının ilk yarısında yatırımcılar, Tayland başta olmak üzere kriz sinyallerinin iyice belirginleştiği ülkelerde, devalüasyon yapılıp yapılmayacağını merak etmeye başlamışlardır. Tayland hükümeti her ne kadar devalüasyona gerek olmadığını söylese de, gittikçe artan kuşular ülkeden sermaye çıkışına neden olmuş, faizler yükselmiş ve piyasadaki gerilim artmaya başlamıştır. 2 Temmuz'da Tayland, baskılara dayanamayarak bahtı dalgalanmaya bırakmıştır. Bu durum bölgedeki diğer ülkelerin paralarına karşı spekülasyon hareketleri arttırmış ve bahttaki değer kaybını Malezya, Endonezya ve Filipinler'deki devalüasyonlar izlemiştir¹⁷⁵.

Finansal kriz yaşayan beş Asya ülkesine yönelik net sermaye girişleri 1994 yılında 40,5 milyar dolar iken, finansal kriz öncesi 1996 yılında 93 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Ancak yaşanan krizin etkisiyle 1997 yılında bu ülkelere 12 milyar dolar tutarında net sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle, bu ülkelere yönelik sermaye akımlarında (1996 yılındaki 93 milyar dolarlık net girişten, 1997'deki 12 milyar dolarlık net çıkışa) 105 milyar dolarlık büyük bir dalgalanma meydana gelmiştir¹⁷⁶.

3. Rusya Krizi (1998)

1991 yılında, Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte Rusya Federasyonu'nda demokrasi ve serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim süreci başlamıştır. Geçiş süreci boyunca önemli ekonomik reformlar gerçekleştirilmiş olmakla birlikte, ekonomik sistem sağlıklı bir yapıya kavuşturulamamıştır. 1992-1998 döneminde, yurtiçi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret serbestleştirilmiş, Rus parası rublenin değeri piyasa mekanizması içinde

¹⁷⁴ Kansu, s.151; Turagay, s.1-2.

¹⁷⁵ Krugman, Currency..., s.14.

¹⁷⁶ Steven Radelet and Jeffrey D. Sachs, "The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects", **Brookings Papers on Economic Activity**, No:1, 1998(b), s.2.

belirlenmeye başlamış ve devlete ait işletmelerin büyük çoğunluğu özel sektöre devredilmiştir. Ancak Rusya'daki kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, bütçe gelirlerinin düşüklüğü ve finansal yapının zayıf oluşu önemli sorunlar oluşturmuştur¹⁷⁷.

1992 yılından itibaren uygulanan politikalar sayesinde dış ticaretin serbestleştirilmesinde ve enflasyon oranının düşürülmesinde sağlanan başarılarla karşın ekonomide üretimin azalması ve yüksek bütçe açığının finansmanında karşılaşılan zorluklar sorun olmaya devam etmiştir. Rusya'da reel GSYİH 1991 yılından sonra ilk defa 1997 yılında % 0,8 oranında artış göstermiştir. Ekonomik büyümenin sağlanamamış olması, halkın giderek yoksullaşmasına yol açmış ve reformlara karşı direnci artırmıştır. 1992-1998 döneminde, bütçe harcama kalemlerinde yapılan ciddi kısıtlamalara rağmen finansman açığı devam etmiş ve GSYİH'nın % 7-9'u kadar bir bütçe açığı söz konusu olmuştur¹⁷⁸.

Rusya'nın kriz öncesi dönemde, 140 milyar dolar civarında dış borç ve 70 milyar dolar civarında hazine bonusu olmak üzere toplam 210 milyar dolar civarında borcu bulunmaktaydı. Toplam borcun GSYİH'ya oranı %42'ler seviyesindeydi. Aslında, borç stoku diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek olmayıp, sorun kısa vadeli borçların yüksek olmasından kaynaklanmaktaydı. Ayrıca bono stokunun yaklaşık 20 milyar dolarlık kısmı yabancı yatırımcıların elindeydi. 1997 yılında Asya'da ortaya çıkan kriz dikkatleri Rusya gibi ekonomik sorunlarla karşı karşıya olan ülkelere çevirmiştir. Bu bağlamda, GSYİH'nın %8,2'si oranında bütçe açığı ve kısa vadeli borçların yüksekliği Rusya'ya yönelik kaygıları artırmıştır. Rusya'da borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklar, verimli yatırımlar yerine maaş ve ücretler gibi cari harcamaların finansmanında kullanılmıştır. Ayrıca, vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılamamış, sağlam bütçe kaynaklarının oluşturulamamış olması, yabancı yatırımcılarda Rusya'daki riskin giderek büyüdüğü kaygısını doğurmuştur¹⁷⁹.

¹⁷⁷ DPT, "Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri", DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf> (07.08.2007), s.1.

¹⁷⁸ Gazi Bilgin, "Rusya Krizinin Orta Asya Türk Cumhuriyetlerine Etkisi", **Dış Ticaret Dergisi**, Ocak 2002, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/Rusya.doc> (07.08.2007), s.1-2.

¹⁷⁹ DPT, Rusya Krizi..., s.3-4.

Vergi gelirlerinin arttırılamaması hükümeti iç borçlanmaya yöneltmiş ve devlet kağıtlarının yıllık getirileri diğer ülkelere göre yüksek olduğundan (%23-30), yabancı sermaye akımları özellikle Meksika krizi sonrasında Rusya'ya yönelmiştir. Rusya finans kurumları da dışarıdan döviz cinsinden borçlanarak portföylerindeki devlet kağıtlarını arttırmışlardır. Rusya'da sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur politikalarının teşvik ettiği sermaye girişleri, 1997 yılının ortalarında tersine dönerek ülkeden çıkmaya başlamıştır. Bunun en önemli sebebi ise, Asya krizi ve petrol fiyatlarının düşmesi sonucu Rusya'nın ihracat gelirlerinin azalması ve bu durumun ödemeler dengesinde baskı yaratmasıdır. Ocak 1998'den itibaren yabancı yatırımcılar, hem kamu kağıtlarını hem de ruble satışlarını arttırmışlardır. Rusya'ya yönelik sermaye akımları içinde en fazla paya sahip olan portföy yatırımları, krizin etkisiyle 1998 yılında %64 oranında azalmış, 1999 yılında ise negatife dönmüştür. Toplam sermaye akımları ise kriz sonucunda %183 oranında azalarak, 1999 yılında eksi 2,2 milyar dolara düşmüştür.

Rusya, Temmuz 1998'de IMF'den 4,8 milyar dolar yardım almasına rağmen bu yeterli olmamış ve ekonomide yaşanan bu olumsuz gelişmeler üzerine Rus hükümeti, Ağustos 1998'de bazı önlemler almak zorunda kalmıştır. Bu bağlamda, 17 Ağustos 1998'de, daha önce Amerikan doları karşısında 5,27-7,13 olan rublenin dalgalanma bandının, 1998 yılı sonuna kadar 6,0-9,5 olacağını açıklamış ve dış borçların ödenmesi konusunda 90 günlük moratoryum ilan etmiştir. Ayrıca kamu borçlarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin bir plan uygulamaya konulmuş ve yabancıların 1 yıldan kısa vadeli finansal yatırım yapmaları da yasaklanmıştır¹⁸⁰. Rusya'da krizin etkisi 1999 yılı ortalarına kadar devam etmiştir.

4. Brezilya Krizi (1999)

Türkiye gibi, uzun bir dönem enflasyon sorunları yaşamış bir ülke olan Brezilya, 1980'li yıllardan itibaren başarısızlıklarla sonuçlanan çok sayıda istikrar programından sonra Temmuz 1994'de "Real Plan"ı uygulamaya koymuştur. Bu plan

¹⁸⁰ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2001-47, İstanbul, 2001, s.40-41; Bilgin, s.1-2, Delice ve Tutar, s.282.

çerçevesinde, Temmuz 1994’de Brezilya hükümeti yeni para birimi reali tedavüle çıkarmış ve realin değerini Amerikan dolarına sabitlemiştir. Real Plan ile, enflasyonu 1994 yılındaki %2700’lü düzeylerden, 1998 yılında %1,3 düzeyine indirmeyi başaran, daraltıcı politikalar ile birlikte 1994-1997 döneminde yılda ortalama %4’lük büyüme hızına ulaşan, gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile GOÜ’lere model olarak gösterilen ve yakın zamana kadar uluslararası sermayenin hızla aktığı Brezilya’da 1999 yılında ortaya çıkan finansal kriz herkesi şaşırtmıştır. Ancak politik kaygılar nedeniyle bütçe disiplini sağlayamayan ve finansman açığını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışan her ülke için böyle bir sonucun kaçınılmaz olduğu da bir gerçektir¹⁸¹.

Brezilya krizin ilk şokunu, Rusya krizinin oluşturduğu panik ile 1998 Ağustos ayını izleyen üç ay içinde 30 milyar dolara yakın sermaye kaçıışı ile yaşamıştır. 1998 yılında Rusya’nın krize girmesi ile Brezilya reali spekülasyon saldırılara maruz kalmıştır. Realin değerinin korunabilmesi için faiz oranları yükseltilmiş, faiz oranlarının yükselmesi ise bütçe açıklarını aşırı derecede arttırmıştır. Realin, dolara sabitlenmesi ve yüksek yurtiçi faizlerin de etkisiyle aşırı değerlenmesi ise devalüasyon beklentilerine neden olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmelere ek olarak 7 Ocak 1999’da, Brezilya’nın eyaletlerinden birisinin, merkezi hükümete olan 15 milyar dolarlık borcunu ödemeyeceğini açıklaması, real üzerindeki baskıları arttırarak krizi başlatmıştır. Real üzerindeki baskıların artması karşısında, 13 Ocak 1999’da real %8 oranında devalüe edilmiştir. Yapılan devalüasyonun piyasaları yatıştırmada yetersiz kalması nedeniyle, spekülasyon saldırılar devam etmiş ve bunun üzerine 15 Ocak 1999’da Brezilya Merkez Bankası, döviz kuruna müdahalelerden vazgeçerek, reali dalgalanmaya bırakmıştır¹⁸².

Brezilya krizinde de spekülasyonun etkilerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen bu ülkesine de artan oranlı bir yabancı sermaye akımı olmuş, daha sonra da bu sermaye hızla geri çekilmiştir. Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında öncelikle, Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkili olmuş ve uluslararası kısa vadeli sermaye, GOÜ’lerden çekilmeye başlamıştır. Rusya krizini

¹⁸¹ Yay vd., s.41; Akdiş, 2000, s.89.

¹⁸² Akdiş, 2000, s.89; Krugman, 2001, s.157-159.

izleyen 3 ayda yaklaşık 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğrayan Brezilya, daha sonraki günlerde de günde yaklaşık 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışına uğramıştır. Global finansal piyasalarda günde yaklaşık 1,5-2 trilyon dolarlık işlem gerçekleştiği dikkate alındığında, bir ülkenin ekonomi politikasına güvensizlik oluşması durumunda çok yüksek miktarda rezervler bile piyasaları korumakta yetersiz kalabilmektedir. Brezilya'da da kısa vadeli sermayenin ülkeden kaçışı rezervlerle dengelenmek istenmesine rağmen durdurulamamış ve kriz yaygınlık kazanmıştır¹⁸³.

5. Arjantin Krizi (2001)

Arjantin, 2001 yılı sonuna kadar uyguladığı ve 2001 krizinin koşullarını oluşturan iktisat politikalarını Mart 1991'de uygulamaya konulan Konvertibilite Programı ile başlatmıştır. Programın uygulamaya konulduğu sırada, Arjantin uzun yıllardır süregelen hiperenflasyonla yaşamaktaydı. Bu nedenle, programın öncelikli hedefi enflasyonist süreci kırmak ve parasal istikrarı sağlamak şeklinde belirlenmiştir. Enflasyonist süreci kırmak için seçilen araç ise, para kurulu sistemi olarak belirlenmiştir. Para kuruluna dayalı istikrar programı çerçevesinde, Arjantin pesosu bire bir parite ile Amerikan dolarına sabitlenmiş (1\$ = 1 Peso) ve ülkedeki para miktarının ancak ülkeye giren döviz miktarına bağlı olarak arttırılabileceği ilkesi benimsenmiştir. Ayrıca, Merkez Bankasının kamuya kredi açması yasaklanmış ve yapısal reformlar ile özelleştirmeye hız verilmiştir¹⁸⁴.

Arjantin'deki konvertibilite planının en büyük başarısı fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Programın ilk iki yılında hiperenflasyon süreci denetim altına alınmış, sonraki yıllarda ise enflasyon tek haneli rakamlara inmiştir. Enflasyonda sağlanan başarıların dışında, Arjantin kısa bir süre içinde geniş çaplı bir özelleştirme programı uygulamaya koymuş ve bu süreçte, kamu hizmetleri ve kamu iktisadi kuruluşları büyük ölçüde özelleştirilmiştir. 1991-1996 döneminde özelleştirmeden elde edilen toplam gelirler 14,2 milyar dolara ulaşmıştır. Makroekonomik istikrarın sağlanması, geniş çaplı özelleştirme uygulamaları ve aynı zamanda ABD'ye göre daha yüksek

¹⁸³ Akdiş, 2000, s.90-91.

¹⁸⁴ Alpan İnan, "Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:42, 2002, s.57-58.

faiz oranları, Arjantin ekonomisine yabancı sermaye girişlerinin artmasını sağlamıştır. Para kurulu uygulaması ise riskin azaltılması ve sermaye girişinin sağlanması sürecine olumlu yönde katkıda bulunmuştur. Programın uygulanmaya başlandığı ilk iki yılda Arjantin ekonomisine toplam 15 milyar dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Geniş çaplı sermaye girişleri doğal olarak Arjantin ekonomisinin büyüme sürecine olumlu yönde katkıda bulunmuştur. Ancak, büyümenin, ekonominin rekabet gücünün artmasından çok dış kaynak girişine bağlı olarak gerçekleşmesi, büyüme dinamiğinin oldukça istikrarsız ve kırılgan bir yapı sergilemesine neden olarak krize ortam hazırlamıştır¹⁸⁵. Arjantin’de özelleştirmeden elde edilen gelirler, mali ve cari dengesizliklerin düzeltilmesi açısından faydalı olmakla birlikte, 1990’ların ortalarında Arjantin’de özelleştirilebilecek tüm varlıklar tükendiğinden, özelleştirme gelirleri, hükümet için süreklilik gösteren bir gelir kaynağı olamamıştır. Özelleştirme programının belli bir doyum noktasına ulaşması ile Arjantin için önemli miktarda uzun vadeli doğrudan yabancı yatırım çekme olanağı büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. Böyle bir durumda sermaye girişinin canlılığını koruyabilmek için giderek daha büyük boyutlarda ve oldukça değişken bir yapıya sahip olan portföy yatırımlarına başvurmak gereği ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, dolar üzerinden çıkarılan Arjantin tahvillerinde yaşanan yoğun satışlar portföy yatırımlarını arttırmıştır. Ayrıca, özelleştirme gelirleri olmadan kamu kesimi dengesinin sağlanması da giderek olanaksız hale gelmiş ve kamu kesiminin sürekli açık vermesi sonucu artan finansman gereksiniminin portföy yatırımlarıyla karşılanması Arjantin’in iç ve dış borç yükünü arttırmıştır¹⁸⁶.

1997 yılındaki Asya krizinden, ilk zamanlarda komşularından daha az etkilenmiş görünen Arjantin, 1998 yılında Rusya’nın moratoryum ilan etmesi ve 1999 yılında Brezilya’nın finansal krize girerek devalüasyon yapması sonucunda

¹⁸⁵ Ziya Öniş, “Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, Ekim 2002, <http://home.ku.edu.tr/~zoniş/fall02/neoliberalsinirPDF.pdf> , (13.08.2007), s.5-8; DTM, “Arjantin ve Türkiye Ekonomik Krizleri”, DTM Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://www.dtm.gov.tr/dtadmin/upload/EAD/KonjonkturIzlemeDb/arjantin.doc>, (13.08.2007), s.3.

¹⁸⁶ Öniş, s.8-9; İnan, s.60.

sürekli olarak kendini tekrarlayan bir kriz sarmalı içine girmiştir. Peso üzerindeki kısıtlamaların devam ettiği bir ortamda, 1999 yılında Brezilya realinin değer kaybetmesi, Arjantin'in ihracatının komşusuna göre daha pahalı olmasına neden olarak, Arjantin'in temel ticaret ortağı olan Brezilya karşısında önemli bir rekabet gücü kaybına uğramasına yol açmıştır. Ayrıca, 1990'ların sonlarında Amerikan dolarının değerlenmesi de, aynı zamanda pesonun değerlenmesi ile eş anlamda olduğundan, Arjantin'in ihraç ürünlerine olan dış talebin azalmasına neden olmuştur. Düşük ihracat gelirleri, ülkenin dolar üzerinden olan borçlarını çevirebilmek için gerekli olan döviz girişini büyük ölçüde sekteye uğratmıştır¹⁸⁷. Finansal krize giren diğer ülkeler, devalüasyon yaparak ya da ulusal paralarını dalgalanmaya bırakarak krizden çıkmak için gerekli adımları atarken, Arjantin'de para kurulunun varlığı nedeniyle ekonominin katı yapısı, yeni durumlara uyum sağlayamamış ve gerekli olduğu durumlarda devalüasyon yapılması engellendiğinden peso aşırı değerli hale gelmiştir. Özellikle 1990'ların sonlarında ABD dolarının değer kazanması ve 1999'da Brezilya'nın devalüasyon yapması, pesonun değer kazanmasına neden olarak, krizin ortaya çıkmasına yol açan önemli etkenlerden birisi olmuştur¹⁸⁸.

Arjantin'de, uygulanan konvertibilite programı çerçevesinde, 1990'ların ortasına kadar ekonomide görülen iyimser tablonun oldukça zayıf temeller üzerine kurulduğu dikkati çekmektedir. Bu dönemde gözlenen yüksek büyüme, büyük çapta dış borçlanma ve özelleştirme gelirleri tarafından finanse edildiğinden, talep ağırlıklı ve aslında yapay bir büyüme sürecinin yaşandığına işaret etmektedir. Arjantin pesosunun dolara endeksli olması sonucu aşırı değerlenmesi, ithalat kaynaklı tüketimin artmasına neden olmuştur. İhracatın aynı ölçülerde artış göstermediği bir ortamda, ithalatın hızla artması, dış ticaret dengesinin bozulmasına neden olarak cari işlemler açığını arttırmıştır. 1990 yılında 5 milyar dolar fazla veren cari işlemler dengesi, 1992'de 6,7 milyar dolar, 1994'te ise 10,2 milyar dolar açık vermiştir. Arjantin hükümeti ise oluşan bu açıkları, dolar üzerinden çıkardığı devlet tahvilleri ile sermaye girişini özendirmeye çalışarak kapatmaya çalışmış ve bu çaba IMF

¹⁸⁷ Öniş, s.7-10; DTM, Arjantin ve Türkiye..., s.4.

¹⁸⁸ IMF, "The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002", **IMF Independent Evaluation Office Issues Paper**, July 2003, <http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/arg/070403.pdf> (15.08.2007), s.5; DTM, Arjantin ve Türkiye..., s.4.

yönetimince de desteklenerek ek kredi verilmiştir. Fakat Brezilya krizi sonrası özel sermaye girişi daha da zayıflamış ve ekonomik dengesizlik gittikçe artmıştır¹⁸⁹.

Pesonun değerlenmesine bağlı olarak ihracatın hızla azalması özellikle küçük ve orta boy işletmeleri oldukça zor durumda bırakmıştır. Rekabet güçleri azalan üreticiler, ücretleri ödeyemez duruma gelmişler ve birçok işletme iflas etmiş, bazıları da küçülme yoluna gitmiştir. 1999 yılında işsizlik artmış, ekonomik büyüme negatife dönmüş ve yabancı yatırımcılar alacaklarının ödenmesi konusunda endişelenmeye başlamışlardır. Milli gelirin azalması, vergi gelirlerinin artışı ve dolayısıyla kamu finansman dengesini de olumsuz yönde etkilemiştir. Makroekonomik dengelerin gittikçe bozulduğu bir konjonktürde, Arjantin'in borç sorunu önemli bir şekilde hissedilmeye başlamıştır. Dış borç alımında ve cari hesaplardaki açığın finanse edilmesinde daha çok dolar üzerinden çıkarılmış olan tahvillerin kullanılması, borç tuzağı ile sonuçlanmıştır¹⁹⁰.

2001 yılı ortalarında Arjantin'in borçlarını ödeyemeyebileceği korkusuyla piyasalar çok yüksek faiz talep eder hale gelmiş, faizlerin geldiği düzeyler, borç ödemelerinin durmasına neden olmuştur. Borçların ve döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği konusunda oluşan kuşkular, 2001 yılının ilk yarısında yabancı sermayenin ülkeden çıkmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, 2001 yılında portföy yatırımı kaynaklı, net 9,5 milyar dolarlık, "diğer yatırımlar" kaynaklı olarak ise net 5,4 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu çıkışlar, krizin etkisiyle 2002 yılında da devam etmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, uluslararası rezervler 2001 yılının ilk yedi ayında yaklaşık %40 oranında azalmıştır. Yurtiçi kredi piyasasından borçlanma olanağı kalmamış ve fon transferini önlemek için hükümet, vadesi gelen bonolarını ve kısa dönem borçlarını yüksek faiz oranlı yeni uzun dönem araçlarla takas etmeye başlamıştır. Bu başarısız girişimlerden sonuç alınamaması üzerine, kamu harcamalarını azaltmak için maaşlar ile emeklilik fonlarında %13'e varan

¹⁸⁹ Gökçe Aysu, "Karanlığa Giden Yolda Arjantin: Nasıl Bu Hale Geldi? IMF Ne Kadar Suçlu?", **Ekonomik Dergisi**, (Boğaziçi Üniversitesi İşletme ve Ekonomi Kulübü), Sayı:4, Mayıs 2003, <http://www.buik.net/subcommittee/ekonomik/showarticle.asp?aid=189> (13.08.2007), s.2; Öniş, s.9.

¹⁹⁰ Öniş, s.10-11; DTM, Arjantin ve Türkiye..., s.4.

oranlarda kesintiler yapılmaya başlanmıştır. Ancak, bu karar sosyal protestolar ve direnişle karşılaşmış ve bu da krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır.

Krizin derinleşmesi, pesonun devalüe edileceği söylentilerini iyice güçlendirince hükümet, halkın pesolarını dolara çevirmelerini önlemek amacıyla banka mevduatlarının geri çekilmesini sınırlandırmaya başlamış ve bu durum yeni sosyal protestolara sebep olmuştur. Bu gelişmeler karşısında, Arjantin pesosu, 6 Ocak 2002 tarihinde %29 oranında devalüe edilmiş ve hükümet, dış ticaret ve sermaye hareketlerinde resmi kuru 1dolar = 1,4 peso olarak belirlemiştir. Lüks malların ithalatı, turizm ve diğer işlemler de ise piyasa kurlarının geçerli olması kararlaştırılmıştır. 11 Şubat 2002 tarihinde ise ikili döviz kuru sisteminden vazgeçilerek peso dalgalanmaya bırakılmıştır ¹⁹¹. Sonuç olarak para kurulu sisteminin varlığı ve bunun sebep olduğu makroekonomik zayıflıklar Arjantin’de yaşanan krizin en önemli nedeni olarak görülmektedir.

IV. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN DENETİMİ

1980’li yıllarda, tasarruf oranlarının yetersiz olduğu GOÜ’ler, kaynak sıkıntılarını giderebilmenin temel yöntemi olarak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini benimsemiş ve bu yönde önemli mevzuat değişiklikleri yaparak finansal piyasalarını serbest hale getirmişlerdir. Bu süreçte IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar da sermaye hareketlerinin serbestleşmesini istikrar programlarının temel unsurlarından birisi olarak benimsemiş ve GOÜ’lere bu yönde telkinlerde bulunmuşlardır. GOÜ’ler sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda sağlayacakları ek kaynak ile büyümelerini finanse etmeyi ve var olan sermaye yetersizliklerini gidermeyi amaçlamışlar ve kısa vadede başarılı olmuşlardır. Ancak, yapısal sorunlarını çözmeden ve istikrarlı bir büyüme ortamına sahip olmadan serbestleşmeye giden birçok ülkede yaşanan kötü deneyimler sonucunda, sermaye hareketleri daha çok olumsuz yönleriyle anılmaya başlanmış ve sermaye

¹⁹¹ Aysu, s.3; Delice ve Tutar, s.279; DTM, Arjantin ve Türkiye..., s.4-8.

hareketlerinin yasaklanmasından denetimine kadar birçok görüş gündeme gelmiştir¹⁹².

GOÜ'lerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının başarısızlığa uğraması, serbestleşme yazınında sermaye akımlarına karşı daha dikkatli bir yaklaşımın doğmasına yol açmıştır. Nitekim finansal serbestleşme kuramının kurucularından McKinnon (1995), yaşanan kötü deneyimlerden sonra, başarılı bir finansal serbestleşme uygulaması için geçici bazı düzenleme ve denetimlere ihtiyaç olduğunu belirtmiştir. Bu çerçevede, sermaye hareketlerinin zararlı etkilerinin azaltılması, dış borçlanmalara uzun vadeli bir nitelik kazandırılması, ticari bankaların tabi oldukları düzenlemelerin yeniden ele alınması ve uluslararası yatırımcıların kitlesel hareketlerine karşı daha dikkatli olunması gibi konuları tartışmaya başlamıştır¹⁹³.

A. Sermaye Denetimlerinin Nedenleri ve Etkileri

Sermaye denetimleri, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini, yönünü, niteliğini veya zamanlamasını değiştirmeye yönelik resmi düzenlemelerdir¹⁹⁴. Sermaye denetimlerinin nedenleri ve sonuçları üzerinde iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Sermaye denetimlerine olumlu yaklaşan iktisatçılara göre bir ülke, eğer spekülâtif bir saldırı ya da panik nedeniyle dış ödemelerinde bir bunalımla karşılaşır ve standart politikalar bu durumdan çıkmak için etkisiz kalırsa, ekonomiyi istikrara kavuşturmak için sermaye denetimlerine başvurulabilir. Malezya ve Şili örnekleri, ekonomik krizlerin spekülâtif sermaye akımlarıyla derinleştiği durumlarda sermaye denetimlerinin makroekonomik dengeler üzerinde olumlu etkiler yaratabileceğini göstererek sermaye denetimi yanlısı görüşlere destek sağlamıştır.

¹⁹² M.Ferhat Emil ve M. Tuğrul Vehbi, "Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği", **Hazine Dergisi**, Sayı:15, Mayıs-Aralık 2002, s.61.

¹⁹³ Delice, 2000(a), s.333.

¹⁹⁴ Hasan Vergil, "Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:3, Sayı:1, 2002, s.20.

Sermaye denetimleri ile ilgili ikinci görüş ise daha çok uzun vadeli sonuçlar üzerinde durmakta ve sermaye denetimlerinin uzun vadede, ülkeye yabancı sermaye girişlerini caydırıcı bir rol oynayarak ülkenin uzun dönemli büyüme performansını olumsuz yönde etkileyeceğini öne sürmektedir. Bu görüşü savunanlar, sermaye denetimlerinin yapısal reformların yapılmasını geciktirerek ya da engelleyerek ülkedeki çarpık ekonomik yapının sürmesine ve yolsuzlukların artmasına yol açabileceği kaygısını dile getirmektedirler. Ayrıca, sermaye denetimlerinin, günümüzde oldukça çeşitlenen ve kullanımı artan finansal araçlar nedeniyle etkin olarak uygulanamayacağını belirtenler de bulunmaktadır¹⁹⁵. Ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlama ve denetim getirmelerinin nedenleri genel olarak şu şekilde sıralanabilir¹⁹⁶:

- 1) Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi.
- 2) Yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlarda kullanılmasını sağlamak ve yabancıların yurtiçi üretim faktörlerine sahip olmalarını sınırlamak.
- 3) Yurtiçi finansal aktifler, gelir ve servet üzerinden kamu yetkililerine vergileme olanağı sağlamak.
- 4) Yurtdışına çıkabilecek sermaye akımlarını önlemek.
- 5) Yurtiçi ekonomik dengeleri uluslararası faiz ve kur dalgalanmalarından yani dış şoklardan korumak.

B. Sermaye Denetimlerinin Tarihçesi

Modern sermaye denetimleri, I. Dünya Savaşı'na katılan ülkeler tarafından savaş harcamalarını finanse etmek için gerekli vergi tabanını sağlamak amacıyla kullanılmıştır. Sermaye denetimleri savaştan sonra ortadan kalkmaya başlamış ancak 1929'daki Büyük Buhran ile tekrar geri gelmiştir. Bu yıllarda amaç, sermaye kaçışı olmadan bu ülkelerin durgunluktan çıkabilmelerini sağlamak olmuştur¹⁹⁷.

¹⁹⁵ Ankara Sanayi Odası, "Malezya Sermaye Kontrolleri", **ASOMEDYA Dergisi**, Ağustos 2001, <http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedya/agustos2001-ft.html#buyutec> (17.10.2006).

¹⁹⁶ Uzunoğlu vd., s.40.

¹⁹⁷ Christopher J. Neely, "An Introduction To Capital Controls", **Review**, November-December 1999, s. 13.

I. Dünya Savaşı sırasındaki olağanüstü koşullara özgü denetimler sayılmazsa, barış zamanında geniş ve yoğun sermaye denetimlerinin uygulanmasını başlatan olay, 1929 uluslararası finansal krizi olmuş ve o yıl birçok Avrupa ve Latin Amerika ülkesi döviz denetimi uygulamıştır. Öte yandan 1930'lu ve 1940'lı yıllarda yaşanan yoğun döviz ve sermaye denetimlerinin fikir babası ya da baş savunucusu, sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde yarattığı gereksiz hasar ve bağımsız iktisat politikaları yürütebilmek gerekçeleriyle, Keynes olmuştur. Kıta Avrupası'nda sermaye hareketlerinin denetiminde başrol oynayan ülke ise Almanya olmuştur. Almanya'da 1929 uluslararası finansal krizi ile birlikte geçici bir önlem olarak uygulamaya konulan döviz denetimleri, Nazi Almanya'sının ekonomi yönetiminin temel politika araçlarından birisi olmuş ve Nazi sonrası dönemde de süreklilik kazanarak yaklaşık 30 yıl varlığını sürdürmüştür. Almanya ile ticari ilişkileri olan birçok Avrupa ülkesi de kendi ihracatlarını korumak için çeşitli sınırlamalara başvurmuşlardır.

Kısacası, I. Dünya Savaşı, Büyük Dünya Bunalımı ve II. Dünya savaşı gibi olağanüstü durumlarda uygulamaya konulan sermaye denetimleri, son savaşın ardından gerek Doğu Bloku Ülkelerinde gerek birçok Batı Avrupa ülkesinde merkezi iktisadi planlamanın popüler olması ile birlikte, iktisadi politikanın temel araçlarından birisi olmuştur. Savaş sonrası uluslararası para sistemi 1944 yılında Bretton Woods Sistemi ile oluşturulmuş ve Dünya Bankası uzun dönem sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşırken, IMF üye ülkeler arasındaki finansal işlemleri düzenleme görevi üstlenmiştir. 44 ülke dalgalı döviz kurunun istikrarsızlık kaynağı olduğu ve uluslararası ticarete zarar vereceği düşüncesi ile sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemini benimsemiştir¹⁹⁸.

Bretton Woods Konferansı'ndaki IMF antlaşması, açıkça sermaye denetimlerine izin vermektedir. Antlaşmada, eğer gerekliyse, üye ülkelerin uluslararası finansal akımları düzenlemek amacıyla sermaye denetimlerini kullanabilecekleri belirtilmekle birlikte, hiçbir ülkenin bu denetimleri cari

¹⁹⁸ Yay, s.18.

işlemlerdeki ödemeleri kısıtlamak ya da taahhüt edilen fon ödemelerinin transferini erteleyecek şekilde kullanamayacakları vurgulanmaktaydı. Bretton Woods dönemindeki sabit kur sisteminde pek çok ülke ödemeler bilançosu sorunlarını aşabilmek amacıyla sermaye denetimlerini uygulamışlardır. Ancak 1970'lerin ilk yıllarında Bretton Woods sisteminin dağılmasıyla birlikte, sermaye denetimlerinin yol açtığı maliyet ve bozulmalar, gelişmiş ülkelerde bu denetimlerin kademeli olarak kaldırılmasına yol açmış ve serbestleşme hareketleri yaygınlaşmıştır.¹⁹⁹

Bu bağlamda, sermaye denetimlerini ilk olarak 1973'de Kanada, Almanya ve İsviçre kaldırılmış ve bu ülkeleri 1974 yılında ABD, 1979'da İngiltere, 1980'de Japonya, 1990'da Fransa ve İtalya, 1992'de ise İspanya ve Portekiz izlemiştir²⁰⁰. Örneğin 1974 yılında pek çok sınırlamayı ortadan kaldırarak finansal serbestleşmeye yönelik adımlar atan ABD'de, banka faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran sınırlar gevşetilmiş ve sadece yetki aldığı eyalette bankacılık yapabilme zorunluluğu getiren bölgesel bankacılık düzenlemelerinden ulusal bankacılığa geçilmiştir. İngiltere ise 26 Ekim 1986'da yürürlüğe koyduğu "Bing Bang" olarak bilinen kararlarıyla Londra Borsasını uluslararası işlemlere açmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tümüne sahip olabildiğini olanaklı kılmıştır²⁰¹. 1980 ve 1990'larda, gelişmiş ülkeleri izleyerek, GOÜ'ler de sermaye denetimlerini kaldırmaya başlamışlardır. Bugün gerek miktar gerekse çeşitlilik olarak, sermaye denetimleri önemli derecede azalmış olmakla birlikte, bazı ülkelerin hükümet politikalarında yer almaktadır²⁰².

C. Sermaye Denetimlerinin Türleri

Sermaye denetimleri doğrudan (idari) denetimler ve dolaylı (piyasa temelli) denetimler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

¹⁹⁹ Neely, s. 13.

²⁰⁰ Somçağ, s.155.

²⁰¹ Eroğlu, s.20.

²⁰² Vergil, s. 20.

1. Doğrudan (İdari) Denetimler

Doğrudan denetimler; açıkça belirlenen miktar kısıtlamaları ya da onay koşulu koymak yoluyla sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. İdari denetimler, ilgili ülkelerin sınır ötesi finansal işlemlerinin hacmini etkilemeyi amaçlamaktadır. Bu tür denetimlerin temel özelliği, sermaye akımlarının denetimi için bankacılık kesimine idari yükümlülükler getirmesidir²⁰³. Bu tür denetimler, genellikle ani sermaye çıkışlarından dolayı, döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Doğrudan denetimlerin yaptırım gücü, dolaylı denetimlere göre çok daha fazladır.

1990'lı yıllarda birçok GOÜ, uluslararası sermaye akımlarındaki aşırı dalgalanmaların etkilerini azaltmak amacıyla çeşitli kısıtlamalar uygulamışlardır. Örneğin Şili'de yabancı portföy yatırımcılarından paralarını en az bir yıl ülkede tutmaları istenmiştir. Kolombiya, yabancı yatırımcıları, daha az likit olan doğrudan yatırımlara yöneltirken, yurtiçi tahvil piyasalarına girmelerini yasaklamıştır. Endonezya ise, özel işletmelerin yurt dışından borçlanmalarını yavaşlatmak için sıraya girme sistemini gündeme getirmiştir²⁰⁴.

2. Dolaylı (Piyasa Temelli) Denetimler

Dolaylı denetimler, sermaye hareketlerini daha maliyetli duruma getirerek caydırmayı amaçlamaktadır. Bu tür denetimler; ikili ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilendirilmesi (Tobin vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemlerden oluşmaktadır. Dolaylı denetimler, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlemin hacmini etkileyebilmektedir.

İkili ya da çoklu döviz kuru sistemlerinde ticaret ve sermaye işlemleri için farklı döviz kurları uygulanır. Yetkililer, ticari işlemlerde döviz kurlarını sabit

²⁰³ Akira Ariyoshi vd., "Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization", **IMF Occasional Paper**, No:190, 2000, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/> (25.11.2006), s.7.

²⁰⁴ Esen, 1997, s.41.

tutmaya çalışırken, finansal işlemlerde ise kurun dalgalanmasına izin vermektedir. Bu sistemde, genellikle yüksek kısa vadeli faiz oranlarının yurtiçi yerleşikler üzerinde büyük bir yük oluşturduğu durumlarda parasal yetkililer, finansal kuruluşların spekülâtif amaçlı krediler vermesini yasaklayarak, yurtiçi piyasayı bölümlere ayırmaktadır. Ticaret akımlarına dayalı olarak yapılan döviz işlemleri ve doğrudan yabancı yatırımlar bu sınırlamanın dışında tutulmaktadır. Esas olarak, ikili piyasa, yurtiçi piyasada yerli kredi gereksinimi olan spekülâtörlerin maliyetini yükseltirken, spekülâtif olmayan kredi talebinin normal piyasa fiyatından karşılanmasını sağlamaktadır. İkili sistemde, aynı zamanda aşırı sermaye girişlerinin cari işlemler döviz kurunu olumsuz etkilemesi önlenmeye çalışılmaktadır. Bu tür sistemler sermaye işlemlerinin hem miktarını hem de fiyatını etkilemeyi amaçlamaktadır. İdari denetimlerde olduğu gibi, bunlar da belirli kurallara uymayı zorlayarak, cari işlemler ve sermaye işlemlerini ayırmak için, yerleşiklerin döviz kuru işlemleri ile yerleşik olmayanların yerli para işlemlerinin yönetimi anlamına gelmektedir. Bu sisteme yöneltilen temel eleştiri, bu uygulamanın bireyleri dolambaçlı yollardan bu engellerden kaçmaya yöneltmesidir²⁰⁵.

Sınır ötesi akımların açıkça vergilendirilmesi ise, yerleşiklerin yabancı finansal aktif, yerleşik olmayanların ise yerli finansal aktif tutmalarının çekiciliğini ve elde ettikleri getiriyi sınırlamayı ve böylece getiri oranlarının düşürülmesi ya da maliyetlerin arttırılması ile bu yatırımların caydırılmasını amaçlamaktadır.

Sermaye denetimleri, sermayenin dolaylı yoldan vergilendirilmesi yoluyla da yapılabilmektedir. Sınır ötesi akımların dolaylı vergilendirilmesi, faizsiz zorunlu rezerv/mevduat karşılığı ayrılması yöntemiyle en çok başvurulan piyasa temelli sermaye denetimlerinden birisidir. Bu uygulamada, banka ya da banka dışı kurumların kendi hesaplarındaki sermaye girişlerinin ya da yabancı para net pozisyonlarının belirli bir oranını, yerli para ya da döviz cinsinden, merkez bankasına faizsiz mevduat olarak yatırmaları şart koşulmaktadır. Kazançsız rezerv zorunluluğu olarak adlandırılan bu uygulamanın amacı, kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yayarak ülkeyi spekülâtif sermayenin zararlarından korumaktır.

²⁰⁵ Arıyoshi vd., s.7; Esen, 1997, s.41.

Diğer dolaylı düzenleme ve denetimler, para piyasası ve bankacılık sistemine ilişkin fiyat ve miktar temelli önlemler olup, işlem ve yatırımcılar arasında farklılaştırmayı amaçlamaktadır. Bu tür denetimler, yerleşik ve yerleşik olmayanların durumlarını farklılaştırmak için ticari bankaların yabancı para pozisyonlarına ya da açık pozisyonlarına konulan limitleri, dışarıdan borçlanabilmek için kuruluşların belirli rating koşullarını sağlamaları gerektiğini ifade etmektedir²⁰⁶.

3. Küresel Düzeyde Sermaye Denetimi: Tobin Vergisi

Uluslararası finansal sistem küresel olduğundan, uluslararası sermaye akımlarına karşı getirilecek en iyi çözümden küresel nitelikte olmalıdır. Bugünkü uluslararası finansal sistem içinde, tek bir ülkede uygulanan sermaye denetimlerini hem uzun süre uygulamak güç olmakta hem de yönetsel olarak maliyetli olabilmektedir. Bu durum ülkelerin bireysel olarak sermaye denetimleri uygulayamayacakları anlamına gelmemekle birlikte, küresel düzeyde uygulanacak sermaye denetimlerinin amaca ulaşmak bakımından daha etkin olacağını söylemek mümkündür. Küresel düzeyde işbirliğine dayalı denetimlerden en önemlisi, Tobin vergisi olarak bilinen, döviz işlemlerinden alınacak vergidir²⁰⁷. Günümüzde hacmi gittikçe artan finansal sermaye hareketlerinin finansal krizlerin tetikleyicisi haline gelmesi, James Tobin'in 1972 yılında gündeme getirdiği dolaylı vergi önerisinin, çekici bir alternatif olarak giderek daha fazla tartışılmasına neden olmaktadır.

Tobin vergisinin kökleri Keynes'in bu konudaki düşüncelerine kadar uzanmaktadır. Keynes 1936 yılında, finansal piyasalarda uygulanacak işlem vergilerinin kısa vadeli spekülasyonu engelleme ve uzun vadeli yatırımları özendirme konusundaki potansiyel rolüne dikkat çekmiştir. Keynes'e göre, hisse senedi piyasasında uygulanacak böyle bir vergi, sadece amacı kısa vadeli alım-satım karı elde etmek olanları etkileyecek, temel göstergelere bakarak yatırım yapanları ise etkilemeyecektir²⁰⁸.

²⁰⁶ Arıyoshi vd., s.7.

²⁰⁷ Esen,1997, s.40.

²⁰⁸ Fatih Saraçoğlu ve Özgür Şahan, "Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **Sayıştay Dergisi**, Sayı:55, Ekim-Aralık 2004, s.72.

James Tobin, 1978 yılında, dış ticaret ve uzun dönemli yatırımları olumsuz yönde etkilemeksizin, sadece kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerini önlemek amacıyla uluslararası düzeyde tüm döviz işlemlerini kapsayacak genel bir verginin uygulanmasını önermiştir. Tobin vergisi, esas olarak, uluslararası ölçekte krizlerin durdurulmasını değil, spekülasyon saldırıları besleyen kitlesel sermaye hareketleri ve bunların aşırı dalgalanmasını azaltarak, gelecekteki finansal krizleri önlemeyi amaçlamaktadır²⁰⁹.

Tobin'in kendi deyişiyile, "fazla yağlanmış olan uluslararası döviz spekülasyonu çarkının dişlileri arasına bir miktar kum serpilmesi" olarak ifade edilen Tobin vergisi, spot döviz alım satım işlemleri üzerine getirilen sabit fakat düşük oranlı ad valorem bir vergidir. Tobin ilk çalışmalarında vergi oranının %0,1 ile %0,5 arasında olmasını önermiş, daha sonra vergi oranının %1'e kadar çıkabileceğini belirtmiştir. Ancak Tobin'in son önerdiği oran %0,2'dir²¹⁰.

Günlük yaklaşık 2 trilyon dolar civarında olan döviz değişimlerinin %0,1 gibi çok düşük oranda vergilendirilmesi durumunda bile, her değişim işleminde bu vergi alınacağından insanların sık değişim yapmaktan kaçınacakları öngörülmüştür. Tobin'in önerdiği oranlar uzun vadeli yatırımlarda çok küçük bir maliyet oluşturacak, ancak saatlik, günlük ve haftalık döviz hareketlerinde önemli bir yük getirecek ve döviz kaybı riski doğuracaktır. Bu yönüyle de, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde caydırıcı bir etkide bulunurken, uzun vadeli sermaye hareketlerinde engelleyici bir etki oluşturmayacaktır²¹¹.

Tobin vergisi, döviz kuru istikrarsızlıklarının en önemli kaynağı olan spekülasyonları, daha pahalı hale getirip caydırarak döviz kuru dalgalanmalarını azaltması yanında Dünya Bankası, IMF, UNESCO gibi uluslararası örgütlere

²⁰⁹ Sayım Işık, **Para Finans ve Kriz**, Akçağ Yayınları, Ankara, 2004, s.290-291.

²¹⁰ Celali Yılmaz, "Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi", **Geleneksel Finans Sempozyumu 2004 Bildirileri CD'si**, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, 27-28 Mayıs, İstanbul, 2004, s.183-190.

²¹¹ Muhammed Akdiş, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:6, Sayı:36, Mayıs-Haziran 2004, <http://maksis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>, (21.09.2006), s.9.

faaliyetlerini yürütebilmeleri için aktarılacak önemli miktarda kaynak sağlayabilecektir. Ayrıca, ulusal ekonomileri dışsal şoklara karşı daha dirençli hale getirerek küreselleşme sürecinde elindeki makroekonomik politika araçları giderek azalan hükümetlerin ulusal ekonomi üzerinde politika belirleme olanaklarını arttıracak bir öneridir.

Amaç bu olmasa da tüm ülkeler tarafından uygulanacak olan Tobin vergisinin, kısa vadeli ve özellikle spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerini kısıtlayıcı etkisinin yanı sıra önemli miktarda bir vergi geliri sağlayacağı da belirtilmektedir. İlk önerisinde Tobin, sağlanacak vergi gelirin IMF ya da Dünya Bankası gibi bir kuruluşa ödenmesi gerektiğini savunmuş ancak daha sonraları, vergi gelirin bu uluslararası kuruluşlar ile vergiyi fiilen toplayan ulusal hükümetler arasında paylaşılabilirliğini belirtmiştir. Ancak bu dağıtımın ülkelerin mali durumuna göre orantılı olması gerektiğini; küçük ya da yoksul ülkelerin topladıkları Tobin vergisi gelirin büyük kısmını, hatta tümünü bünyelerinde tutabileceklerini söylemiştir²¹².

Tobin vergisinin temel amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin üzerine düşük oranlı bir vergi koymak suretiyle, bu sermaye hareketlerinde spekülasyonun çekiciliğini azaltarak önlemektir. Verginin amacına ulaşabilmesi için, bütün ülkelerde aynı anda ve aynı oranda uygulanması gerekmektedir. Eğer bazı ülkeler bu vergiyi uygulamaz veya düşük oranda uygularsa, bu durumda finansal sermaye o ülkelere yönelecek ve vergi kendisinden beklenen işlevi yerine getiremeyecektir²¹³.

Tobin vergisinin uygulanacağı işlemlerin neler olduğu en çok tartışılan konulardan birisidir. Prensip olarak verginin sadece spot döviz işlemleri üzerine konulması önerilmiştir. Ancak varolan finansal sistemde çok çeşitli türev araçların bulunması nedeniyle, Tobin vergisinin kapsamı en azından future, opsiyon ve swap işlemlerini kapsayacak kadar genişletilmediği takdirde, bu tür işlemler yoluyla vergiden kaçınma olanakları her zaman söz konusu olabilecektir. Nitekim, son yıllarda türev piyasaların dünya genelinde oldukça hızlı bir gelişim göstermesi, türev

²¹² Yılmaz, s.182,194.

²¹³ Hasan Sabır, "Küreselleşme Sürecinde Ekonomik Kriz ve Tobin Vergisi", **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı: 170, Kasım 2002, s.138.

işlemlerin de vergi kapsamına alınması için önemli bir gerekçe oluşturmaktadır. Ayrıca vergi konulduğunda, vergi kapsamına girmeyen yeni türev ürünler oluşturulabileceği düşüncesi ile verginin kapsamının, ileride ortaya çıkabilecek menkul kıymet veya türev piyasa aracı ürünleri de kapsayacak şekilde genişletilmesi gerekmektedir²¹⁴.

Tobin vergisi önerisi, her ne kadar günümüzde uygulama yönündeki çeşitli engeller (vergi oranının kaç olacağı, uygulama alanının genişliği vb. gibi) sıralanarak bazı çevrelerce kabul görmese de aslında bu tepkinin, verginin uygulanması sırasında karşılaşılabilecek olan teknik sorunlardan çok politik kaygılar sonucu oluştuğu konusunda görüşler mevcuttur. Ancak G-8 ülkelerinde siyasi irade bulunması durumunda bu sorunların çözülmesinin olanaklı olabileceği savunulmaktadır. Bu konudaki en önemli engellerden biri de finans sektörünün dünya çapında vergilendirilmeye karşı gösterdiği dirençtir. IMF'nin, üye ülkelerin tüm sermaye işlemleri için paralarının tam konvertibl yapılmasını istediği bir düzenle, sermaye hareketleri üzerine vergi konulmasını isteyen yaklaşımın birbiriyle çatışması doğaldır²¹⁵.

D. Sermaye Denetimlerine İlişkin Çeşitli Ülke Deneyimleri

Günümüzde bütün ülkeler özellikle de GOÜ'ler sermaye hareketlerinin küresel düzeyde serbestleşmesinin yol açtığı bazı risklerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Risklerin kaynağında ise hacmi gittikçe artan finansal sermaye hareketleri bulunmaktadır. Sermaye hareketlerinin neden olabileceği istikrarsızlıkları önleyebilmek için bazı ülkeler sermaye hareketlerini kısıtlayıcı önlemler uygulamaktadırlar. Her ülke için uygulanabilecek tek bir sermaye denetim önlemi olmadığına göre, farklı ülkeler farklı türde sermaye denetimleri uygulayarak ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerinin neden olabileceği çeşitli risklere karşı korumaya çalışmaktadırlar. Bu bağlamda, bu kısımda, Çin ve Hindistan,

²¹⁴ Akdiş, 2004, s.9.

²¹⁵ Aysel Arıkboğa, "Tobin Vergisi Önerisi", **Maliye Güncesi**, (İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Bölümü Bülteni), Sayı:7, Ekim 2001, s.2.

Malezya ve Şili'nin uyguladığı sermaye denetim önlemlerine ve bunların etkilerine değinilmektedir.

1. Uzun Süreli Yoğun Denetimler: Çin ve Hindistan

Çin ve Hindistan uzun süreli dışa kapalı sermaye hesabı rejimi uygulayan iki ülkedir. Asya Krizi'nde bölgenin birçok ülkesi ciddi durgunluk ve bankacılık sorunları yaşarken, bu iki ülke, krizden fazla etkilenmemeleri ile dikkat çekmiştir. Bu ülkelerin krizden az etkilenmelerinde, sermaye hesaplarının kapalı olması yanında, ekonomilerin büyük ve görel olarak dışa kapalı olması ve güçlü döviz rezervlerine sahip olmaları da rol oynamıştır. Finansal piyasalarının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle her iki ülke de finansal serbestleşmeye yavaş ve kuşku ile yaklaşmışlardır. Bunda, dışa kapalı ve yoğun devlet denetimlerine dayanan geçmişteki iktisadi sistemleri etkili olmuştur. Her iki ülke de piyasa merkezli sermaye denetimlerinden çok, doğrudan ve zorunlu denetimler uygulamışlardır²¹⁶. Kriz sürecinde, sermaye hareketlerini büyük ölçüde serbestleştirmiş GOÜ'lerin gelirleri azalırken, Hindistan %5'i aşan bir oranda, Çin ise %8'e yaklaşan bir oranda büyümüştür. Bu süreç içinde dünyada ekonomik büyüme ve özellikle ticaretteki toplu yavaşlama göz önüne alındığında bu oldukça dikkat çekici bir durumdur.

Malezya ve Şili ise Asya Krizinin yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle, sermaye hareketleri üzerine önemli kısıtlamalar getiren ve birçok iktisatçının beklemediği ölçüde olumlu sonuçlar alan iki ülkedir. Bütün bu örneklerden yola çıkarak, finansal sermaye hareketlerini caydırıcı önlemlerin, krizlerin ortaya çıkmasını önleme veya ortaya çıkan krizlerin olumsuz etkilerini azaltmada büyük önem taşıdığı gittikçe daha geniş kabul görmeye başlamıştır²¹⁷.

²¹⁶ Yay, s.28.

²¹⁷ Hale Balseven ve M.Mustafa Erdoğan, "Mali Krizleri Önlemede Sermaye Kontrolleri: Malezya ve Şili Deneyimlerinden Türkiye İçin Dersler", **2004 Türkiye İktisat Kongresi Gelişme Stratejileri ve Makroekonomik Politikalar Tebliğ Metinleri I**, DPT, Ankara, 2005, s.220.

2. Sermaye Çıkışları Üzerindeki Denetimler: Malezya

Sermaye çıkışları üzerinde iki tip denetim uygulamasına rastlamak olanaklıdır. Birinci tip denetimler krizi “önleyici” nitelikli denetimlerdir. Bu tip denetimler, ülke, önemli bir ödemeler dengesi açığı ile karşı karşıya ise fakat bir devalüasyon krizi yaşanmamış ise uygulanmaktadır. Bu tip önleyici denetimler, yurtdışından gelen fonlara konan vergiler, ikili döviz kuru uygulaması ve fonların ülke dışına transferinin yasaklanması şeklindeki denetimlerdir. Bu tür denetimlerin uygulanmasının arkasında yatan temel düşünce, denetimlerin uluslararası rezervlerin erimesini yavaşlatması, düzeltici politika uygulamalarını gerçekleştirebilmeleri için yetkililere zaman tanınması ve spekülasyonları önlemesidir.

Sermaye çıkışları üzerindeki denetimlerin ikinci türü, “tedavi edici” niteliktedir. Bu durumda krizle karşı karşıya olan ülkenin kısa dönemli sermaye çıkışları üzerine denetim uygulaması ya da var olanları arttırması söz konusudur. Son dönemlerde sermaye çıkışlarına konan ikinci tür denetim, bazı akademik çevreler ve politika yapıcıları tarafından destek görmüştür. Örneğin Krugman (1998) krizle karşı karşıya olan ülkelerin bile sermaye çıkışlarına konan geçici denetimlerden yarar sağlayabileceklerini belirtmektedir. Sermaye çıkışlarına konan sınırlamalar, kriz yaşayan ülkenin finansal sektörünü güçlendirebilmesi için yetkililere ek bir süre vermektedir. Ancak, ekonomi rayına girdikten sonra denetimlerin kaldırılması gerektiği belirtilmektedir²¹⁸.

Sermaye çıkışları üzerine denetim uygulanması aslında genel kabul gören bir uygulama değildir. Bunun nedeni ise denetimlerin, ekonomide yapılması gerekli reformların gecikmesine ve söz konusu piyasaya olan güvenin kaybedilmesine yol açabileceği endişesidir. Ayrıca bu denetimlerin ülkeye giren sermaye akımlarının kesilmesine yol açabileceği gibi, sermayenin ülke dışına çıkmasını durdurmakta da etkisiz kalabileceği savunulmaktadır. Bunların dışında, büyük bir krizle karşılaşıldığında, özel sektörün fonlarını ülke dışına çıkarmanın yollarını arayarak

²¹⁸ Sebastian Edwards, “How Effective Are Capital Controls”, **NBER Working Paper**, No: 7413, November 1999, <http://www.nber.org/papers/w7413.pdf> (20.02.2007), s.6-8.

denetimlerden kaçmaya çalıştığı, bunun da denetimlerin etkinliğini azalttığı öne sürülmektedir²¹⁹.

Asya Krizi'nden en çok etkilenen üç ülke olan Tayland, Güney Kore ve Endonezya, finansal krizi aşmak için IMF tarafından oluşturulan ve desteklenen programları uygulamak zorunda kalmışlardır. IMF'nin sağladığı finansal yardımlara karşılık, bu ülkeler, döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmayı, faiz oranlarını arttırmayı, maliye politikalarını daraltmayı, finansal piyasalarını yabancılara açmayı, sorunlu banka ve finans kurumlarını kapatmayı ve diğer alanlardaki yapısal reformları gerçekleştirmeyi taahhüt etmişlerdir²²⁰. Malezya ise, 1997 yazında patlak veren Asya Krizi'ne tepki olarak başlangıçta IMF programlarına benzer bir politika izlemiştir. Ancak kısa bir süre sonra, bu politikaların sonuç vermemesi nedeniyle 1 Eylül 1998'de Malezya hükümeti, IMF politikalarından tümüyle farklı olarak, sermaye akımları ve kur işlemleri üzerinde geniş kapsamlı sıkı denetimler uygulamaya başlamıştır.

Geçici olarak uygulanması düşünülen bu denetimlerin hedefi, kısa dönemli, spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerini sınırlandırmaya yönelik olup, uzun vadeli finansal yatırımlar ile doğrudan yabancı yatırımları kapsam dışında tutarak, bu tür faydalı yatırımların sürmesini sağlamak olmuştur²²¹. Bu doğrultuda, ulusal para birimi Ringgit, 3.80 Amerikan Dolarına sabitlenmiştir. Kıyı bankalarında (off-shore hesaplarda) Ringgit cinsinden tutulan tüm mevduatların bir ay içerisinde ülkeye getirilmesi ve yabancılara da Ringgit cinsinden gelirlerinin dövize çevrilebilmesi için 12 ay bekleme zorunluluğu getirilmiştir. Beş ay sonra bu uygulama, bekleme zorunluluğu yerine vergi alımına dönüştürülmüştür. Bu önlemlerin yanı sıra, Malezya vatandaşlarının yurt dışına sermaye transfer etmesine sıkı sınırlamalar getirilmiş ve yabancı portföy yatırımlarının on iki ay süreyle ülkeye girişi durdurulmuştur. Ayrıca, sıkı para politikasından vazgeçilerek faizlerde indirim gidilmiştir. Ringgite karşı spekülasyon girişimleri engellemek için Ringgit cinsinden

²¹⁹ Balseven ve Erdoğan, s.224-225; Edwards, 1999, s.6.

²²⁰ Ethan Kaplan, Dani Rodrik, "Did The Malaysian Capital Controls Work?", **NBER Working Paper**, No: 8142, February 2001, <http://www.nber.org/papers/w8142.pdf> (25.12.2006), s.1.

²²¹ Gözde Işık, "Finansal Krize Karşı Politika Tepkileri: IMF Programlarına Alternatif Olarak Sermaye Kontrolleri", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:18, Sayı:209, Ağustos 2003, s. 12.

yapılan tüm işlemlerin yetkili yerli kurumlar tarafından yapılması zorunluluğu getirilmiştir²²². Şubat 1999'da, sermaye hareketlerine uygulanan doğrudan denetimler yerini yabancı şirketlerin kar transferleri üzerine getirilen yeni bir vergiye bırakmıştır.

Malezya'nın uyguladığı bu denetimler sonucunda, yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları yatırımları geri çekmeleri ve yerleşiklerin de yurt dışında yatırım yapmaları zorlaştırıldığından, net sermaye çıkışları sınırlandırılmış ve spekülasyon döviz hareketleri büyük ölçüde azaltılarak döviz kuru istikrarlı hale gelmiştir²²³.

3. Sermaye Girişleri Üzerindeki Denetimler: Şili

Sermaye girişleri üzerindeki denetimler, özellikle karmaşık mali denetim sistemleri uygulayacak kapasiteleri olmayan GOÜ'lerde, finansal sermaye girişlerinin neden olabileceği aşırı oynaklık gibi olumsuz etkileri azaltarak, uzun dönemli yatırımları özendirme gibi olumlu etkileri arttırmayı amaçlamaktadır²²⁴. Asya Krizinin olumsuz sonuçlarından sonra, gelecekte ortaya çıkacak finansal krizleri önlemek amacıyla sermaye girişlerine denetim konulması fikri büyük bir destek görmüştür. Sermaye girişlerine konan denetimlerin, GOÜ'leri uluslararası spekülasyon saldırılarından koruması ve aynı zamanda bu ülkelerin bağımsız para politikaları uygulamalarına olanak vermesi beklenmektedir.

Sermaye girişlerine sınırlama koyan ülkelerin bazıları Brezilya, Şili, Kolombiya ve Çek Cumhuriyeti'dir. Ancak ekonomistler tarafından en çok dikkat çeken ülke deneyimi Şili'ninkidir. Şili'nin sermaye girişlerine uyguladığı denetimler, kısa dönemli sermayeyi olumsuz yönde etkilerken, uzun dönemli fonları kendisine çekmeyi başararak ülkenin büyümesine ve istikrara kavuşmasına katkıda bulunmuştur²²⁵. Şili'nin uygulamaya koyduğu piyasa odaklı sermaye denetimlerinin

²²² Balseven ve Erdoğan, s.225; Ankara Sanayi Odası, Malezya Sermaye..., s.8.

²²³ Suvanto vd., s.40.

²²⁴ Balseven ve Erdoğan, s.221.

²²⁵ Edwards, 1999, s.10.

amacı; sermaye girişlerinin daha uzun vadeli olmasını sağlamak, aşırı değerli ulusal paranın değerini düşürmek, Merkez Bankasının bağımsız para politikası sürdürmesini sağlamak ve krizler karşısında, iç piyasanın kırılganlığını azaltmak için kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişini yavaşlatmaktır²²⁶.

Şili, 1990 sonrasında, uzun dönem ve kısa dönem sermaye akımları için farklılaşan şekilde sermaye girişleri üzerinde piyasa bazlı denetimler uygulamıştır. Şili’de uygulanan en önemli sermaye denetim tekniği, kazançsız rezerv/mevduat zorunluluğudur. Şili, 1991 yılında tüm portföy yatırımlarına %20 oranında kazançsız rezerv zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre, ülkede bir yıldan daha az kalacak olan yatırımların bu rezervi ülkede kaldığı süre boyunca, bir yıldan uzun kalanların ise sadece bir yıl boyunca tutacakları karara bağlanmıştır. Haziran 1992’de bu oran %30’a çıkarılmış ve rezervin ekonomide kalış süresi ise paranın çıkış zamanına bakılmaksızın bir yıl olarak belirlenmiştir. Asya krizinin ekonomideki likidite gereksinimini arttırması nedeniyle, Haziran 1998’de zorunlu rezerv oranı %10’a indirilmiş, Kasım ayında da sıfırlanmıştır²²⁷.

Şili’de uygulanan bu denetimlerin, sermaye girişlerin hacmini kısıtlamaktaki etkisi sınırlı ve kısa süreli olmuştur. Ancak uygulanan politikalar, kısa dönemli akımları caydırmak ve sermaye girişlerinin yapısını değiştirmek açısından başarılı olmuştur. Yani ülkeye giren toplam sermaye miktarı azalmamış, uygulanan denetimler sonucunda, kısa vadeli akımlardaki azalma tümüyle uzun vadeli sermaye girişlerindeki artışlarla giderilmiştir. Ülkeye giren toplam sermaye içerisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı %73 iken, bu oran 1998 yılında %3’e düşmüştür. Kısa vadeli sermaye girişlerinin azalması döviz kurunun aşırı değerlenerek cari işlemler dengesini bozmasını ve kurun çökmesine yol açabilecek bir yabancı sermaye kaçışını zorlaştırarak ekonominin kırılganlığını, dolayısıyla da mali kriz riskini azaltmıştır²²⁸.

²²⁶ Suvanto vd., s.39.

²²⁷ Zeynep Ökten ve Mehmet Yıldırım, “Sermaye Hareketleri ve Tobin Vergisi”, **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Ankara, 11-13 Eylül 2006, s.10.

²²⁸ Balseven ve Erdoğan, s.224; Suvanto vd., s.39.

E. Sermaye Denetimlerinin Etkinliği

Sermaye denetimlerinin etkinliği ile ilgili olarak iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Örneğin Rudiger Dornbush, sermaye denetimlerinin krizden çıkış için etkili bir yöntem olmadığını öne sürmektedir. Paul Krugman (1999) ve onun gibi düşünen bazı iktisatçıların savı ise, finansal küreselleşmenin artık haddini aştığı ve sermayenin bu kadar serbest dolaşmasının uluslararası finansal sistemi zayıf, tehlikelere açık ve dengesiz hale getirdiğidir²²⁹. Krugman (1999), parasal birliğe ya da serbest dalgalanmaya uygun olmayan ülkelerin, er ya da geç sermaye akımlarını sınırlandırmak zorunda kalacaklarını söylemektedir. Krugman'inkine paralel görüş savunan bir başka isim, Dünya Bankası eski baş ekonomisti Joseph Stiglitz'e (1999) göre, dalgalanan piyasalar kaçınılmaz bir gerçektir. GOÜ'ler bununla baş etmek ve ekonomilerini istikrara kavuşturacak politikalar üretmek zorundadırlar. Bu tür politikalara örnek olarak da Şili usulü sermaye denetimleri önerilmektedir²³⁰. Yazında genel olarak, sermaye girişleri üzerindeki denetimlerin, sermaye çıkışı üzerinde konan denetimlere göre daha etkin olduğu ileri sürülmektedir.

Sermaye denetimlerinin amacı, ülkelerin makroekonomik politika oluşturmalarında bağımsız olmalarını sağlamak ve aşırı şekilde oynaklığa yol açtığı düşünülen sermaye akımlarından ülkeleri korumaktır. Yazında sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalara karşı üç temel itiraz bulunmaktadır. Bunlar; etkin olmama, kısıtlamaların maliyetinin yüksek olması ve olası bir panik durumunda ekonomiyi tam olarak koruyamamasıdır.

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar dolaylı olarak, bu akımların yasal olarak denetlenebileceğini varsaymaktadır. Ancak sermaye akımlarının denetiminin kolay olmadığını gösteren kanıtlar vardır. Özel sektör, bu tür kısıtlamalardan kurtulmak için çeşitli yollara başvurmaktadır. Örneğin, ticarete fatura düzenlememe, bazı akımları kısıtlamaların dışında gibi göstermek ve rüşveti de içeren yasal olmayan yollar bunlar arasında sayılabilmektedir. Sermaye denetimlerinden kurtulma

²²⁹ Işık, Finansal Krize Karşı..., s.11

²³⁰ Edwards, 1999, s.1.

abaları aynı zamanda finansal türev arauların da artmasına yol açmıştır. Konu ile ilgili yapılan çalışmalar, özel sektörün sermaye denetimlerinden kaçmak amacıyla birtakım yöntemler geliştirmesinin, denetimlerin etkinliğini azalttığını ileri srmektedir²³¹.

IMF de, genel anlamda sermaye hareketlerine getirilecek denetimlerin maliyetinin yüksek olduğunu ve ekonomileri etkinlikten uzaklaştıracadığını düşünmektedir. Ancak ard arda yaşanan krizlerden sonra, makroekonomik yapının ve finansal sektörün güçsüz olduğu ekonomilerde sermaye hareketlerini tümüyle serbestleştirmenin bazı tehlikeleri olduğunu da kabul etmektedir. Bu bağlamda IMF, makroekonomik yapı ve finansal sektör güçlenene kadar piyasaya dayalı denetimlere olumlu yaklaşmaktadır. Piyasaya dayalı denetimler ile vurgulanmak istenen, yabancı sermayeye miktar kısıtlaması getirmek yerine, mesela yabancı mevduat için gerekli karşılık oranının arttırılması ya da bankaların açık pozisyonlarına sınırlamalar getirilmesi şeklindeki uygulamalardır²³².

²³¹ Sveinbjrn Blöndal ve Hans Christiansen, "The Recent Experience With Capital Flows to Emerging Market Economies", **OECD Economic Department Working Paper**, No:211, February, 1999, s.5; Dani Rodrik and Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows", **NBER Working Paper**, No: 7364, September 1999, <http://www.nber.org/papers/w7364.pdf> (12.05.2007), s.24.

²³² Vedat Akman, **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz, Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri**, Rota Yayınları, İstanbul, 1998, s.51-52.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

1980'li yıllarda dünyada yaşanan finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, Türkiye ekonomisinde de finans piyasalarını serbestleştirmeye yönelik politikalar uygulamaya konulmuştur. Türkiye'de 24 Ocak 1980 Kararları ile aşama aşama uygulamaya konulan dışa açılma ve serbestleştirme politikaları, öncelikle dış ticaretin serbestleştirilmesi ile başlamış, 1989 yılında sermaye hareketlerinin önündeki tüm engellerin kaldırılması ile son şeklini almıştır. 1989 yılında alınan 32 sayılı karar sonucu sermaye hareketlerinin tümüyle serbest bırakılması ile Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinde de önemli artışlar yaşanmıştır. Sermaye hareketlerinin hacminde meydana gelen artışlarla birlikte, sermaye giriş ve çıkışlarında yaşanan yüksek hareketlilik, makroekonomik değişkenler üzerinde yaratacağı etkilere bağlı olarak, Türkiye ekonomisini olumlu ve olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, konunun Türkiye açısından incelendiği üçüncü bölümde, finansal serbestleşme sürecinde yaşanan gelişmeler ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ekonomiye giriş çıkışı yoğunluk kazanan sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri ele alınmaktadır.

I. 1980 ÖNCESİ TÜRK FİNANS PİYASALARININ GENEL GÖRÜNÜMÜ

Uluslararası anlamda esas olarak, 1970'li yılların başlarında Bretton Woods sisteminin sona ermesi ile başlayan serbestleşme hareketleri, ilk olarak gelişmiş ülkeler tarafından gerçekleştirilmiş, 1980'li yıllardan itibaren ise GOÜ'ler tarafından da benimsenmiştir. Bu bağlamda Türkiye'nin finansal serbestleşme uygulamaları da 1980'lerin ilk yıllarında başlamıştır.

Türkiye'de, Cumhuriyet döneminin ilk yıllarında finansal sistem, serbest ekonomi anlayışına dayalı bir yapıda, bankacılık sektörünün desteklenmesi ile

geliştirilmeye çalışılmıştır. Ancak, beklenen başarı sağlanamayınca 1930'lerden itibaren devletçilik anlayışına dayalı bir gelişme stratejisi benimsenmiştir. 1950'lerde serbest ekonomi anlayışının tekrar uygulamaya konulmasına çaba gösterilmiş olsa da bu çok uzun sürmemiştir. 1960'lerden itibaren tekrar devletçilik ön plana çıkmış ve beşer yıllık kalkınma planları uygulamaya konulmuştur²³³. Türkiye'de ithal ikamesine yönelik sanayileşme stratejisinin uygulandığı planlı dönemde hızlı bir ekonomik kalkınma sağlanmış olmakla birlikte, sanayileşmenin finansmanında enflasyona yol açan yöntemlerin kullanılması ve geliştirilen sanayinin yüksek enflasyon ortamında sadece yurtiçi tüketime yönelik üretim yapması ve ihracata yönelememesi, 1970'li yılların sonlarında önemli bir döviz darboğazının yaşanmasına neden olmuştur. Ödemeler dengesi ve döviz kıtlığı sorunu nedeniyle, ithalat yapılması zorlaşmış ve ithal ikamesi stratejisi ile kurulan fabrikalar ithal girdi alımlarında sorunlarla karşılaştıklarından eksik kapasite ile çalışmaya başlamışlardır.

Türkiye'de 1970'li yılların sonunda ödemeler dengesi sorunları nedeniyle yaşanmaya başlanan ekonomik durgunluk, sanayinin döviz gereksinimini de karşılayabilecek yeni bir kalkınma stratejisinin belirlenmesi zorunluluğunu ortaya çıkarmıştır. Böylece, 1980 yılında, iç piyasaya yönelik üretimin yapıldığı ithal ikamesine yönelik sanayileşme stratejisi bırakılarak, piyasa ekonomisine dayalı ve dışa açılmayı amaçlayan ihracata yönelik sanayileşme stratejisi benimsenmiştir²³⁴.

Finansal serbestleşme, 1980 yılında kabul edilen ihracata yönelik sanayileşme stratejisine dayalı yapısal uyum programının en önemli kısmını oluşturmaktadır. 1980 öncesi dönemde Türk finans piyasaları birçok kısıtlamalarla baskı altında tutulmuştur. Faiz oranları yönetsel kısıtlamalarla yapay olarak düşük düzeylerde tutulmuş ve fonlar, kamu tarafından öncelikli olarak görülen sektörlerle çeşitli kredi kanalları ile daha düşük faizlerle kullanılmıştır. 1970'li yılların sonlarına doğru artan enflasyon nedeniyle, reel faiz oranları negatif olmaya başlamıştır. Bu durum, şirketleri daha fazla fon kullanmak yönünde özendirilmiş olmakla birlikte, tasarruf sahiplerinin birikimlerini finans sistemine yönlendirmelerini caydırdığından, finans

²³³ Özçam, 1999, s.1.

²³⁴ TBB, **40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi:1958-1997**, TBB Yayın No: 207, İstanbul, Ekim 1998, s.16.

sektörünün reel olarak daralmasına yol açmıştır. Bu dönemde, finansal sisteme bankacılık sektörü egemen olup, ana finansman kaynağı olarak banka kredileri kullanılmıştır. Sermaye piyasası araçları son derece sınırlı olup, sermaye piyasası henüz yeterince gelişmemiştir. Menkul kıymet piyasaları gelişmemiş olduğundan, kamu açıklarının kapatılmasında para basma yoluna gidilmiştir. Ayrıca, sabit kur sisteminin benimsendiği bu dönemde, dış ticaret işlemleri ve sermaye hareketleri de birçok kısıtlamaya tabi tutulmuştur²³⁵.

II. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE YAPILAN REFORMLAR

Türkiye'de dış ticaretin ve finansal sektörün serbestleşme süreci 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar kararları ile başlamıştır. 1980 istikrar önlemleriyle, ihracata yönelik sanayileşme stratejisini desteklemek, ekonominin serbest piyasa ekonomisi kurallarına göre yeniden yapılanmasını sağlamak ve tasarrufların istikrarlı büyüme için gerekli düzeye yükseltilmesini sağlamak amacıyla esnek döviz kuru ve pozitif reel faiz politikası uygulanmaya başlanmış, finansal piyasaların serbestleşmesi ve derinleşmesi ve sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik olarak birçok yasal ve kurumsal düzenleme yapılmıştır²³⁶.

Bu bağlamda 1980 ekonomik istikrar önlemleriyle ilk olarak banka mevduatlarına uygulanan tavan faiz uygulaması kaldırılmış ve pozitif reel faize geçilmiştir. 1981 yılından itibaren sermaye piyasası, dış işlemler ve doğrudan yabancı yatırımlar ile ilgili reformlar artırılarak bunlarla ilgili yasal düzenlemeler yürürlüğe konmuştur. Bu çerçevede, Sermaye Piyasası Kanunu ve yeni bankacılık kanunu hazırlanmış, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ile kısa vadeli fon sağlayan bankalararası para piyasası hizmete girmiş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yeniden açılmış ve hazine bonolarının ihale yolu ile satışına başlanmıştır. Bu serbestleşme çalışmalarının yanında, 1987 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez

²³⁵ Yaman Aşıkoğlu, "Alternative Frameworks of Financial Liberalization and Financial Reform in Turkey", **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, SPK Yayın No: 24, Ankara, 1995(a), s.13.

²³⁶ TBB, 40. Yılında..., s.16.

Bankası (TCMB) API'ye başlamış, 1988 yılında döviz ve efektif piyasası ve 1989 yılında da Altın Piyasası kurulmuştur. Ayrıca Ağustos 1989'da çıkarılan 32 sayılı kararla sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamalar kaldırılmıştır²³⁷.

A. Faiz Oranları Üzerindeki Denetimlerin Kaldırılması

Türkiye'de finansal serbestleşmeye yönelik olarak yapılan ilk düzenleme, 1980 yılında mevduat ve kredi faiz oranlarına uygulanan tavanların kaldırılması şeklinde olmuştur. Bir yandan yatırımları özendirmek, diğer yandan kamunun borçlanma maliyetini azaltmak amacıyla, nominal faiz oranları 1970'li yıllar boyunca devlet tarafından doğrudan denetlenerek düşük düzeylerde tutulmuştur. Ancak 1970'li yılların sonlarına doğru enflasyonun hızla yükselmesi nedeniyle reel faiz oranları negatife dönmüştür. Mevduatın reel getirisinin azalmasına neden olan bu durum, banka mevduatlarını olumsuz yönde etkilediğinden, birikimler bankacılık sisteminden çekilerek fiziki mallara, döviz ve örgütlenmemiş finansal piyasalara yönelmeye başlamış ve bu durum ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenle, 1980 yılında uygulanmaya başlanan istikrar programının kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak, 1980 yılının Temmuz ayında mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faiz oranları üzerindeki devlet denetiminin kaldırılmasıyla amaçlanan, tasarrufları finansal sisteme yönlendirmek ve finansal kuruluşlar arasındaki rekabeti artırarak finansal sektörün derinleşmesini sağlamaktır.

Yurtiçi tasarruf oranlarını arttırabilmek amacıyla uygulanan bu politikanın etkisiyle reel faiz oranları 1981 yılında pozitif düzeye çıkmıştır. Faiz oranlarının serbest bırakılmasından sonra finansal fonlar büyük ölçüde bankacılık sistemine yönelmiştir. 1981 ve 1982 yıllarında toplam mevduatta önemli oranda reel artışlar gözlenmiştir²³⁸. Ancak, bazı büyük bankalar aralarında bir centilmenlik anlaşması imzalayarak, faiz oranlarındaki artışı engellemek için ortak bir faiz oranı belirleme kararı almışlardır. Mevduat faizleri için büyük bankalar tarafından belirlenen bu üst

²³⁷ Yaman Aşkoğlu, "Theories of Financial Liberalization: A Comparative Perspective", **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, SPK Yayın No: 24, Ankara, 1995(b), s.47.

²³⁸ İlker Parasız, **Türkiye Ekonomisi: 1923'den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları Uygulamaları**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998, s.211-212.

değerler, kredi taleplerinin aşırı şekilde artması ve komisyonculardan ve küçük bankalardan gelen rekabetçi baskılar nedeniyle giderek arttırılmıştır. Bu süreç sonunda pek çok komisyoncu ve küçük banka taahhüt ettikleri ödemeleri yerine getiremediklerinden 1982 yılı ortalarında iflas etmiştir.

Bu kurumların batması karşısında hükümet, faiz oranlarında geleceğe yönelik eğilimleri göz önüne alarak yeni düzenlemeler yapmak zorunda kalmıştır. Böylece, hükümetin izin verdiği en büyük dokuz banka mevduat faiz oranlarını belirlemeye yetkili kılınmıştır. Ancak, büyük bankaların, tekrar faiz oranlarını yükseltmekte isteksiz davranmaları üzerine, mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi Aralık 1983'te sadece TCMB'ye verilmiştir. TCMB'nin Haziran 1987'de yayımladığı bir tebliğle bankalara, belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiştir. 12 Ekim 1988'de tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır²³⁹.

İç finansal serbestleşme olarak adlandırılan faiz serbestisi, finansal serbestleşme politikalarının sadece bir bölümünü oluşturmaktadır. Bir ekonomide finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi için faiz serbestisi önemli ancak yetersiz bir adımdır. İç finansal serbestleşmenin dış finansal serbestleşmeye yönelik uygulamalarla paralel gitmesi gerekmektedir. 24 Ocak Kararları'nda da bu paralellik dikkati çekmektedir ve uygulamalar da bu yönde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, finansal serbestleşmenin diğer önemli bir parçası da sabit kur sisteminden piyasa koşullarına göre belirlenen esnek kur sistemine geçmek, bunun devamında da kambiyo denetimlerinin kaldırılarak TL'nin konvertibilitesini sağlamak ve sermaye hareketlerini serbestleştirmektir²⁴⁰.

B. Döviz Kuru Politikasının Değişmesi

Türkiye'de, 1980 yılına kadar ithal ikamesine yönelik sanayileşme stratejisi çerçevesinde sıkı bir kambiyo rejimi uygulanmıştır. Buradaki amaç, büyük çoğunluğu resmi kaynaklardan elde edilen yabancı para cinsinden fonların hükümetler tarafından belirlenen yatırımlara uygun olarak kullanılmasını

²³⁹ TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, TCMB, Ankara, Mayıs 2002, s.12-13.

²⁴⁰ Uzunoğlu vd., s.93-94.

sağlamaktır. Ancak, değişen dünya konjonktürü sonucunda, resmi kaynaklardan elde edilen fonların azalması karşısında Türkiye, ekonomik büyümeyi finanse edecek kaynaklara ihracat ile ulaşmayı hedeflemiş ve bu bağlamda 24 Ocak Kararları ile bir yandan mal piyasalarını ihracata ve rekabete açarken, diğer yandan da bunu sağlayacak finansal altyapıyı oluşturmaya başlamıştır²⁴¹.

Türkiye’de dış ticaret ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesine ilişkin reformların önemli bir adımı da döviz kuru rejiminde yapılan değişiklikler ile atılmıştır. 1980 öncesinde uygulanan sabit döviz kuru rejiminde Türk Lirasının değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre ayarlanmıştır. Ancak, ayarlamalarda oluşan gecikmeler Türk Lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı ölçüde değerlenmesine neden olmuştur. Bu nedenle, 24 Ocak 1980’de uygulamaya konulan istikrar programıyla, ithal ikamesi döneminden kalan aşırı değerli ulusal para uygulaması terk edilerek daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmıştır. Böylece, Türk Lirasının diğer para birimleri karşısındaki değeri önemli oranda düşürülmüş ve kara borsanın varlığını da engelleyen tek bir geçerli kur oluşmuştur. 1 Mayıs 1981’le birlikte TCMB günlük kur ayarlamalarına başlamıştır. Ayrıca, 1982 yılı sonunda ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilmiştir. Bu uygulamanın amacı, yurt dışından ve paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz transferlerini arttırmak ve sermaye kaçışını engellemektir.

Döviz kuru rejimi, 7 Temmuz 1984 tarihli ve 30 sayılı kararnameyle büyük ölçüde serbestleştirilmiştir²⁴². Bu düzenlemelerle ülkede döviz tutmayı ve kullanmayı ve ülkeye döviz getirmeyi engelleyici sınırlamalar kaldırılmış, yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin bankalarda döviz mevduatı tutması serbest bırakılmış, bankaların TCMB tarafından belirlenen günlük kurun alt ve üst sınırları içinde kalmak koşuluyla kendi belirledikleri kurlar üzerinden döviz işlemleri yapabilmelerine olanak tanınmıştır. Ayrıca, yetkili kılınan bankalar, ihracatçı sermaye şirketleri ve yurt içinde yerleşik yatırım şirketlerinin riski kendilerine ait olmak üzere yurt dışından

²⁴¹ Barbaros ve Erol, s.13.

²⁴² TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.11.

kredi kullanmaları serbest hale getirilmiştir²⁴³. Yani yapılan bu düzenlemelerle yurtiçi yerleşiklerin yurt dışından borçlanması ve yabancıların da tasarruflarını Türkiye’de değerlendirmeleri olanaklı kılınmıştır.

C. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurulması

Türkiye’nin finansal serbestleşme sürecinde hedeflerden birisi de Türkiye’de oluşumunu tam olarak tamamlayamamış bir piyasa türü olan sermaye piyasasını kurmak ve işlevsel hale getirmektir. 1980 öncesi dönemde Türkiye’de yatırımların finansmanı için tümüyle para piyasası kaynakları kullanılmıştır. Ancak, serbestleşme süreciyle birlikte Türkiye, özellikle özel sektör yatırımları açısından büyük bir öneme sahip olan sermaye piyasası fonları ile tanışmıştır. Sermaye piyasasında kullanılan fonlar, para piyasası fonlarının tersine uzun vadeli olduğu için, yatırımların finansmanı açısından oldukça önem taşımaktadır²⁴⁴.

Finansal serbestleşme sürecinde, 1981 yılında yürürlüğe konan Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye’de sermaye piyasalarının düzenlenmesi, desteklenmesi ve denetlenmesini; güvenli, saydam ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasaları yoluyla yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasını amaçlamış ve menkul kıymetler piyasalarının gelişimini destekleyen en önemli adımlardan birisi olmuştur. Bu doğrultuda, sermaye piyasalarının koşulları ve işleyiş mekanizması üzerinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olacak şekilde ve Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi olarak 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. Bu tarihten itibaren bankalar ve diğer finans kurumları sermaye piyasasında yürüttükleri aracılık faaliyetlerinde Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve SPK denetimine tabi duruma gelmişlerdir²⁴⁵.

²⁴³ Sinan Sönmez, “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü Mü? Kalkınmanın İtici Gücü Mü?”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt:14, Sayı:49, 2003, s.215.

²⁴⁴ Barbaros ve Erol, s.14.

²⁴⁵ TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.13.

D. Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması

1980'li yıllardan önce kamu açıklarının finansmanı doğrudan TCMB kaynaklarından karşılanmıştır. 1985 yılına kadar hükümetler kamu açıklarını kapatmak için devlet iç borçlanma senetleri ihraç etmek yerine yoğun bir biçimde TCMB'den kısa vadeli avans olanağını kullanmayı tercih etmişlerdir. Kamu açıklarının doğrudan TCMB kaynaklarından finanse edilmemesi için, ilk kez Mayıs 1985'de hükümet kamu açıklarını kapatmak için devlet tahvili ve hazine bonusu ihraç etmeye başlamıştır. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihalelerinin başlamasıyla, Türkiye'de hem kamu finansmanı açısından kullanılabilir ikinci bir yol olan iç borçlanmanın önü açılmış hem de kamu açıklarının TCMB bilançosu üzerindeki olumsuz etkileri bir ölçüde azaltılmıştır²⁴⁶.

Kamunun menkul kıymet ihalelerine başlaması, TCMB'nin API'yi başlatması ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ikincil bono ve tahvil piyasasının oluşturulması için gerekli alt yapıyı hazırlamıştır. Faiz oranları, piyasa koşulları tarafından belirlendiği ve sıfır kredi riskine sahip oldukları için, kamu menkul kıymetleri, finansal ve finansal olmayan kurumlar için cazip bir yatırım aracı olmuştur. Bu ihalelerin getirileri açık arttırmayla belirlendiği ve ihalelerin hacmi de büyük olduğu için belirlenen faiz oranları ekonominin gösterge faiz oranlarından birisi olarak kabul edilmeye ve faiz oranlarının gelecekteki seyri hakkında piyasalara fikir vermeye başlamıştır. 1994 yılında yaşanan finansal krizden sonra Hazine'nin TCMB'den kullandığı kısa vadeli avans miktarı da yıllar içinde kademeli olarak azaltılmaya başlanmış ve 2001 yılında çıkarılan yeni TCMB Kanunu'yla kısa vadeli borç verme uygulaması tümüyle kaldırılmıştır²⁴⁷.

E. Merkez Bankası Bünyesinde Piyasaların Kurulması

1986 yılı, para politikası açısından, bir geçiş döneminin başlangıç yılı olmuştur. 1986 yılı başında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), kamu menkul kıymetleri için bir ikincil piyasa olarak faaliyete başlamıştır. Aynı yıl para

²⁴⁶ Barbaros ve Erol, s.11; TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.14.

²⁴⁷ TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.14.

politikasının işleyişi de değiştirilmiştir. Yeni para politikası rejimi çerçevesinde TCMB'nin temel amacı, bankacılık sisteminin toplam rezervlerini denetlemek suretiyle para arzını denetlemek olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, öncelikli sektörlere otomatik olarak kredi sağlayan reeskont politikası, orta vadeli reeskont kredileri ile sınırlandırılmıştır²⁴⁸. Bunun sonucunda bankaların rezerv gereksinimini, ellerinde rezerv fazlası olan bankalardan sağlamasına olanak tanıyacak bir sistem geliştirilmesi amacıyla, Nisan 1986'da bankalararası para piyasası (interbank) faaliyete başlamıştır. Bankalararası para piyasası, rezerv fazlası ve rezerv gereksinimi olan bankaları karşı karşıya getirerek rezerv yönetimini kolaylaştırmış, ayrıca TCMB'nin bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına olanak sağlamıştır.

1986 yılında finansal piyasalarda görülen en önemli gelişmeler; 2 Nisan 1986'da bankalararası para piyasasının kurulması, İMKB'nin açılması ve SPK'nın izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçlarla, finansal araçların çeşitlendirilmesi olmuştur. bankalararası para piyasasının kurulması TCMB'ye parasal gelişmeleri yakından izleme etme olanağı sağlamıştır. İMKB'nin açılmasının da etkisiyle, ikincil piyasalarda işlem hacmi belirgin bir artış göstermiştir. Bankalararası piyasanın kurulması, finansal araçların çeşitlenmesi ve ikincil piyasaların genişlemesi, TCMB'nin API'ye geçebilmesine ve para politikasının daha etkin bir şekilde yürütülmesine yardımcı olacak gelişmelerdir. Finansal piyasaların gelişmesi ile dolaşıma çıkan paranın nakit gereksinimi bulunan kesimlere yönelmesi mümkün olmaktadır. Böylece, atıl fonlar değerlendirilmekte ve TCMB kaynaklarına olan talep azalmaktadır.

TCMB, 4 Şubat 1987'de API'ye başlamıştır. API, bir para politikası aracı olmakla birlikte, bu işlemler çerçevesinde DİBS'lerin alım satımına konu edilmesi, aynı zamanda devlet tahvilleri için ikincil bir pazar oluşturulmasına ve iç borçlanma politikasının günün koşullarına uygun şekilde yürütülmesine de katkıda

²⁴⁸ İlker Parasız, **İkinci Kuşak Kalkınma Politikaları ve Reformlar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2003, s.126.

bulunmuştur²⁴⁹. Ağustos 1988’de ise TCMB bünyesinde döviz ve efektif piyasaları kurulmuş ve günlük kur belirleme seanslarına başlanmıştır. Döviz ve efektif piyasaları, döviz rezervlerinin daha etkin bir şekilde kullanılmasına olanak sağlayan para politikası araçlarından birisi olarak kabul edilmektedir²⁵⁰.

F. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi

24 Ocak Kararları ile uygulanmaya başlanan ihracata yönelik büyüme stratejisi, başlangıçta makroekonomik göstergeleri olumlu yönde etkileyerek ekonominin performansını arttırmıştır. Ancak 1980 sonrası reform sürecinin 1988’e gelindiğinde ivmesini kaybettiği ve ekonominin bir tıkanma içine girdiği görülmüştür. 1988 yılının makroekonomik verileri ihracata yönelik büyüme politikasının iktisadi sınırlarına ulaşıldığını ve ekonominin bir durgunluğa girdiğini göstermektedir. 1980’li yılların başlarında %4 düzeylerine gerileyen kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSMH içindeki payı, 1980’lerin sonunda yeniden %10’lar düzeyine yükselmiş, buna paralel olarak, 1980’lerin ortasında %30-%40 arasında seyreden enflasyon oranı %60’ın üzerine çıkmış, ekonomik büyüme hızı %2’lere düşmüş ve ihracata yönelik teşviklerde de gerilemeler yaşanmıştır. İzleyen yıllarda artık, Türkiye’de dışa açılım ve serbestleşme öncelikleri reel üretim sektörlerinde değil, finans ve kambiyo hizmetlerini de kapsayacak politika değişiklikleriyle şekillenmiştir. Söz konusu politika değişikliklerinin en önemlisi de 1989 yılında 32 sayılı kararla sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılarak kambiyo rejiminin tümüyle serbestleştirilmesidir²⁵¹.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleşmesi çalışmaları 1980’lerde yürütülen ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlatılmış ve 1989 yılında tamamlanmıştır. 1980 yılından önce sermaye hareketleri Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu çerçevesinde denetlenmekteydi. Türkiye’de kambiyo rejiminin serbestleşme süreci, Aralık 1983 ve Temmuz 1984’te yürürlüğe konan 28

²⁴⁹ Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Çalışma Tebliğleri**, Yayın No:97/4, Ankara, Mart 1997, s.10-14.

²⁵⁰ TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.15.

²⁵¹ Yeldan, 2001, s.39; Yılmaz Akyüz ve Korkut Boratav, “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:17, Sayı:197, Ağustos 2002, s.17.

ve 30 sayılı Kararnamelerle başlatılmıştır. Sermaye hareketlerine kısmen izin veren bu uygulamaların ardından, 11 Ağustos 1989'da yayımlanan 32 sayılı Kararname ile sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamalar kaldırılmıştır. Böylece, sermaye hareketleri tümüyle serbestleştirilmiş ve aynı zamanda YTL'nin konvertibilitesi yönünde büyük bir adım atılmıştır²⁵².

32 sayılı kararname ile getirilen temel düzenlemeler şu şekilde sıralanabilir²⁵³:

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülkeye getirebilirler.
- Yurt dışında yerleşik kişilerin İMKB'de kote edilmiş ve SPK izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymet alımları ve satımları serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla, yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; TCMB tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvillerini satın almaları ve satımları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satımları serbesttir. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da transferinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülkeye transfer edilebilir.
- Yurt dışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin Türk Lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk Lirası ya da döviz olarak transfer etmeleri serbesttir.

²⁵² Parasız, 2003, s.139.

²⁵³ TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.16-17.

- Gayrimenkul satışları üzerideki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer edilmesi serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk Lirası göndermeleri serbesttir.
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

32 sayılı kararname ile getirilen bu düzenlemelerle, sermaye hareketlerinin ülkeye serbestçe giriş-çıkışı için gerekli olan bütün koşullar oluşturulmuş ve böylece 1980’li yılların başında yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesi ile başlayan finansal serbestleşme ve dışa açılma süreci, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılmasıyla tamamlanmıştır.

G. Bankacılık Sektörü İle İlgili Reform ve Düzenlemeler

Finansal piyasaların oldukça büyük bir kısmını oluşturan bankacılık sektörünün Türkiye’deki finansal sistem içinde oldukça önemli bir yeri ve rolü bulunmaktadır. Ekonomide serbest piyasa mekanizmasının işlerlik kazanması ve finansal piyasaların serbestleşmesine yönelik düzenlemeler, bankacılık sistemi üzerinde önemli etkiler meydana getirmiştir. Sektöre yeni yerli/yabancı bankaların girişine izin verilmesi ve mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılması sonucu sektörde rekabet artmıştır. Artan rekabet, klasik bankacılık yerine, bankaların hem kaynak hem de plasman çeşitliliğinin arttığı bir bankacılığın benimsenmesine neden olmuştur. Bu dönemde banka fonlarının bir bölümü sermaye piyasası işlemleri, devlet iç borçlanma senetleri alımı ve döviz işlemlerinde kullanılmıştır.

Döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinin tümüyle serbestleştirilmesiyle birlikte, yurt dışından borçlanmayla sağlanan fonlar bankalar için, mevduat yanında

önemi artan bir kaynak haline gelmiştir. Özellikle 1990'lı yıllarda, döviz tevdiat hesaplarında biriken mevduatın, toplam mevduat içindeki payı büyük ölçüde artmıştır. Bu artışın en önemli nedeni ise, yaşanan sürekli enflasyon nedeniyle ortaya çıkan “ulusal paranın yabancı paralarla ikamesi” olgusu olmuştur²⁵⁴.

1983 yılında Bankalar Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle TCMB bünyesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kurulmuştur. TMSF'nin kurulmasının temel amacı, bankacılık sisteminde arka arkaya gelen iflaslar sonucunda sarsılan kamu güvenini yeniden sağlamak ve mevduat sahiplerini bankacılık krizlerinin olumsuz etkilerinden korumaktır²⁵⁵. Daha sonra TMSF, 1999 yılında yürürlüğe giren Bankacılık Kanunu ile Bağımsız Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından idare edilmeye başlanmıştır. 1994 yılına kadar mevduatın belli bir bölümü sigorta kapsamında iken, 1994 yılında 5 Nisan Kararları ile mevduatta %100 sigorta sistemine geçilmiştir. Bu sistem, Temmuz 2004 tarihi itibarıyla terk edilmiş ve mevduata devlet güvencesinin üst sınırı, 50 milyar TL olarak belirlenmiştir²⁵⁶.

III. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN İÇERİĞİ VE GELİŞİMİ

Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan uzun ve kısa vadeli uluslararası sermaye akımları ödemeler bilançosu içinde sermaye ve finans hesaplarının altında, finans hesabında izlenmektedir. Uluslararası ekonomik işlemlerin bir bölümünü sermaye ithali ve ihracı oluşturmaktadır. Sermaye hareketleri temel olarak, bir ülkenin dış mali varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişimler ve bu değişimlerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir.

²⁵⁴ TBB, 40. Yılında..., s.17.

²⁵⁵ TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.17.

²⁵⁶ Barbaros ve Erol, s.13.

A. Türkiye’de Sermaye Hareketleri Hesabının İçeriği ve Özellikleri

Türkiye’de ödemeler dengesi verileri, IMF tarafından üye ülkelere önerilen kavram, kayıt prensipleri ve sınıflandırmalar çerçevesinde TCMB tarafından derlenmektedir. Ödemeler dengesinin en önemli bölümlerinden birisini oluşturan sermaye hareketleri hesabı da bu bağlamda; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç bölüme ayrılarak incelenmektedir. Diğer yatırımlar kalemi de kendi içerisinde, vadelerine göre uzun ve kısa vadeli yatırımlar olarak ayrılabilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yurt dışına ve yurt içine yapılan yatırımlar olarak; portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketleri varlık ve yükümlülük olarak sınıflandırılırken uzun vadeli sermaye hareketleri kullanım ve geri ödeme olarak izlenmektedir.

Kısaca, menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında ve yurt dışında yerleşiklerin yurt içinde alım satımlarını yaptıkları menkul kıymetler ve yurt dışından tahvil ihracı yoluyla sağlanan borçlanmaları ve geri ödemelerini içermektedir²⁵⁷. Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmı, yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında alım satımını yaptığı menkul kıymetleri kapsamaktadır. Yükümlülükler kısmında ise; yurt dışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse senetleri ve DİBS’leri ile yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanmalar (örneğin Hazine Müsteşarlığının yurt dışında ihraç ettiği eurobondlar) yer almaktadır²⁵⁸.

Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları dışında kalan, diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilançosu finans hesabındaki diğer yatırımlar kalemi altındaki uzun vadeli ticari krediler, TCMB, genel hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin kullandığı uzun vadeli krediler ile TCMB nezdindeki uzun vadeli mevduatlar toplamından oluşmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise, kısa

²⁵⁷ TCMB, Ödemeler Dengesi Metodolojisi..., s.6, 15,16.

²⁵⁸ TCMB, **Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması**, TCMB İstatistik Genel Müd., Ödemeler Dengesi Müd Ankara, s.18.

vadeli ticari krediler, TCMB, genel hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin kullandığı kısa vadeli krediler, TCMB ve bankalar nezdindeki mevduatlar ve diğer yükümlülükler kalemlerinin toplamına yine diğer yatırımlar kalemi altındaki varlıklar kaleminin bakiyesinin eklenmesi ile bulunmaktadır²⁵⁹.

B. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Hacmi ve Gelişimi

32 sayılı kararla Türkiye’de her türlü sermaye hareketi üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmakla birlikte, bu kararla özellikle önü açılan sermaye hareketlerine dikkat çekmekte yarar vardır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları Türkiye’de 1954 yılından beri serbesttir ve teşvik edilmektedir. İthalatçıların yararlandığı kısa vadeli ticari krediler hiçbir zaman kısıtlanmamıştır. Bulunabildiği taktirde, koşulları elverişliyse resmi krediler, tahvil satışı veya bankalarla yapılan sözleşmelerle sağlanan orta-uzun vadeli krediler için de aynı durum söz konusudur. Bu bağlamda 32 sayılı kararla esas olarak önü açılan sermaye hareketleri üçe ayrılabilir: Birincisi, yabancı yatırımcıların YTL ile ifade edilen menkul değerlere, yani borsaya, DİBS’lere ve mevduata yatırım yapmalarınıdır. İkincisi, yerleşiklerin, örneğin bankaların ve firmaların kısa vadeli ve ticari olmayan dış borçlanmasıdır. Üçüncüsü ise yine yerleşiklerin yurt dışındaki menkul değerlere yatırım yapmalarınıdır. Her üç tür sermaye akımı da, Türkiye’deki faiz oranları ile döviz kurundaki beklenen artış hızı arasındaki farka ve yatırımcıların risk algılamalarına bağlıdır²⁶⁰.

1980’lerin sonunda kambiyo denetimlerinin kaldırılarak sermaye hareketlerinin bütünüyle serbestleştirilmesi, Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin hacmini, türlerini ve sonuçlarını önemli ölçüde değiştirmiştir. Bu süreç içerisinde, birbirine bağlı olarak gelişen üç önemli değişimden söz etmek mümkündür. Bunlardan birincisi, sermaye girişlerinin hacminin artmasıdır. İkinci değişim sermaye girişinin resmi kanallardan özel alanlara taşınması ve bu bağlamda vade yapısının ve türünün değişmesidir. Üçüncü değişim ise bu gelişmelerin

²⁵⁹ TCMB, Ödemeler Dengesi Metodolojisi..., s.16-17; İnandım, s.108-109.

²⁶⁰ Korkut Boratav, **Yeni Dünya Düzeni Nereye**, İmge Kitabevi, Ankara, 2000, s.203-204.

sonucunda, ÷lkeye giren uluslararası sermayenin, ekonominin dış dengesizliği ve cari açıklarıyla olan bağlantısı zayıflarken, rezerv birikimlerinin artmasıdır²⁶¹.

Türkiye'nin sermaye hareketlerini serbestleştirmesinin en önemli nedenlerinden birisi, dış tasarrufların ekonomik büyüme yi hızlandıracağı görüşünün politik çekiciliği olmuştur. Ayrıca, hükümetin kamu açıklarını finanse etmede yurt dışı piyasaları kullanmak istemesi de bu kararın alınmasında büyük önem taşımaktadır. Yabancı sermayenin Türkiye'ye çekilebilmesi için gerekli ilk adım olan yasal düzenlemeler yapıldıktan sonra, yüksek reel faizlerin de etkisiyle, Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarında önemli artışlar kaydedilmiřtir²⁶². Bu bağlamda, bu kısımda öncelikle Türkiye'ye yönelik toplam net sermaye hareketlerinin gelişimi incelenecek, daha sonra ise sermaye hareketleri hesabının alt kalemleri itibariyle gösterdiği gelişim analiz edilecektir.

1. Toplam Sermaye Hareketleri

Dünyadaki finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, Türkiye'de de 1980'li yıllardan itibaren aşama aşama uygulamaya konulan serbestleşme politikaları, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılmasıyla son şeklini almıştır. Sermaye hareketlerini serbestleştiren diğer GOÜ'lerde görüldüğü gibi, 1989 yılından itibaren Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri de büyük bir artış göstermiştir. 1980 sonrası dönemde Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin gelişimini incelemek amacıyla Tablo 2 ve Şekil 7, Türkiye'ye yönelik net sermaye hareketlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki paylarını incelemek amacıyla da Şekil 8 düzenlenmiştir.

²⁶¹ Berksoy ve Saltoğlu, s.47.

²⁶² Nurhan Yentürk ve Ahmet Çimenoğlu, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi", **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003, s.83.

Tablo 2: Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

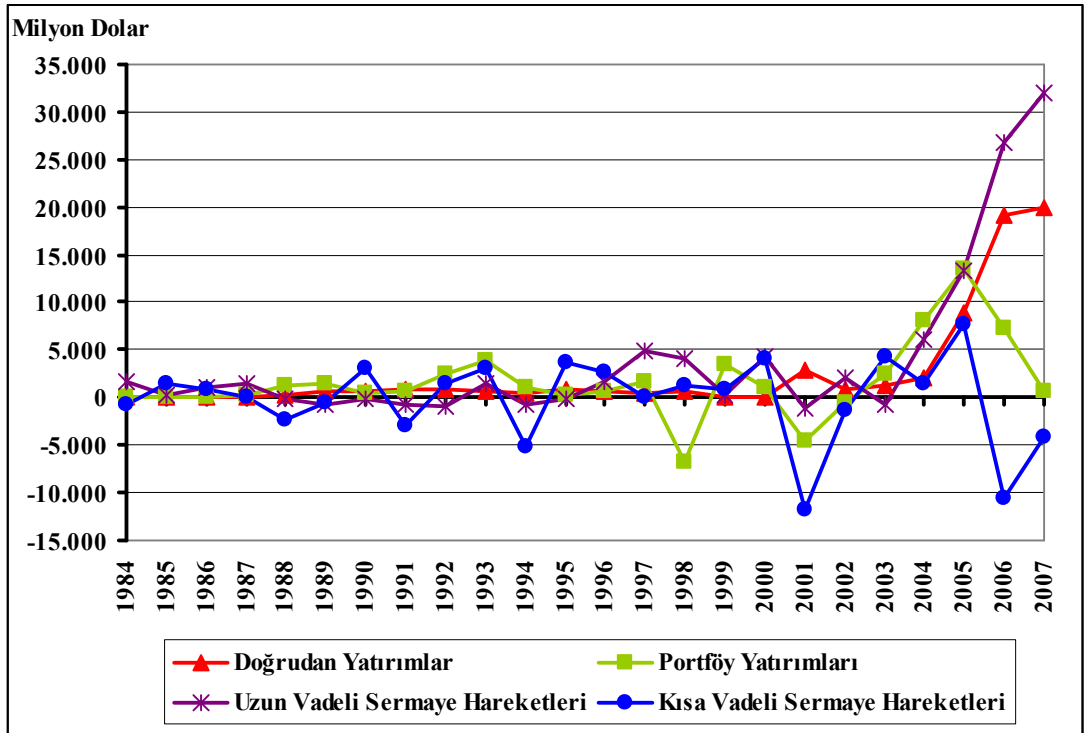
Yıllar	Toplam Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1984	1.075	113	0	1.614	-652
1985	1.741	99	0	163	1.479
1986	2.124	125	146	1.041	812
1987	1.891	106	282	1.453	50
1988	-958	354	1.178	-209	-2.281
1989	780	663	1.386	-685	-584
1990	4.037	700	547	-210	3.000
1991	-2.397	783	623	-783	-3.020
1992	3.648	779	2.411	-938	1.396
1993	8.903	622	3.917	1.370	2.994
1994	-4.257	559	1.158	-784	-5.190
1995	4.565	772	237	-79	3.635
1996	5.483	612	570	1.636	2.665
1997	6.969	554	1.634	4.788	-7
1998	-840	573	-6.711	3.985	1.313
1999	4.829	138	3.429	344	918
2000	9.584	112	1.022	4.276	4.174
2001	-14.557	2.855	-4.515	-1.131	-11.766
2002	1.191	958	-593	2.105	-1.279
2003	7.192	1.252	2.465	-808	4.283
2004	17.730	2.005	8.023	6.165	1.537
2005	43.502	8.967	13.437	13.307	7.791
2006	42.691	19.065	7.373	26.810	-10.557
2007	48.518	19.924	717	32.033	-4.156

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

Tablo 2 ve Şekil 7'den görüleceği gibi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin etkilerinin görülmeye başlandığı 1990 yılından bu yana, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri hem hacim olarak artmış hem de oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. 1989 yılında sadece 780 milyon dolar olan toplam net sermaye girişi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin etkilerinin görülmeye başlandığı 1990'lı yıllardan sonra büyük bir hızla artmış ve 1992 yılında 3,7 milyar dolara, 1996 yılında 5,4 milyar dolara, 2000 yılında 9,6 milyar dolara yükselmiştir. Türkiye'de sermaye akımlarının serbestleştirildiği 1989 yılından sonra; 1991, 1994, 1998 ve 2001 yıllarında sermaye girişlerinin yerini net çıkışlara bıraktığı görülmektedir. 1991 yılında Körfez krizi, 1994'de Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz, 1998 yılında Asya ve Rusya krizlerinin etkisi ve son olarak 2001 yılında Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle Türkiye'den önemli miktarlara ulaşan

sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. 1991 yılında 2,3 milyar dolar, 1994 yılında 4,2 milyar dolar, 1998 yılında 840 milyon dolar ve 2001 yılında ise 14,6 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaşanmıştır. Görüldüğü gibi, ülkemizden en yüksek miktarda sermaye çıkışı, 2000 yılı sonu ve 2001 yılı başında yaşanan ekonomik krizlerin makroekonomik göstergeler ve ekonomik istikrar üzerinde yarattığı tahribat nedeniyle, 2001 yılında gerçekleşmiştir.

Şekil 7: Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri

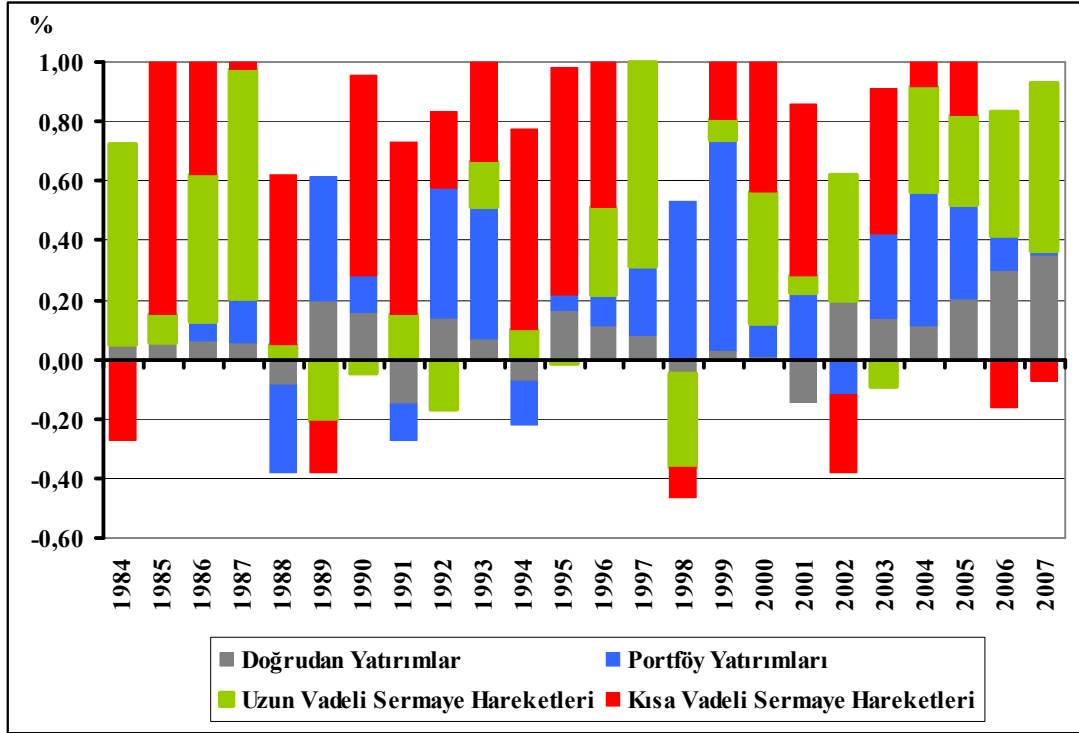


Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

2001 yılında yaşanan ekonomik daralmanın ardından 2002 yılında makroekonomik göstergelerin olumluya dönmeye başlaması ve yeniden ekonomik büyüme sürecine girilmesi ile birlikte, toplam sermaye hareketleri yeniden artış göstermeye başlamıştır. 2003 yılında 7,2 milyar dolar, 2004 yılında 17,8 milyar dolar, 2005 yılında ise 43,5 milyar dolarlık net sermaye girişi gerçekleşmiştir. 2006 yılının Mayıs-Haziran aylarında gerçekleşen küresel dalgalanmanın etkisiyle, portföy yatırımlarında azalma ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde net çıkış yaşanmasına karşın, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan artışlar nedeniyle, 2006 yılında toplam sermaye hareketlerinde meydana gelen azalış

sınırlı bir düzeyde kalarak, yıl sonunda 42,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında ise yükselişini sürdüren sermaye hareketleri, 48,5 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır.

Şekil 8: Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Toplam Sermaye Hareketleri İçindeki Payları (%)



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Türkiye'ye giriş yapan sermayenin bileşimine bakıldığında, 1984-2004 döneminde, genel olarak toplam sermaye girişleri içerisinde doğrudan yabancı yatırımların en az paya sahip olduğu ve sermaye girişlerinin büyük ölçüde portföy yatırımı ile kısa vadeli sermaye akımları şeklinde olduğu dikkati çekmektedir. 2004 yılından sonraki dönemde ise, toplam sermaye akımları içinde doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye akımlarının payı belirgin bir biçimde artarken, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının payı azalmıştır. Özellikle son iki yılda, önemli ölçüde azalan portföy yatırımları ile net çıkış yaşanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki payının azalmasında; 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında Amerikan Merkez Bankası'nın faiz oranlarını arttırması ile fonların gelişmiş ülke piyasalarına yönelmesi, 2007 yılında ise ABD'de yüksek riskli

mortgage piyasasındaki sorunlar nedeniyle uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmaların etkili olduğu söylenebilir.

2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Tablo 2 ve Şekil 7 incelendiğinde, Türkiye’de finansal serbestleşme sonrasında, özellikle 2004 yılına kadar olan dönemde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında zaman içinde artışlar söz konusu olsa da bu artışların, düzensiz ve toplam sermaye hareketleri içerisinde oldukça sınırlı bir düzeyde kaldığı ve bu nedenle de ekonomi açısından önemli bir kaynak yaratmadığı görülmektedir.

2004 yılından sonraki dönemde ise doğrudan yabancı sermaye akımlarında düzenli bir artış eğilimi dikkati çekmektedir. 2004 yılında 2 milyar dolar olan doğrudan yatırımlar, 2005 yılında 4 kattan fazla artış göstererek yaklaşık 9 milyar dolara yükselmiştir. Bu artışta, şirket birleşmeleri ile özelleştirme programından kaynaklanan ödemelerin devam etmesi etkili olmuştur. 2005 yılının ardından 2006 yılında da özelleştirme ve şirket birleşmelerinin devam etmesi nedeniyle 19 milyar dolar tutarında net doğrudan yatırım girişi gerçekleşmiştir. 2006 yılında hız kazanan doğrudan yatırım girişleri, 2007 yılında da yüksek seyrini sürdürerek yaklaşık 20 milyar dolara ulaşmıştır. 2007 yılında gerçekleşen net sermaye akımlarının yaklaşık %41’ini doğrudan yabancı sermaye akımları oluşturmuştur.

Borç yaratmayan sermaye akımı olarak nitelendirilen doğrudan yatırım girişlerindeki yüksek pay, cari işlemler açığının finansmanı ve sürdürülebilirliği açısından oldukça önem taşımaktadır. 2007 yılında doğrudan yatırımlarda en büyük pay, bankacılık sektöründeki satın almaların etkisiyle hizmetler sektöründe olmuştur. Özelleştirme ve şirket birleşmelerinin yanı sıra, yabancıların yurt içinde gayrimenkul alımları da son yıllardaki doğrudan yatırım girişlerinde önemli bir yer tutmaktadır²⁶³.

²⁶³ TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu 2007-IV**, s.20-21; TC Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2007**, s.147.

3. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları Türkiye'ye 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı kararlarla birlikte bu yatırımların hacminde önemli artışlar yaşanmıştır. Tablo 3'e baktığımızda; 1998, 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan sermaye çıkışları dışında, hep pozitif değerler alan portföy yatırımlarının, hisse senetlerinden çok Hazine'nin çıkarmış olduğu borç senetlerine yönelik olduğu dikkati çekmektedir. 1986 yılında ülkemize giren net portföy yatırımları 146 milyon dolar iken, 1989 yılında 1,3 milyar dolara, 1993 yılında ise 3,9 milyar dolara yükselmiştir. 1994 yılında yaşanan kriz sonucunda, özellikle devletin tahvil ihracı yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla birlikte portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalarak 1,2 milyar dolar olmuştur.

Tablo 3: Türkiye'ye Yönelik Net Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)

Yıllar	Portföy Yatırımları	Varlıklar	Yükümlülükler	Hisse Senetleri	Borç Senetleri
1986	146	0	146	0	146
1987	282	-25	307	0	307
1988	1.178	-6	1.184	0	1.184
1989	1.386	-59	1.445	17	1.428
1990	547	-134	681	89	592
1991	623	-91	714	147	567
1992	2.411	-754	3.165	350	2.815
1993	3.917	-563	4.480	570	3.910
1994	1.158	35	1.123	989	134
1995	237	-466	703	195	508
1996	570	-1.380	1.950	191	1.759
1997	1.634	-710	2.344	8	2.336
1998	-6.711	-1.622	-5.089	-518	-4.571
1999	3.429	-759	4.188	428	3.760
2000	1.022	-593	1.615	489	1.126
2001	-4.515	-788	-3.727	-79	-3.648
2002	-593	-2.096	1.503	-16	1.519
2003	2.465	-1.386	3.851	905	2.946
2004	8.023	-1.388	9.411	1.427	7.984
2005	13.437	-1.233	14.670	5.669	9.001
2006	7.373	-4.029	11.402	1.939	9.463
2007	717	-2.063	2.780	5.138	-2.358

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Portföy yatırımlarının en yoğun olarak ülkeyi terk ettiği dönem, Asya ve Rusya Krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu yıl net 6,7 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu miktarlık çıkışın büyük bir kısmı ise 4,5 milyar dolarla yabancıların menkul kıymet portföylerini boşaltmasından kaynaklanmıştır. 1998 yılında yaşanan büyük miktarda çıkışın ardından 1999 yılında 3,4 milyar dolar, 2000 yılında ise 1 milyar dolar civarında net portföy yatırımı girişi gerçekleşmiştir. 2001 yılında ülkemizde yaşanan finansal krizin etkisiyle gerçekleşen 4,5 milyar dolarlık sermaye çıkışının yaklaşık 3,7 milyar dolarlık kısmı, yabancıların menkul kıymet satışından kaynaklanmıştır. 2002 yılında ekonomide yaşanan istikrarsızlığın kısmen devam etmesi nedeniyle 593 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaşanmıştır²⁶⁴.

2003-2005 döneminde portföy yatırımlarında önemli artışlar kaydedilmiştir. Portföy yatırımı olarak 2003 yılında 2,5 milyar dolar, 2004 yılında 8 milyar dolar ve 2005 yılında da 13,4 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarında meydana gelen bu artışta, makroekonomik istikrarın ve güvenilir bir yatırım ortamının sağlanması etkili olmuştur²⁶⁵. 2006 yılı Mart ayında ABD Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırması ve faiz artışlarının süreceği beklentisi, gelişmekte olan piyasalardan çıkış yönlü bir hareketin başlamasına neden olmuştur. Uluslararası finans piyasalarındaki bu gelişmelerden ilk aşamada Türkiye’de etkilenmiş ve 2006 yılının ikinci çeyreğinde portföy yatırımlarında çıkışlar gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde 900 milyon dolar tutarında DİBS alan yabancılar, Mayıs ve Haziran aylarında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucu ikinci çeyrekte 4,2 milyar dolar tutarında DİBS satışı gerçekleştirmişlerdir.

2006 yılı Mayıs-Haziran döneminde meydana gelen küresel dalgalanmanın etkisiyle, döviz kuru ve faizlerde yaşanan artışlara bağlı olarak enflasyonun yükselmeye başlaması nedeniyle TCMB tarafından parasal sıkılaştırmaya yönelik bazı önlemler alınmıştır. Bu çerçevede, sermaye çıkışlarını önlemek amacıyla, yapılan yasa değişikliği ile yabancıların DİBS’lerinden elde ettikleri kazançlar üzerindeki stopaj vergisi kaldırılmış, yurtiçi yerleşikler için ise stopaj oranı %15’den

²⁶⁴ Kar ve Kara, 2003, s.8.

²⁶⁵ TC Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2006**, s.147.

%10'a düşürülmüştür. Likiditeyi daraltan para politikası önlemleri ve vergisel değişikliğin de etkisiyle finansal piyasalardaki hareketliliğin ortadan kalkmasıyla, 2006 yılının üçüncü çeyreğinden başlayarak portföy yatırımı kaynaklı sermaye girişi yeniden başlamıştır²⁶⁶. Ancak, 2006 yılı genelinde yabancıların hisse senedine yönelik yatırımlarının 5,7 milyar dolardan yaklaşık 2 milyar dolar düzeyine gerilemesi ve Türkiye'de yerleşiklerin yurt dışına yaptıkları portföy yatırımlarında 4 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmesi nedeniyle, yabancıların DİBS'lerine yönelik portföy yatırımlarının sürmesine karşın, 2006 yılında portföy yatırımları, bir önceki yıla göre 6 milyar dolar civarında azalarak 7,3 milyar dolara gerilemiştir.

ABD'de ipotekli konut finansmanı piyasalarında yaşanan sorunlara bağlı olarak, 2007 yılının ikinci yarısında küresel likidite koşulları bozulmaya başlamış ve küresel dalgalanmanın etkisiyle, 2007 yılı Ağustos ayında yabancı yatırımcıların Türkiye'deki menkul kıymetlerini satmaları sonucunda, portföy yatırımlarının sermaye hareketleri içindeki payı önemli ölçüde azalmıştır²⁶⁷. 2007 yılında 2,3 milyar dolarlık menkul kıymet satışı yapan yabancı yatırımcılar, 5.1 milyar dolarlık hisse senedi almışlardır. Bu dönemde, 5.1 milyar dolarlık hisse senedi alımı, portföy yatırımlarının daha da gerilemesini engelleyici bir rol oynamıştır. Ayrıca, yurtiçi yerleşiklerin 2 milyar dolarlık sermaye çıkışı da portföy yatırımlarının, 2007 yılında büyük bir düşüş göstererek 717 milyon dolara gerilemesinde etkili olmuştur. Görüldüğü gibi, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları, doğrudan yatırımlara göre oldukça dalgalı bir seyir izlemekte ve gerek uluslararası global finansal piyasalarda gerekse yurtiçinde ortaya çıkabilecek herhangi bir istikrarsızlıktan oldukça fazla etkilenmektedir.

4. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

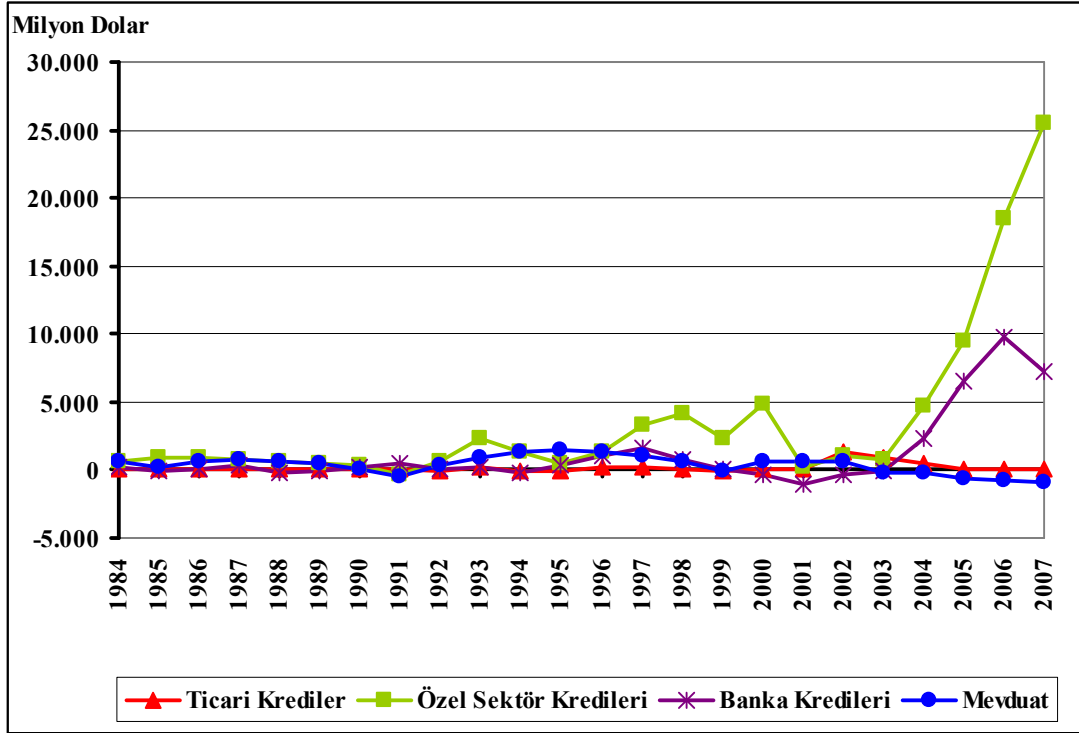
Bu tür sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerine göre daha uzun vadeli olduklarından, hem reel yatırımlara yönlendirilme olanakları daha fazladır hem de daha istikrarlı bir görünüm

²⁶⁶ TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu 2006-IV**, s.20-24; TC Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 2007, s.148; TBB, **Bankalarımız 2006**, TBB Yayınları No:251, İstanbul, Mayıs 2007, s.4.

²⁶⁷ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu Kasım 2007**, s.7.

sergilemektedirler. Ancak yine de aşırı borçlanma ve bu borçlanmanın etkin yönetilememesi durumunda ödeyememe ve borç krizi gibi olumsuz etkiler de söz konusu olabilmektedir²⁶⁸. Türkiye’de uzun vadeli sermaye hareketlerinin gelişimi Tablo 2 ve Şekil 9’den takip edilebilir.

Şekil 9: Türkiye’ye Yönelik Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Şekil 9’dan görüleceği gibi, ticari krediler, bankalar ve özel sektörün nakit kredileri ile uzun vadeli mevduatların toplamından oluşan uzun vadeli sermaye akımları içerisinde en fazla pay bankacılık sektörü ile özel sektörün kullandığı nakit kredilere aittir. Tablo 2’de uzun vadeli sermaye hareketlerinin negatif olduğu yıllar geri ödemelerin kredi kullanımlarından fazla olduğunu yani çıkışları, pozitif olduğu yıllar ise kredi yoluyla sermaye girişlerinin geri ödemelerden fazla olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda 1980’li yılların ortalarından 1996 yılına kadar (1993 yılı hariç) uzun vadeli sermaye hareketlerinin, genellikle kredi geri ödemelerinin kullanımları aşması nedeniyle negatif değerler aldığı yani, uzun vadeli sermaye

²⁶⁸ Kont, s.704.

hareketlerinde çıkışlar yaşandığı görülmektedir²⁶⁹. Bu dönemde, 1993 yılı dışında, uzun vadeli sermaye hareketlerinin sermaye birikimine katkı sağlamadığı, aynı dönemde özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinde görülen belirgin artış nedeniyle, asıl birikimin kısa vadeli sermaye girişleri ile sağlandığı dikkati çekmektedir.

1996-2000 döneminde artış gösteren uzun vadeli sermaye hareketleri kalemi 2000 yılında 4,2 milyar dolar düzeyine yükselmiş, 2001 yılında ise yaşanan ekonomik krizin etkisiyle 1,1 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmiştir. 2002 yılında 2,1 milyar dolarlık net uzun vadeli sermaye girişinin ardından, 2003 yılında 809 milyon dolarlık çıkış yaşanmıştır. Tablo 2'ye baktığımızda, uzun vadeli sermaye hareketlerinin 2003 yılından sonra düzenli bir artış trendine girdiği ve toplam sermaye akımları içindeki payının arttığı gözlenmektedir. 2004 yılında, sermaye hareketleri dinamiklerinin 2003 yılına göre farklı eğilimler taşıdığı göze çarpmaktadır. 2004 yılında, 2003 yılının aksine, uzun vadeli sermaye girişlerindeki artış dikkati çekerken, 2003 yılı net sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi olan kısa vadeli sermaye girişlerinin ise sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir. 2004 yılında yaklaşık 6,2 milyar dolarlık uzun vadeli sermaye girişinde özellikle bankacılık dışı özel sektörün kullandığı uzun vadeli kredilerdeki artış etkili olmuştur²⁷⁰.

Uzun vadeli sermaye hareketleri 2005 yılında da artış eğilimini sürdürerek 13,3 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılında toplam sermaye hareketleri içindeki ağırlığı belirgin bir şekilde artan uzun vadeli sermaye hareketleri, 2006 ve 2007 yıllarında da artmaya devam etmiştir. 2006 yılında, 2005 yılına göre yaklaşık 2 kat artarak 26,5 milyar dolara yükselen uzun vadeli sermaye girişleri, 2007 yılında ulaştığı 32 milyar dolarlık düzeyle, 2007 yılındaki net sermaye girişlerinin temel belirleyicisi olarak öne çıkmıştır. Şekil 9'dan da görüleceği gibi, 2004 yılından itibaren uzun vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen bu artışta, bankacılık sektörü ve özel sektörün yurt dışından sağladıkları uzun vadeli kredilerdeki artış belirleyici olmakla birlikte, özellikle özel sektörün yurt dışından sağladığı uzun

²⁶⁹ Kar ve Kara, 2003, s.9.

²⁷⁰ TCMB, **Yıllık Rapor 2004**, s.54.

vadeli kredilerdeki artışın daha fazla etkili olduğu dikkati çekmektedir. 2006 yılında 18,5 milyar dolar olan özel sektörün dış kredi kullanımı, 2007 yılında yaklaşık 25,5 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. 2006 yılında yaklaşık 9,8 milyar dolar olan bankacılık sektörünün uzun vadeli dış kredi kullanımı ise, 2007 yılında bir miktar azalarak 7,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2004 yılından itibaren, özel sektör ve bankacılık sektörünün büyük ölçüde uzun vadeli borçlanmaları, yurt içindeki yatırım harcamalarını özendirilmesi ve cari işlemler açığının finansman kalitesini artırması açısından önem taşımaktadır. Yurt dışında çalışan işçilerin TCMB’de açtıkları uzun vadeli kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları (KMDTH) ile süper döviz hesaplarının (SDH) toplamından oluşan uzun vadeli mevduat hesabında, 2003 yılında başlayan çıkışların devam ettiği görülmektedir. Buna göre, 2007 yılında TCMB’deki uzun vadeli mevduatlarda net 993 milyon dolarlık çıkış yaşanmıştır. Bu çıkışlarda hem KMDTH hem de SDH’de 2006 yılına kadar ki kademeli faiz indirimlerinin etkili olduğu düşünülmektedir²⁷¹.

5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyicisi ekonominin gelişim potansiyeli değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanma düşüncesidir. Bu nedenle bu tür sermaye hareketleri büyük ölçüde spekülatif ve sıcak para özelliği taşımaktadır. Vadelerinin kısa olması nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedirler²⁷².

1980 yılında başlatılan ekonomik ve finansal reform sürecinin bir uzantısı olarak 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılması sonucunda Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar yaşanmıştır. Tablo 2 incelendiğinde, Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin, portföy yatırımlarına benzer şekilde, yurtiçi ekonomik göstergeler ve dünya konjonktüründe

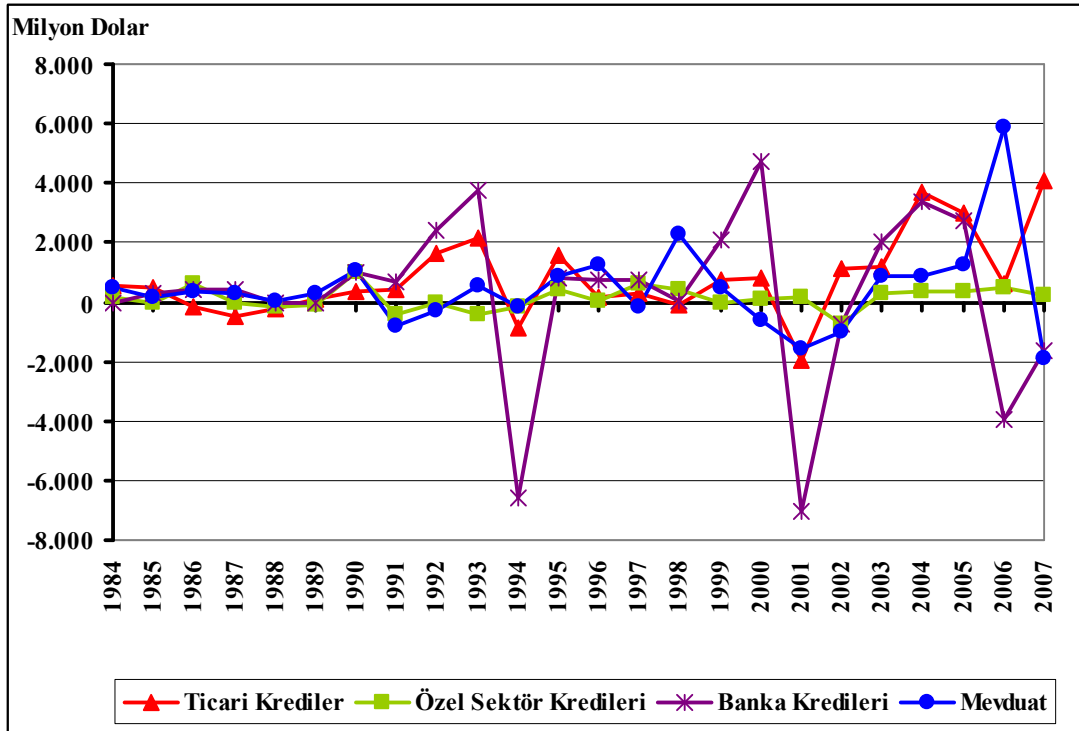
²⁷¹ TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu 2007-IV, s.22-23.

²⁷² Kar ve Kara, 2003, s.9.

yaşanan değişimlerden yoğun biçimde etkilendiği ve yıllar itibariyle istikrarsız bir seyir izlediği görülmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte 1990'lı yıllarda, Türkiye'ye giriş yapan kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar olmuş ancak 1991 Körfez Krizi ve 1994'de yaşanan ekonomik kriz sonucu oluşan istikrarsızlık ortamından etkilenerek, bu yıllarda ülkemizden büyük miktarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Tablo 2'ye göre 1991 yılında net kısa vadeli sermaye çıkışı yaklaşık 3 milyar dolar iken, 1994'de 5,1 milyar dolara yükselmiştir. 1994 yılındaki büyük miktarda çıkıştan sonra, 1996 yılında 2,6 milyar dolar, 1998 yılında 1,3 milyar dolar ve 1999 yılında yaklaşık 1 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. 2000 yılında ise net kısa vadeli sermaye girişi 1999 yılına göre yaklaşık 4 kat artış göstererek 4,2 milyar dolarla o zamana kadarki en yüksek düzeyine ulaşmıştır.

Şekil 10: Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Türkiye’den en büyük miktarda sermaye çıkışı, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin etkisiyle 2001 yılında yaşanmıştır. 2001 yılındaki sermaye çıkışının yaklaşık %75’lik kısmı kısa vadeli kaynaklıdır. 2001 yılında çıkış yapan net kısa vadeli sermaye miktarı 11,7 milyar dolardır. Bu miktar, Türkiye’de bu zamana kadar görülen en yüksek hacimli sermaye çıkışıdır. 2002 yılında da 2001 krizinin yarattığı istikrarsızlığın kısmen sürmesi nedeniyle 1,2 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. 2002 yılı ortalarından başlayarak makroekonomik göstergelerin normale dönmeye başlaması ile birlikte, 2003 yılından itibaren kısa vadeli sermaye girişi yeniden artış eğilimine girmiştir. 2003 yılında giriş yapan net kısa vadeli sermaye miktarı 4,2 milyar dolardır.

2004 yılına baktığımızda, toplam sermaye hareketleri içerisinde kısa vadeli sermayenin ağırlığının azaldığı dikkati çekmektedir. 2004 yılında sınırlı düzeyde kalan net kısa vadeli sermaye girişi 1,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, 2005 yılında ise yeniden artarak yaklaşık 7,8 milyar dolarlık düzeyine ulaşmıştır. 2005 yılında kısa vadeli sermaye girişleri, 2004 yılına göre artış göstermesine karşın, uzun vadeli sermaye hareketleri ve doğrudan yatırım kalemlerinde meydana gelen yüksek oranlı artışlar nedeniyle, 2004 yılında olduğu gibi 2005 yılında da sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi uzun vadeli sermaye hareketleri olmuştur. 2006 ve 2007 yılları ise kısa vadeli sermaye akımlarında net çıkışların yaşandığı yıllar olmuştur. 2006 yılının Mart ayında ABD Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırması, 2007 yılı Ağustos ayında ise ABD’de yüksek riskli konut kredilerindeki sorunlar nedeniyle uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının artması, Türkiye’de bankacılık sektörünün kısa vadeli borçlanmasını olumsuz yönde etkileyerek, kısa vadeli sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Buna göre, 2006 yılında 10,5 milyar dolar, 2007 yılında ise 4,1 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ancak, 2006 ve 2007 yıllarında kısa vadeli sermaye akımlarında görülen bu yüksek oranlı çıkışlar, esas olarak, kısa vadeli sermaye akımlarının varlıklar kalemi içinde yer alan bankaların döviz varlıkları kalemindeki yüksek oranlı

artışlardan kaynaklanmıştır²⁷³. 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 10,2 milyar dolar ve 3,4 milyar dolar artan bankaların döviz varlıkları kalemi, bu tutarda bir sermaye çıkışına yol açmıştır. Bankaların döviz varlıklarında meydana gelen bu artışlar hariç tutulduğunda, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen net sermaye çıkışları, sırasıyla 264 milyon dolar ve 684 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerini oluşturan kalemlerin gelişimini gösteren Şekil 10'da, toplam kısa vadeli sermaye akımları içinde en az paya sahip olan özel sektörün kullandığı kısa vadeli krediler dışındaki tüm kısa vadeli sermaye akımlarının, oldukça istikrarsız ve dalgalı bir görünüm sergilediği göze çarpmaktadır. Ancak kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanan en dikkat çekici durum, bankacılık sektörünün kullandığı kısa vadeli kredilerdeki istikrarsızlıktır. Genel olarak ekonomide kriz yaşanan dönemler öncesinde çok fazla artış gösteren banka kredileri, yaşanan krizlerle birlikte belirgin bir şekilde azalmıştır. Buna göre, 1993 yılında 3,8 milyar dolar ve 2000 yılında 4,7 milyar dolar düzeyinde kısa vadeli borçlanan bankacılık sektörü, yaşanan krizlerin etkisiyle, 1994 yılında 6,7 milyar dolar, 2001 yılında ise 7 milyar dolar borç ödemiştir. Kriz dönemlerinde, gerek bankaların açık pozisyonlarını sınırlama kaygısı gerekse yurtiçi kredi talebindeki zayıflama, bankaların yurt dışından kredi kullanımını azaltıcı etkide bulunmaktadır. 2006 ve 2007 yıllarında uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalar da, bankacılık sektörünün kısa vadeli dış kredi kullanımını olumsuz yönde etkilemiş ve bu yıllarda sırasıyla 4 milyar dolar ve 1,7 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmiştir. 2003 yılından itibaren artış eğilimi içerisinde olduğu görülen, yabancıların yurtiçi bankalardaki mevduatları, mevduat faiz oranlarının %20'den %24'e yükselmesi nedeniyle, 2006 yılında büyük bir sıçrama yaparak yaklaşık 5,9 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. 2007 yılında ise, kısa vadeli mevduatlarda 1,9 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, 2006 yılında yaşanan toplam kısa vadeli sermaye çıkışında, özellikle

²⁷³ Bankaların döviz varlıkları kalemi, Türkiye'de yerleşik bankalarca yurtdışı muhabirleri nezdinde tutulan cari ve depo hesaplarından oluşmaktadır. TCMB tarafından yayınlanan ödemeler dengesi raporlarında 2004 yılının Aralık ayına kadar, kısa vadeli sermaye hareketleri tanımına dahil edilen bankaların döviz varlıkları kalemi, bu tarihten itibaren tanımdan çıkarılmıştır. Ancak, çalışmanın bu kısmında yapılan değerlendirmelerde, 2005 yılından önceki toplam sermaye hareketleri rakamları ile tutarlılık sağlamak amacıyla, kısa vadeli sermaye hareketleri rakamları içinde bankaların döviz varlıkları kalemi de yer almaktadır.

bankacılık sektörü belirgin bir rol oynarken, 2007 yılında yaşanan çıkışta ise hem mevduatlar hem de bankacılık sektörünün etkili olduğu görülmektedir.

IV. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri konusunda yazında üç farklı görüş dile getirilmektedir. Birinci görüş, uluslararası sermaye akımlarının makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğunu ve sıkı bir şekilde denetlenmesi gerektiğini ileri sürmektedir. İkinci görüş, finansal serbestleşmenin zamanlaması ve sıralamasının dikkate alınması gerektiğini ve ondan sonra sermaye akımlarının uygun, tutarlı politikalarla yönetilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Neoklasik yaklaşımı savunan üçüncü görüşe göre ise, sermaye akımlarının önündeki bütün engeller ve kısıtlamalar kaldırılmalıdır. Çünkü finansal serbestleşme ile dünyadaki kaynaklar daha etkin ve verimli kullanılacak, bu da uzun vadeli büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratacaktır²⁷⁴. Ancak, 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde ortaya çıkan finansal krizler sonrası, sermaye hareketlerinin daha çok olumsuz yönleriyle anılmaya başlaması, son dönemlerde yazında ikinci görüşün öne çıkmasına neden olmuştur. Türkiye'de finansal serbestleşme politikalarının sıralaması uygun yapılmasına karşın, 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinde zamanlama hatası yapıldığı yönünde görüşler bulunmaktadır. Henüz makroekonomik dengeler tam olarak sağlanmamışken yapılan serbestleşme, bazı makroekonomik değişkenleri olumsuz yönde etkilemiştir.

24 Ocak 1980 Kararları ile yoğunluğu giderek artan bir serbestleşme ve dışa açılma sürecine giren Türkiye ekonomisinde 1989 yılında alınan 32 sayılı kararla, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki bütün denetimler kaldırılarak, Türk finans piyasaları tümüyle dışa açılmıştır. 32 sayılı kararın etkilerinin görülmeye başlandığı 1990 yılından sonra Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinde meydana gelen belirgin artış, makroekonomik göstergeler ve politikalar üzerinde önemli etkiler doğurmuştur. Bu bağlamda, çalışmanın bu kısmında, sermaye hareketleri

²⁷⁴ Kont, s.712-713.

serbestleştirildikten sonra Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler çerçevesinde, sermaye akımlarının makroekonomik etkileri incelenmektedir.

A. Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru

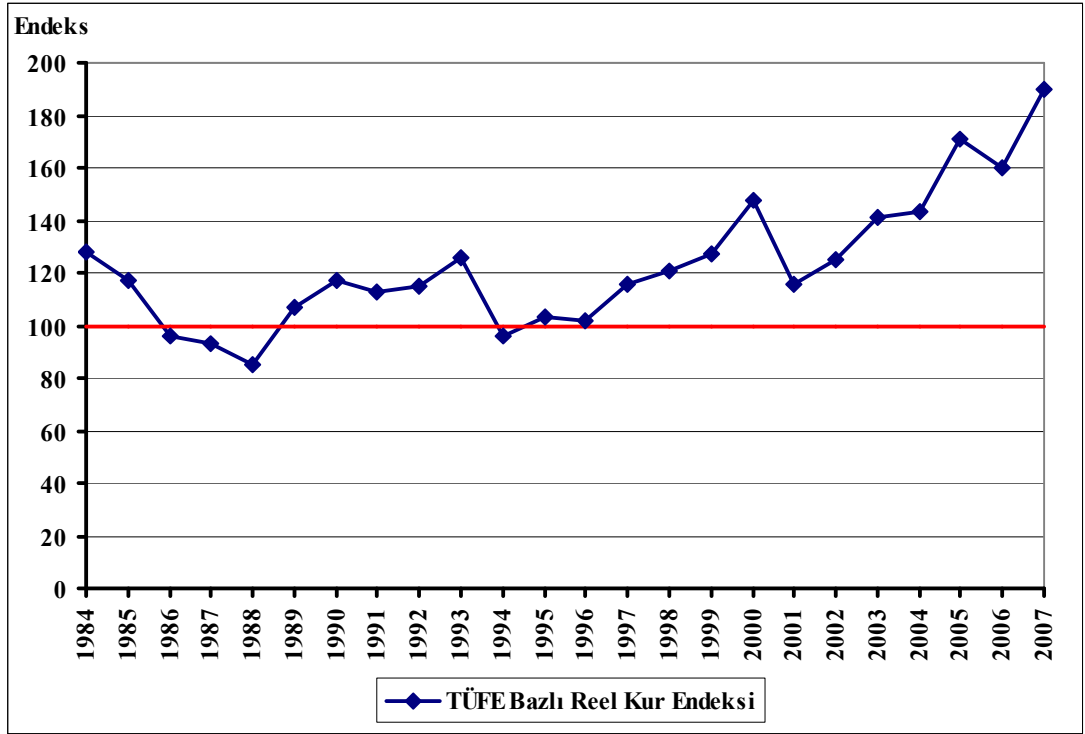
Sermaye hareketleri serbestisinin, üzerinde etkili olduğu en önemli değişkenlerden birisi döviz kurudur. 32 sayılı karar ile sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin bir sonucu olarak Türkiye'ye yönelen sermaye girişleri, döviz kuru ile mal ve hizmet ticareti arasındaki bağı koparmış ve 1990'lı yıllarda döviz kurunun mal ticaretinden çok, finansal sermaye hareketlerine duyarlı olması sonucunu doğurmuştur. Türkiye'nin dış ticaret hareketleri, YTL'nin değer kaybetmesini gerektirirken, finansal sermaye girişlerinin artması YTL'nin değer kazanmasına yol açmıştır. Bu olgu, mal ticaretinde önemli bir rekabet gücü kazanmamış ve yüksek enflasyona sahip olan Türkiye'de döviz kurunun bir ekonomi politikası aracı olarak kullanılmasını zorlaştırmıştır. Diğer yandan, yurtiçi ve yurt dışı faiz farkı ve kur beklentisi 1990'lı yıllarda, bazı yıllar dışında, sermaye girişini özendirerek yönde olmuş ve sermaye girişi de YTL'nin reel olarak değer kazanmasına yol açmıştır²⁷⁵.

Şekil 11, TÜFE bazlı reel döviz kuru endeksinin²⁷⁶ Türkiye'deki gelişimini göstermektedir. Şekilden de açıkça görüldüğü gibi, 1986-1988 döneminde reel olarak değer kaybeden YTL, 32 sayılı kararın alındığı 1989 yılından sonra, Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin artmasıyla birlikte reel olarak değer kazanmaya başlamıştır. Körfez krizinin yarattığı belirsizlik nedeniyle 1991 yılında bir miktar değer kaybeden YTL, 1992 ve 1993 yıllarındaki yüksek sermaye girişlerine paralel olarak değer kazanmaya devam etmiştir.

²⁷⁵ Kepenek ve Yentürk, s.323.

²⁷⁶ 1995=100 TÜFE bazlı reel döviz kuru endeksi, IMF tanımına göre TCMB tarafından ondokuz ülkeye göre (Almanya, ABD, İtalya, Fransa, İngiltere, Japonya, Hollanda, Belçika, İsviçre, Avusturya, İspanya, Kanada, Kore, İsveç, Tayvan, İran, Brezilya, Çin ve Yunanistan) hesaplanmıştır. Yurtiçi ve yurtdışı fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Endeksteeki artış TL'nin reel olarak değer kazandığını gösterirken, azalış TL'nin reel olarak değer kaybettiğini belirtmektedir.

Şekil 11: TÜFE Bazlı Reel Döviz Kuru Endeksi



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

1989-1993 yıllarında reel olarak değer kazanan YTL, 1994'te yaşanan ekonomik krizin ülkeden sermaye çıkışına yol açması nedeniyle, reel olarak değer yitirmiştir. Türkiye'de uzun yıllar boyunca döviz kurunun düşük tutulması, bir yandan kısa vadeli sermaye girişlerini özendirerek, ekonomide üretken yatırımlar yapılmasını ikinci plana itmiş, diğer yandan da ihracat artış hızında bir yavaşlama, ithalatta ise büyük artışlar yaşanmasına neden olmuştur. Sonuçta, 1994 yılında yüksek oranlı bir devalüasyon zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Ancak 5 Nisan Kararları kalıcı ve yapısal iktisadi önlemler içermediği için, 1995-1999 dönemi boyunca spekülasyon sermaye girişi yeniden artmış ve YTL'nin reel olarak değerlendirilmesi bu yıllarda da sürmüştür. 1994 krizinin yol açtığı sermaye çıkışı nedeniyle değer kaybeden YTL, 1994-2000 döneminde yeniden değer kazanmaya başlamıştır²⁷⁷. YTL'nin değer kazanma süreci, 2001 yılında yaşanan krizle tersine dönmüş ve kriz nedeniyle yaşanan yüksek miktarda sermaye çıkışı, YTL'nin önemli oranda değer kaybetmesine yol açmıştır.

²⁷⁷ Kepenek ve Yentürk, s.324.

Türkiye’de 2000 yılında, döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanıldığı enflasyonu düşürme programının başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından yaşanan Şubat 2001 krizi sonrası, dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Kurun dalgalanmaya bırakılması ile sonuçlanan 2001 krizinin ardından, yabancı sermaye girişlerinin artarak devam etmesi, 2002 yılından itibaren YTL’nin yeniden değer kazanmasını sağlamıştır. 2002-2005 döneminde oldukça yüksek düzeylerde seyreden reel döviz kurunun, sürekli bir artış eğilimi içerisinde olduğu dikkati çekmektedir.

2002-2005 döneminde YTL’nin reel olarak değer kazanmasına neden olan gelişmelerden birisi de, Türkiye’de sabit kur politikasının sona erdiği 2001 yılından sonra, ulusal paranın aşırı değer kaybı ile birlikte ortaya çıkan ters para ikamesi olgusudur. Diğer bir deyişle, YTL’nin daha fazla değer kaybetmeyeceği beklentisi ile yerleşiklerin yurtiçi portföy tercihlerinin ulusal para lehine değişmesi de ulusal paraya olan talebi arttırarak, ulusal paranın değerlendirme sürecine katkıda bulunmuştur. 2002 yılından sonra Döviz Tevdiat Hesaplarında gerileme süreci yaşanırken, enflasyonda yaşanan olumlu gelişmeler YTL’nin değerlendirme sürecini hızlandırmıştır. Ayrıca, 2002 ortalarından itibaren seçim tarihinin belirlenmesi ve AB uyum yasalarının çıkarılabilmesi ulusal paraya olan güveni arttırarak YTL’nin değerlendirilmesinde etkili olmuştur.²⁷⁸

2006 Mayıs-Haziran aylarında dış konjonktürün bozulması nedeniyle Amerikan Merkez Bankası ile Avrupa Merkez Bankası ve bazı gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının faiz oranlarını arttırmaları, uluslararası finans piyasalarında GOÜ’lerin çekiciliğini azaltarak, Türkiye’den sermaye çıkışına neden olmuştur. Yaşanan sermaye çıkışı nedeniyle 2006 yılında kur yükselmiş ve YTL değer kaybetmiştir. 2005 yılında 171 olan TÜFE bazlı reel kur endeksi, 2006 yılında 160’a düşmüştür. 2007 yılında Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının artmasına bağlı olarak YTL’nin değerlendirme süreci yeniden hızlanmış ve reel kur endeksi yılsonunda 190’a yükselmiştir. Ancak YTL’nin bu şekilde sürekli değer kazanması, cari işlem açıklarını arttırarak, olası bir dış şok durumunda, döviz kurunda ani bir yükselme riskini de beraberinde taşımaktadır.

²⁷⁸ Kepenek ve Yentürk, 325-326.

Şubat 2001'den bu yana, dalgalı kur rejimi çerçevesinde döviz kurları, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmekle birlikte TCMB; dalgalı kur rejiminin ilkeleri ve işleyiş biçimi ile çelişmeyecek şekilde, döviz rezervlerini arttırmak amacıyla döviz alım ihaleleri gerçekleştireceğini ve kurlarda her iki yönde aşırı dalgalanmalar görüldüğünde de döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunabileceğini açıklamıştır. Bu bağlamda, TCMB, 1 Nisan 2002 tarihinden başlayarak kuralları önceden açıklanmış düzenli döviz alım ihaleleri gerçekleştirmekte ve gerekli gördüğünde piyasaya doğrudan müdahale ederek döviz alımı ya da satımı yapabilmektedir²⁷⁹. Tablo 4'de 2002-2007 döneminde TCMB tarafından alım-satımı yapılan döviz tutarları görülmektedir.

Tablo 4: TCMB Tarafından Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları (Milyon Dolar)

Yıllar	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz Alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	-	16	12	799
2003	5.652	-	4.229	-	9.881
2004	4.104	-	1.283	9	5.378
2005	7.442	-	14.565	-	22.007
2006	4.296	1.000	5.441	2.105	6.632
2007	9.494	-	-	-	9.494
Toplam	31.783	1.000	25.534	2.126	54.191

Kaynak: TCMB

2002-2007 döneminde, TCMB piyasadan, 31,8 milyar doları günlük döviz alım ihaleleri ile, 25,5 milyar doları da doğrudan müdahalelerle olmak üzere toplam 57,3 milyar dolarlık döviz alımı yapmıştır. Bu dönemde döviz satımına yönelik ihale ve müdahaleler de dikkate alındığında, TCMB'nin piyasadan, net 54,2 milyar dolarlık döviz aldığı anlaşılmaktadır. Özellikle 2005 yılında yapılan net 22 milyar dolarlık yüksek döviz alımı dikkati çekmektedir. TCMB'nin bu kadar yüksek bir tutarda döviz alımı yapmasında, 2005 yılında %145 oranında artarak 43,5 milyar dolara yükselen toplam net sermaye akımlarının yarattığı döviz arzı artışı belirleyici olmuştur. Bu bağlamda, TCMB'nin döviz piyasasına yönelik müdahalelerine bakıldığında Türkiye'de, ileri sürüldüğü gibi serbest dalgalı kur rejiminden çok, kur değişmelerinin önceden belirlenmediği yönetimli dalgalanma rejiminin uygulandığı

²⁷⁹ TCMB, 2008 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, 18 Aralık 2007, s.8.

açık bir şekilde görülmektedir. Ancak, bu dönemde TCMB'nin düzenli olarak döviz talebi yaratmasına rağmen, 2006 yılı dışında YTL'nin değer kazanmayı sürdürdüğü dikkati çekmektedir. Bu durum, ülkeye yönelik sermaye akımlarının devam etmesi nedeniyle, TCMB'nin yaptığı döviz alımlarının kurları yükseltmeye yetmediğini, dolayısıyla da YTL'nin değer kazanmaya devam ettiğini göstermektedir. Bu bağlamda, Türkiye'de cari işlemler açığını giderek arttıran YTL'nin sürekli değer kazanması olgusunun önlenmesi için, TCMB'nin piyasadan daha fazla döviz alması gerekmektedir. Ancak çalışmanın ilerleyen kısımlarında açıklanacağı gibi, bunun da bir maliyeti vardır.

Ayrıca, TCMB, gerçekleştirdiği ihale ve müdahalelere ilişkin duyurularda, herhangi bir kur hedefi bulunmadığını vurgulamasına rağmen, YTL'nin sürekli değer kazanması; bazı iktisatçılar tarafından, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, YTL'nin sürekli değer kazanmasının TCMB'nin enflasyonu düşürme amacına hizmet ettiği ve bu nedenle de herhangi bir kur hedefi bulunmadığını belirtse de, TCMB'nin, adı konmamış olan “sürekli değer kazanan YTL” olarak adlandırılabilir örtük bir kur hedefi olduğu şeklinde yorumlanmaktadır²⁸⁰. Türkiye'de döviz kurlarının düşüklüğünün (YTL'nin değer kazanmasının), enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, hedeflenen enflasyona ulaşmaya yani enflasyonu düşürmeye katkı yaptığı bir gerçektir. Özellikle imalat sanayinin ithal girdi kullanımına olan bağımlılığı dikkate alındığında, kurların düşüklüğü girdi maliyetlerini ve dolayısıyla üretim maliyetlerini azaltarak maliyet enflasyonunu aşağı çekmektedir. Enflasyon hedeflemesi açısından TCMB'nin etkinliğini arttıran bu durum, yüksek reel faiz → sermaye girişi → düşük döviz kuru → ucuz ithalat → düşük enflasyon etkileşimi şeklinde ifade edilebilir²⁸¹.

²⁸⁰ Yıldız Sağlam ve Mehmet Yıldırım, “2001 Krizi Sonrası Uygulanan Faiz ve Kur Politikalarının Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi (26-28 Ekim 2007, Kuşadası) Bildiri Kitabı**, Adnan Menderes Üniversitesi Yayınları, No:27, Aydın, 2008, s.199.

²⁸¹ İsmail Şiriner ve Timur Turgay, “Parasal İstikrarın Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Etkinliği Sorunu”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt:44, Sayı:509, 2007, s.77.

B. Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları

GOÜ'lere yönelik sermaye hareketleri uluslararası faiz farklılıklarına karşı oldukça duyarlıdır. Ülkelerin faiz oranları arasında farklılıklar olması, uluslararası sermayeyi daha yüksek getiri sağlayacağı ülkelere doğru yönlendirmektedir. Türkiye'de de kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin yüksek olması ve kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla finanse edilmesi nedeniyle yüksek düzeyde oluşan faiz oranları, finansal sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelmesinde oldukça güçlü bir etkidir.

Neoklasik finansal serbestleşme kuramına göre, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, tasarrufların sermaye sıkıntısı çeken ülkelere akmasına neden olacaktır. İstenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan GOÜ'lerde faiz oranları yükselecek ve böylece tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecektir. Bu süreç, GOÜ'lerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranı düzeyine düşene dek devam edecektir. Küresel tasarruflar faiz oranına karşı ne kadar duyarlı iseler bu süreç o kadar hızlı işleyecektir²⁸². Yani neoklasik kuram, faiz oranları ve sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin kaldırılması sonucu sermaye girişlerinin artmasıyla, GOÜ'lerdeki yüksek faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarına yaklaşacağını ileri sürmektedir. Ancak iç ve dış finansal serbestleşme sonucu yabancı sermaye hareketlerinin artması ile birlikte, neoklasik kuramın tersine, birçok GOÜ'de ve Türkiye'de reel faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyrettiği görülmektedir. Türkiye'de reel faiz oranlarının azaldığı veya negatif değerler aldığı bazı dönemler olmasına karşın, uluslararası faiz oranları ile karşılaştırıldığında genellikle çok daha yüksek düzeylerde gerçekleştiği dikkati çekmektedir.

Tablo 5'de, Amerikan hazine bonosu faiz oranı ile Türkiye'deki enflasyon oranı ile çeşitli faiz oranlarının gelişimi gösterilmektedir. Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının, borsa dışında kalan kısmı, büyük ölçüde DİBS'lere yönelik

²⁸² Nurhan Yentürk, "Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri", **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2004, s.131.

olup, daha küçük bir kısmı ise mevduatlara yöneliktir. Bu nedenle Tablo 5’de faiz oranı olarak, DİBS faiz oranı ile mevduat faiz oranına yer verilmiştir.

Tablo 5: Türkiye’de Enflasyon ve Faiz Oranları (%)

Yıllar	ABD Hazine Bonosu Faiz Oranı	DİBS Faiz Oranı (Nominal) ¹	Yıllık Mevduat Faiz Oranı (Nominal)	Enflasyon Oranı TÜFE ²	DİBS Faiz Oranı ³ (Reel)	Yıllık Mevduat Faiz Oranı (Reel)	Finansal Arbitraj Oranı ⁴
1986	-	53,60	48,00	30,67	17,55	13,26	18,33
1987	-	48,10	52,00	55,05	-4,48	-1,97	16,24
1988	-	64,30	84,00	77,13	-7,24	3,88	-1,19
1989	-	59,80	59,00	64,28	-2,73	-3,21	7,54
1990	7,50	54,00	59,00	60,41	-4,00	-0,88	25,38
1991	5,40	80,50	73,00	71,14	5,47	1,09	12,70
1992	3,50	87,70	74,00	65,97	13,10	4,84	14,04
1993	3,00	87,60	75,00	71,08	9,66	2,29	16,80
1994	4,30	164,40	96,00	125,49	17,26	-13,08	-2,02
1995	5,60	121,90	92,00	76,05	26,05	9,06	44,34
1996	5,10	135,20	94,00	79,76	30,84	7,92	32,15
1997	5,07	127,20	97,00	99,09	14,12	-1,05	21,62
1998	4,82	122,50	96,00	69,73	31,09	15,48	29,65
1999	4,66	109,50	47,00	68,79	24,12	-12,91	30,14
2000	5,84	38,00	46,00	39,03	-0,74	5,01	-7,04
2001	3,45	96,20	63,00	68,53	16,42	-3,28	-0,14
2002	1,61	63,80	48,00	29,75	26,24	14,07	33,30
2003	1,01	45,00	29,00	18,36	22,51	8,99	46,24
2004	1,37	25,70	22,00	9,32	14,98	11,60	31,95
2005	3,15	16,90	20,00	7,72	8,52	11,40	24,01
2006	4,72	18,20	24,00	9,65	7,80	13,09	10,74
2007	5,25	18,80	21,00	8,39	9,60	11,63	30,63

Kaynak: DTP, TC Hazine Müsteşarlığı, IFS, Kepenek ve Yentürk, s.246.

1.DİBS faiz oranları, hazine ihalelerinde oluşan ortalama yıllık bileşik faiz oranıdır.

2.Bir önceki yılın Aralık ayına göre % değişim.

3.Reel faiz oranı, $r = \left[\frac{(1+\text{nominal faiz})}{(1+\text{enflasyon oranı})} - 1 \right] * 100$ formülü ile hesaplanmıştır

4.Finansal arbitraj oranı, $\left[\frac{(1+R)}{(1+E)} \right] - 1$ formülü ile hesaplanmıştır. R, Döviz kurundaki artış oranını (YTL/\$), E ise DİBS nominal faiz oranını göstermektedir.

Tabloya bakıldığında genel olarak ilk dikkati çeken nokta, Türkiye’de enflasyon ve faiz oranlarının yüksekliğidir. Türkiye’de reel faizlerdeki artışın öncülüğünü DİBS faiz oranları yapmaktadır. DİBS’lerin getirilerine bakıldığında, borçlanmanın oldukça yüksek bir maliyetle gerçekleştiği görülmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1990 yılından sonra, nominal faizlerin yüksekliği nedeniyle, reel olarak pozitif düzeylerde seyreden (2000 yılı hariç) DİBS faiz

oranının, 2005 yılına kadar (2000 yılı hariç) hep iki haneli rakamlar şeklinde ve oldukça yüksek düzeylerde gerçekleştiği görülmektedir. 2005-2007 döneminde nominal faizlerdeki gerilemeye bağlı olarak, DİBS reel faizleri de azalarak %10'un altına düşmüş olmakla birlikte, özellikle Amerikan hazine bonosu faiz oranı ile karşılaştırıldığında, Türkiye'deki reel faizlerin ne kadar yüksek olduğu daha iyi anlaşılmaktadır. Bu bağlamda, neoklasik finansal serbestleşme kuramının, sermaye akımlarının artması sonucu GOÜ'lerdeki faiz oranlarının azalarak, gelişmiş ülkelerin faiz oranlarına yaklaşacağı yönündeki görüşünün, Türkiye açısından geçerli olduğunu söylemek (en azından 2005 yılına kadar) pek mümkün değildir.

1990'lı yıllarda faiz oranını belirleyen koşullarda önemli değişiklikler ortaya çıkmıştır. Türkiye'de 1989 yılında tamamlanan finansal serbestleşme süreci ile birlikte, faiz oranları uluslararası para hareketlerinin etkisi altına girmiştir. Türkiye'de bu durumun etkisi özellikle 1990-2000 döneminde görülmüş ve faiz oranları bir yıl vadeli mevduat faiz oranında %90'lara, DİBS faizlerinde ise %160'lara kadar yükselmiştir. Bu dönem içerisinde kamunun aşırı borçlanması ve borçların ödenebilmesi tekrar borç alınması faiz oranlarının hızla yükselmesine neden olan bir kısır döngü yaratmıştır. Diğer yandan, dış finansal serbestleşme ile birlikte, para ikamesinin kırılmasında bir araç olarak faiz oranına daha sık başvurulmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, YTL cinsinden varlıkların döviz tutmaya oranla daha cazip duruma getirilmesi için faiz oranları yükseltmek zorunda kalmıştır. Buna karşın birçok dönemde devalüasyon ve kriz beklentilerinin artması nedeniyle yüksek faizlerin bile döviz tutma tercihini kıramadığı bilinmektedir. Böylece faizler, YTL ve döviz arasındaki tercihlerin belirlenmesine bağımlı hale gelmiş ve reel yatırımlar için bağımsız bir politika aracı olarak kullanılma özelliğini kaybetmeye başlamıştır²⁸³.

1993 yılında hükümet, kısa vadeli ekonomik hedeflerinden birisinin, kamu bütçesi üzerinde baskı yaratan faiz oranlarını düşürmek olduğunu açıklamıştır. Ancak sermaye hareketlerini serbestleştirerek, ekonomik büyümeyi dış finansman gereksinimlerine bağlayan ekonomiler, sermaye girişlerinin devamlılığının

²⁸³ Kepenek ve Yentürk, s.247.

sağlanabilmesi için faiz oranlarını yüksek tutmak zorunda kalmaktadırlar. Ancak, yüksek faiz ödemeleri de hükümetleri zor durumda bırakmaktadır. Faiz oranlarını, borçlanma gereksinimini azaltarak ve temel yapısal dengesizlikleri düzelterek düşürmek yerine, yapay ve kısa vadeli önlemlerle düşürmeye çalışmak, ekonomiyi güven bunalımına ve krize sürüklemektedir.

Nitekim 1994 yılı başında Hazine, artan borç yükü nedeniyle, kendi kısa dönemli fon talebini düşürmeden, ihale iptalleri ya da iç borçlanma miktarına sınırlama getirmek gibi politikalarla faiz oranlarını düşürmeye çalışınca, 1994 yılı başında piyasadaki fazla likidite devalüasyon beklentileriyle dövize yönelmiş ve sonuçta faiz oranını yapay yollarla düşürme çabası, çok daha yüksek faiz oranları ile sonuçlanmıştır²⁸⁴. 1994 yılı sonunda DİBS faizleri nominal olarak %164 düzeyine yükselmiştir. Aynı dönemde enflasyonun da yükselerek %125,5 düzeyine çıkmasına karşın, nominal faizlerin çok fazla artması nedeniyle, reel faiz oranı da %17,26'ya yükselmiştir. 1994 krizinden 1999 yılı sonuna kadar olan süreçte hükümet, hem sermaye girişini hızlandırmak hem de sermaye kaçışını engellemek amacıyla faizleri yüksek tutmuştur. Bu nedenle 2000 yılına kadar olan süreçte hem nominal hem de reel faizler oldukça yüksek düzeylerde seyretmiş ve bu durum, ülkeye sermaye girişini arttırmıştır.

2000 yılında uygulamaya konulan döviz kuruna dayalı istikrar programında, parasal tabanın değişimi net dış varlıklara dayandırılmış ve net iç varlıklara ise üst limit konulmuştur. Böylece, parasal tabanın tümüyle döviz giriş çıkışına bağlanacağı, ülkeye giren dış kaynakların parasal tabanı genişletme etkisini azaltmak için sterilizasyona gidilmeyeceği ve faiz oranının tümüyle piyasa tarafından belirleneceği öngörülmüştür. 2000 istikrar programının uygulamaya konması ekonomideki beklentileri olumlu yönde etkilemiştir. İleriye dönük döviz kuru politikasının izlenmesinin belirsizliği azaltması, dış borçlanma olanaklarında artış ve Hazine'nin itfalarının altında borçlanmaya başlaması nedeniyle, programın başından itibaren faiz

²⁸⁴ Sema Bahçeci, **Ortodoks ve Heteredoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi**, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, Temmuz 1997, s.80-82; Kepenek ve Yentürk, s.247.

oranları önemli ölçüde gerilemiştir²⁸⁵. Tablo 5’den de görüleceği gibi, 1999 yılında %110 olan DİBS nominal faiz oranları, 2000 yılında %38’e düşmüştür. Uygulanan istikrar programının nominal faiz oranlarını aşağı çekmesi nedeniyle, 2000 yılında DİBS reel faiz oranları da 1990 yılından sonra ilk defa negatif olmuştur. 2001 krizi yüksek devalüasyon ve faiz oranında artış ile sonuçlanmıştır. Krizin etkisiyle nominal faizler %96’ya yükselmiş, aynı dönemde enflasyon oranının da önemli ölçüde artmasına karşın, DİBS reel faiz oranı %16,4 olarak gerçekleşmiştir.

2001 krizinin ardından, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanan 2002-2005 döneminde, gerek AB ve IMF ile ilişkilerde gerekse yurtiçi makroekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler sonucu risk primi ve enflasyon beklentilerindeki düşüşler nedeniyle, TCMB kısa vadeli faizleri kademeli olarak düşürmüştür. Bu bağlamda, 2002 yılından itibaren YTL’nin yeniden değer kazanması ve enflasyondaki düşme piyasa faiz oranlarında da bir azalmayla sonuçlanmıştır. Hazine’nin yurt dışından borçlanmaya ağırlık vermesi, kamu hesaplarının fazla vermesi ve özelleştirme gelirlerinin borç stokunu eritmekte kullanılması, faiz oranının düşmesinde etkili olan diğer faktörlerdir²⁸⁶. 2001 krizinden sonra ülkeye yönelik sermaye girişlerinin yeniden başlaması da faiz oranlarının düşmesinde etkili olmuştur. 2002-2005 döneminde nominal faiz oranlarındaki gerilemeye bağlı olarak reel faiz oranları da düşüş göstermiştir. 2002 yılında %26,2 olan DİBS reel faizleri, 2005 yılında %8,5’e düşmüştür. Aynı dönemde mevduat reel faizleri de %14’den %11,4’e gerilemiştir. Ancak yine de enflasyonda sağlanan düşüşe karşın, nominal faiz oranlarının daha yavaş düşmesi nedeniyle, reel faizler yeterince düşmemiştir. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçen TCMB, 2006 ve 2007 yılları için yılsonu enflasyon hedefini sırasıyla, %5 ve %4 olarak belirlemiştir. Ancak hem 2006 hem de 2007 yılı için hedeflenen rakamlar tutturulamamış ve 2006 yılı sonunda TÜFE enflasyonu %9,65, 2007 yılı sonunda ise %8,39 düzeyinde gerçekleşerek, her iki yılda da hedeflenen değerlerden büyük ölçüde sapma yaşanmıştır.

²⁸⁵ Eyüp Bastı, **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi**, SPK Yayın No:191, Ankara, 2006, s.100; Kepenek ve Yentürk, s.588.

²⁸⁶ TCMB, **Para Politikası Raporu 2005-III**, s.28; Kepenek ve Yentürk, s.248.

2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında dış konjonktürün bozulması, ADB ve Japon Merkez Bankalarının faiz arttırmaları veya arttırma beklentileri, uluslararası finans piyasalarında Türkiye'nin çekiciliğini azaltmıştır. Bunun yanında enerji fiyatlarındaki artış, TCMB'nin enflasyonla mücadelesini önemli ölçüde zorlaştırmıştır. Türkiye ekonomisi ile ilgili beklentilerin 2006 yılı Mayıs ayında olumsuzlaşması ile yaşanan sermaye çıkışı, YTL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesine neden olmuştur. YTL'nin değer kaybı, yabancı girdi kullanımının yüksekliği nedeniyle, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin artmasına yol açmıştır. Enflasyon beklentileri yılsonu hedefi olan %5'in çok üzerine çıkarak %10'lara ulaşmıştır. Artan enflasyon ve bozulan enflasyon beklentileri nedeniyle, 2006 yılının ikinci yarısında TCMB parasal sıkılaştırmaya giderek, Mayıs 2006'da %13,25 olan kısa vadeli faiz oranlarını, Temmuz 2006'da %17,5'e çıkarmıştır²⁸⁷. TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmesine paralel olarak, DİBS ve mevduat faiz oranları da yükselmiş ve 2006 yıl sonu itibariyle nominal olarak sırasıyla, %18,20 ve %24'e ulaşmıştır. 2006 yılında enflasyonun yükselmesi nedeniyle %7,8'e gerileyen DİBS reel faizleri, 2007 yılında nominal faizlerin artması ve enflasyonda yaşanan düşüş nedeniyle %9,6'ya yükselmiştir.

Türkiye'de yüksek reel faiz oranları temel olarak iki nedenden kaynaklanmaktadır. Birincisi, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmiş olması nedeniyle, YTL'de reel faiz oranlarının, "uluslararası piyasalardaki reel faiz artı ülkenin rizikosuna eşit" olduğu durumda ancak dengenin sağlanabilmesidir. Eğer dışarıdan sermaye çekilmek isteniyorsa ve ülke riski yüksek bir yatırım alanı sayılıyorsa, bu durumda ülkeye sermaye çekebilmek için, yurtiçi reel faizin uluslararası piyasaların üzerinde olması gerekmektedir. Çünkü aksi bir durum, ülkeden sermaye çıkışına neden olmaktadır. Diğer bir deyişle, Türkiye gibi ekonomik büyümesi dış kaynak girişine bağlı olan ekonomilerde, sermaye girişinin sürekliliğinin sağlanabilmesi için faiz oranlarının yüksek düzeylerde tutulduğunu söylemek mümkündür. Türkiye'de yüksek reel faizin bir başka önemli kaynağı, kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksekliği ve bunun büyük ölçüde iç borçlanma

²⁸⁷ Cem Baydur, "Yükselen Reel Faizler Türkiye'de Toplam Talebi Arttırır", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt:44, Sayı:508, 2007, s.18; TBB, Bankalarımız 2006, s.4

ile karşılanıyor olmasıdır²⁸⁸. Kamunun borçlanma talebindeki artışa bağlı olarak reel faiz oranlarının yüksek düzeylere çıkması, iç piyasada YTL'nin aşırı değerlenmesi ile birleşince ülkeye sermaye girişini arttırıcı bir rol oynamaktadır.

Tablo 5'e bakıldığında, 1990-2004 döneminde, kamu kesiminin yüksek borçlanma gereksiniminin de etkisiyle, nominal olarak DİBS faizlerinin mevduat faizlerinden daha yüksek olması nedeniyle, DİBS reel faiz oranının mevduat reel faiz oranının üzerinde olduğu dikkati çekmektedir. Bu durum, 1990-2004 döneminde DİBS'lere yatırım yapanların, paralarını mevduata yatıranlara göre reel olarak daha fazla kazanç sağladığını göstermektedir. Ancak Türkiye'deki DİBS'lere yatırım yaparlar, yüksek faizin yanında döviz kurunun düşüklüğü dolayısıyla da ek bir kazanç sağlamaktadırlar. Yüksek faiz-düşük kur nedeniyle elde edilen bu kazançta yazında, finansal arbitraj getirisi (kazancı) denilmektedir. Sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelmesinde etkili olan faktörlerin başında da, yüksek faiz-düşük kur politikasının yarattığı yüksek oranlı bu finansal arbitraj getirisi gelmektedir. Bu getiri, Türk finans piyasasında en yüksek getiriyi sağlayan finansal yatırım aracı ile YTL'deki aşınmanın (devalüasyon) oranı arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Yani finansal arbitraj oranı, dönem başında YTL'ye dönüştürülen yabancı finansal sermaye yatırımının, YTL bazında faiz geliri elde ettikten sonra, tekrar dövize çevrilerek yurt dışına çıkartılması sonucu elde ettiği kazancı yansıtmaktadır²⁸⁹. Bu işlem boyunca yabancı yatırımcının finansal geliri Türkiye'deki faiz oranı yükseldikçe artacak, YTL'nin yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda ise azalacaktır.

Tablo 5'de, finansal sermaye akımlarının yurtiçi getirisini gösteren finansal arbitraj oranı rakamlarına bakılacak olursa, sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelmesinde, yüksek finansal arbitraj getirisinin önemli bir payı olduğunu söylemek mümkündür. 1990 yılından itibaren, kriz yılları (1994, 2000 ve 2001) dışında, Türkiye'deki finansal araçlara yatırım yapanların, yüksek faiz oranı ve YTL'nin değer kazanması nedeniyle, %11 ile %46 arasında spekülatif bir kazanç sağladıkları görülmektedir. Özellikle 2001 krizinden sonra, 2002-2007 döneminde DİBS

²⁸⁸ Kazgan, s.175-176.

²⁸⁹ Yeldan, 2001, s.136.

üzerinden yapılan finansal arbitraj kazancı, 2006 yılı dışında oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. 2006 yılında finansal arbitraj gelirinin azalmasında, 2006 yılı ortalarındaki küresel dalgalama nedeniyle kurların yükselmesi etkili olmuştur. Bu bağlamda, Türkiye’de yüksek faiz oranı ve düşük döviz kurunun (YTL’nin değer kazanması) sağladığı yüksek finansal arbitraj getirisi devam ettiği sürece, finansal sermaye girişlerinin de devam edeceğini söylemek mümkündür.

C. Sermaye Hareketleri ve Döviz Rezervleri

Özellikle 1990’lı yıllardan sonra gösterdikleri büyük hacimli artışlar nedeniyle sermaye akımları, GOÜ’lere döviz kazandıran işlemlerin başında gelmektedir. Bir ülkeye yönelik sermaye girişleri arttıkça döviz rezervleri de artış göstermektedir. Sermaye akımlarındaki artışlar döviz rezervlerinin en önemli kaynaklarından birisi olmakla birlikte, özellikle 1990’lı yıllarda yaşanan finansal krizlerden sonra ortaya çıkan ihtiyati para talebinin rezerv gereksinimini arttığı görülmektedir. İhtiyati para talebi, son yıllarda artan finansal krizlere karşı bir tampon görevi göreceği olan belli miktardaki rezervlerin talep edilmesidir. Finansal krizler ya sıcak para olarak tanımlanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin durması ya da hızla ülkeden çıkması sonrasında oluştuğundan, döviz kuruna karşı yapılacak spekülasyon saldırılarda yüksek rezerv düzeyi bir güvence niteliği taşımaktadır. Krizin diğer ekonomilerde yaşanması durumunda ise, bulaşıcılık riskine karşı ülkeleri koruyan, yine sahip olunan rezerv düzeyi olmaktadır

Türkiye, 1989 yılında tamamlanan finansal serbestleşme sonrası ekonomik büyüme ve rezerv birikimini sermaye girişleri ile finanse etmiştir. Daha çok kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları şeklinde ülkeye giren sermayenin akışkanlığının istikrarsız olması ve makroekonomik dengelerin bozulduğu dönemlerde hızla ülkeden çıkması nedeniyle, TCMB zararların en aza indirilmesine yönelik politikalar uygulamak durumunda kalmıştır. Bu bağlamda TCMB rezerv yönetim politikaları da 1990’lardan sonra daha fazla önem kazanmış ve rezerv düzeyi yüksek tutulmaya çalışılmıştır²⁹⁰.

²⁹⁰ Mahlebiciler, s.1-2, 96.

Tablo 6: TCMB Döviz Rezervleri (Milyon Dolar)

Yıllar	Döviz Rezervleri	Yıllar	Döviz Rezervleri
1986	1.368	1997	18.419
1987	1.719	1998	19.721
1988	2.307	1999	23.177
1989	4.831	2000	22.172
1990	5.972	2001	18.787
1991	4.918	2002	26.807
1992	6.116	2003	33.616
1993	6.213	2004	36.009
1994	7.112	2005	50.515
1995	12.391	2006	60.912
1996	16.273	2007	73.317

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirildiği 1989 yılından itibaren döviz rezervleri önemli oranda artış göstermiştir. Tablo 6’ya bakıldığında, 1989 yılı ile 1994 yılı arasında döviz rezervlerinin istikrarlı bir gelişme gösterdiği ve artış hızının düşük düzeylerde gerçekleştiği görülmektedir. 1994 yılından sonra ise, döviz rezervlerindeki artış hızlanmıştır. 1994 yılında 7,1 milyar dolar olan döviz rezervleri 1997 yılında 18,4 milyar dolara, 2000 yılında ise 22,1 milyar dolara yükselmiştir. 2001 yılında yaşanan krizin, sermaye çıkışlarına yol açarak dövize olan talebi arttırması nedeniyle 18,8 milyar dolara gerileyen döviz rezervleri, 2002 yılından itibaren yeniden artmaya başlamıştır. 2001 krizinden sonra döviz rezervlerinin artış hızının çok yüksek bir düzeye ulaştığı dikkati çekmektedir. 2002 yılında 26,9 milyar dolar olan döviz rezervleri, 2004 yılında 36 milyar dolara, 2006 yılında ise 61 milyar dolara yükselmiştir. 2007 yılında 12,3 milyar dolar artan döviz rezervleri 73,3 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır.

Döviz rezervlerinde meydana gelen bu yüksek oranlı artışlarda, 1990’lı yıllardan itibaren Türkiye’ye, cari işlemler açığını aşan boyutlarda gerçekleşen sermaye girişleri etkili olmakla birlikte, özellikle 2001 krizinden sonra TCMB tarafından rezerv biriktirme amacıyla, ihaleler ve doğrudan müdahalelerle yapılan döviz alımları da döviz rezervlerinin artmasına neden olmuştur. Döviz kurunun dalgalanmaya bırakıldığı 2001 yılından sonra, TCMB tarafından değişik tarihlerde

yapılan duyurularda, döviz kurlarının piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlendiği ve döviz kurunun bir hedef ya da politika aracı olmadığı vurgulanmıştır. Ancak, dalgalı kur rejimi uygulansa bile ülkemiz gibi GOÜ'lerde güçlü döviz rezervlerine sahip olmanın, iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde ve ülkeye duyulan güvenin arttırılmasında büyük katkı sağladığı belirtilerek; iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesi, Hazine'nin dış borç ödemelerinin gerçekleştirilmesi amaçları ile uyumlu olarak, döviz arz fazlasının olduğu dönemlerde, rezerv biriktirmek amacıyla döviz alım ihaleleri gerçekleştirileceği belirtilmiştir.

Bu bağlamda, TCMB döviz alımlarını, 1 Nisan 2002 tarihinden itibaren kuralları önceden açıklanmış döviz alım ihaleleri ile gerçekleştirmekte ve 2005 yılından itibaren de yıllık ihale programlarını açıklamaktadır. Ayrıca, kurlarda oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda TCMB döviz piyasalarına doğrudan müdahale de edebilmektedir²⁹¹. Tablo 4'den görüleceği gibi, TCMB 2002-2007 döneminde, günlük döviz alım ihaleleriyle 31,8 milyar dolar, doğrudan müdahalelerle de 25.5 milyar dolar olmak üzere toplam 57,3 milyar dolarlık döviz alımı yapmıştır. Yapılan döviz satışları da dikkate alındığında, söz konusu dönemde net döviz alımı 54,2 milyardır. Bu durum, Türkiye'de özellikle 2001 krizinden sonra, ortaya çıkabilecek herhangi bir şok olasılığına karşı güvence sağlamak amacıyla döviz rezervlerinin yüksek tutulduğunu göstermektedir.

TCMB'nin bu şekilde döviz rezervlerini sürekli arttırması, bir anlamda yabancı yatırımcıya, herhangi bir şok karşısında rezervlerini kullanacağı ve olası dalgalanmalar karşısında kurun yüksek seyredip, kur riskinden dolayı zarar etmesine seyirci kalmayacağı mesajını vermektedir. Bu durum ise, yabancı yatırımcının kur riski algısını düşürerek Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını özendirici bir etki yaratmaktadır²⁹². Ancak olası içsel veya dışsal şoklara karşı koruma sağlamak amacıyla döviz rezervlerinin sürekli artırılması, TCMB'yi bazı maliyetlerle karşı karşıya bırakmaktadır. Bu maliyetlerden birincisi, TCMB'nin döviz alımı karşılığı piyasaya sürdüğü YTL'yi, parasal genişlemeye neden olmaması için piyasadan geri

²⁹¹ TCMB, 2008 Yılında..., s.8.

²⁹² Sağlam ve Yıldırım, s.197.

çekmek amacıyla yaptığı APİ nedeniyle katlandığı yüksek reel faizdir. İkincisi ise, mevcut döviz rezervlerini yatırım ve üretimi arttırmak amacıyla kullanmak yerine, olası sermaye çıkışlarına karşı elde tutup, düşük faizli ABD hazine bonolarına yatırmakla katlandığı maliyettir²⁹³.

D. Sermaye Hareketleri ve Para Politikası

Türkiye’de döviz kuru rejimi kapsamında para politikası oluşumlarına bakıldığında, sermaye hareketlerine getirilen düzenlemelere bağlı olarak 3 ayrı dönem karşımıza çıkmaktadır²⁹⁴:

- 1) Sermaye hareketlerinin kısıtlı olduğu ve faiz oranları ile döviz kurlarının eş zamanlı olarak denetlendiği 1980 öncesi dönem ve 1980’ler (1980–1988),
- 2) Sermaye hareketleri serbest iken, döviz kurlarının denetlendiği ancak faiz oranlarının serbest olduğu ve pasif para politikası uygulanan 1989–2001 dönemi,
- 3) Sermaye hareketleri serbest iken, faiz oranlarının denetlendiği ancak döviz kurlarının serbest olduğu ve aktif para politikası uygulanan, dalgalı kur sisteminin benimsendiği 2001 sonrası dönem.

1980’li yıllara kadar sermaye hareketlerinin serbest olmaması, hükümete hem faiz hem de kur politikalarını bağımsız olarak uygulama olanağı vermiştir. Ancak 1989 yılından sonra serbestleştirilen sermaye hareketleri, faiz ve kur politikalarının bağımsız birer politika aracı olarak kullanılmasını engellemiştir. Birinci bölümde açıklanan imkansız üçleme hipotezinden kaynaklanan bu tercih, 1994 ve 2001 krizlerinde de farklılık göstermiştir. Her iki krizde de sermaye hareketleri serbestken, 1994 krizinde kur sisteminin ayarlanabilir sabit kur sistemi olması, para politikasının kullanımına esneklik getirmiştir. 2000 yılı Ocak ayından itibaren uygulanan Enflasyonu Düşürme Programında ise döviz kuru çıpa olarak kullanıldığından, faiz düzeyi piyasalar tarafından belirlenmiştir²⁹⁵. Enflasyonu düşürme programının

²⁹³ Ökten ve Yıldırım, s.20.

²⁹⁴ İnandım, s.54.

²⁹⁵ Kansu, s.155-156.

başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından Şubat 2001’de dalgalı kur sistemine geçilmiş ve TCMB temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının denetimine yönelmiştir. Böylece, döviz kurunun dalgalanmaya bırakıldığı Şubat 2001’den sonra, sermaye hareketleri serbestisiyle birlikte, TCMB’nin, faiz ve kur politikasını eşanlı ve bağımsız bir şekilde uygulanma olanağı ortadan kalkmıştır.

2002-2005 döneminde para politikası çerçevesinde örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan, 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesine geçen TCMB, enflasyonu denetlemek için temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde tek hedef enflasyon olduğu için; enflasyon oranının belirlenen hedefi aşması tehlikesi belirdiğinde, TCMB kısa dönemli faiz oranını yükseltmekte, ekonomideki enflasyonist baskılar azaldığında ise kısa dönemli faiz oranını düşürmektedir. Sermaye hareketlerine açık ve dalgalı kur sistemi uygulanan bir ekonomide, genişletici para politikası yönünde bir faiz azaltımı, sermaye çıkışına yol açarak, büyüme süreçleri dış sermaye akımlarına bağlı olan Türkiye gibi ekonomileri olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu koşullar altında, fiyat istikrarını politika olarak benimsemek zorunda kalan merkez bankaları için, para politikası alanı önemli ölçüde daralmaktadır. Çünkü enflasyon hedefi açıklamış olan merkez bankaları daraltıcı politikalar izlemek zorunda kalmaktadırlar²⁹⁶.

Türkiye’ye döviz girişlerinin devam etmesi sonucu YTL’nin değer kazanması nedeniyle, TCMB, hedeflenen enflasyon değerlerine ulaşabilmek için yüksek faiz politikası izlediği gerekçesiyle bazı iktisatçılar tarafından eleştirilmektedir. İzlenen yüksek faiz politikası ile ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması, döviz kurunu düşürerek YTL’nin değer kazanmasına neden olmaktadır. YTL’nin değerlenmesi ise, Türkiye’de ithal girdi kullanımının yoğunluğundan dolayı, enflasyonu azaltmakta veya artmasını önlemektedir. Enflasyonun azalması ise reel faizleri arttırmaktadır. Diğer bir deyişle, faizlerin yüksek tutulması nedeniyle artan sermaye girişleri, YTL’nin değer kazanmasına neden olarak hem TCMB’nin enflasyonu düşürme amacına hizmet etmekte hem de büyümenin devamlılığını sağlamaktadır. Ancak

²⁹⁶ Bağımsız Sosyal Bilimciler, **2008 Kavşağında Türkiye: Siyaset, İktisat ve Toplum**, Yordam Kitap, İstanbul, 2008, s.111.

enflasyonun düşmesine katkı yaparak, kısa vadede TCMB'yi rahatlatan bu durum uzun vadede, cari açığın giderek büyümesi nedeniyle dış şoklara duyarlı bir ekonomik yapının ortaya çıkmasına yol açabilmektedir²⁹⁷.

E. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı

Sermaye girişleri ülkeye döviz akımına neden olmaktadır. Döviz girişindeki bu artış merkez bankası bilançosunun aktiflerini arttırmakta (döviz rezervlerini ve dolayısıyla net dış varlıkları arttırması nedeniyle) ve dolayısıyla pasiflerinde de eşanlı bir artış olması gerekmektedir. Diğer veriler sabit tutulduğunda, pasifteki bu artış emisyon kaleminde olmaktadır. Merkez bankası bilançosunun pasifinde gözlenen her emisyon artışının, aktifler arasında görülen bir karşılığı bulunmaktadır. Bu durumda, emisyondaki artışın karşılığı, aktifte yer alan döviz rezervlerindeki artıştır. Pasifte yer alan emisyon hacmi, parasal tabanın öğelerinden birisi olduğundan, sermaye girişi para tabanını arttıracaktır. Para tabanında meydana gelen artış da, para çoğaltma kanalıyla para arzında daha büyük bir artışa neden olacaktır²⁹⁸. Ancak, sermaye girişlerinin para arzını bu şekilde etkilemesi, para yetkililerinin pasif bir tavır almaları, yani para arzındaki artışa karşı hiçbir şey yapmamaları durumunda söz konusu olmaktadır. Para arzı merkez bankalarının denetimi altındadır, dolayısıyla, merkez bankaları aktif bir tutum izleyip, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki etkilerini sterilize edebilirler²⁹⁹.

Genellikle sermaye girişleri karşılığında yapılan döviz alımlarının, para tabanını genişletmemesi için, merkez bankaları tarafından APİ ile sterilize edilmesi sık rastlanan bir durumdur. Bu durumda, sermaye girişleri nedeniyle yapılan döviz alımlarının parasal taban üzerinde yaratacağı etkiyi ortadan kaldırmak üzere, APİ yoluyla ters yönlü işlemler gerçekleştirilmektedir. Yani, döviz alımı sonucu piyasaya çıkan YTL fazlasını çekmek için, TCMB tarafından APİ ile borçlanma senetleri satılmaktadır. Bu bağlamda, APİ verileri, TCMB'nin para tabanındaki artışı sterilize edip etmediğini yani net etkiyi göstermektedir. APİ ile piyasadaki YTL çekildiğinde,

²⁹⁷ Baydur, s.17-19.

²⁹⁸ Keyder, s.252.

²⁹⁹ Seyidoğlu, 2001(a), s.518.

TCMB'nin piyasaya olan nakit borcu artacağından, net iç varlıklar ve dolayısıyla para tabanı da azalmaktadır³⁰⁰. Ancak, bu işlem sonucunda para tabanında meydana gelecek azalma, uygulanacak sterilizasyon politikasının derecesine bağlıdır.

Bu bağlamda, Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının para arzı üzerindeki etkisini değerlendirebilmek için, TCMB analitik bilançosunda yer alan; APİ, rezerv para³⁰¹ ve net iç varlıklar kalemlerinin incelenmesi gerekmektedir. Bu amaçla Tablo 7 düzenlenmiştir. TCMB'nin döviz piyasasında, hem günlük ihaleler hem de doğrudan müdahalelerle yaptığı döviz alım-satım tutarları, 2002 yılından itibaren düzenli olarak yayınlandığından, Tablo 7'de, TCMB bilançosunun yukarıda belirtilen seçilmiş kalemleri ile TCMB'nin yaptığı net döviz alımlarının, 2002-2007 dönemine ait değerleri yer almaktadır.

Tablo 7: TCMB Analitik Bilançosu (Seçilmiş Kalemler) ve TCMB Toplam Net Döviz Alımları

Yıllar	Net İç Varlıklar (Milyon YTL)	Açık Piyasa İşlemleri (Milyon YTL)	Rezerv Para (Milyon YTL)	Rezerv Para (% değişim)	Toplam Net Döviz Alımları (Milyon Dolar)
2001	25.537	1.112	7.922		-
2002	23.523	8.452	10.662	34,59	799
2003	23.990	7.902	15.443	44,84	9.881
2004	21.070	3.622	20.328	31,63	5.378
2005	17.732	4.983	32.696	60,84	22.007
2006	12.888	-1.098	41.395	26,61	6.632
2007	16.166	4.369	44.850	8,35	9.494

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bülten-2008:1 (Ocak-Mart).

2001 sonrası dönemde, döviz alımları karşılığında piyasaya sürülen YTL'nin para tabanı üzerindeki etkilerinin TCMB tarafından sterilize edildiğini, APİ'ye ait verilerden ve net iç varlık kaleminden anlamak mümkündür. 2002-2007 döneminde, APİ rakamlarının pozitif olması (2006 yılı hariç), TCMB'nin döviz alımları karşılığında piyasaya çıkan YTL'yi, DİBS satarak piyasadan çektiğini göstermektedir. Bu dönemde net iç varlıklar kalemindeki değerlere bakılacak olursa, 2004 ve 2005 yıllarında, APİ ile TCMB'nin piyasaya olan nakit borcunun artması

³⁰⁰ Ağcaer, s.10; Aklan, 2002, s.49.

³⁰¹ TCMB analitik bilançosunda parasal tabanı temsilen rezerv para tanımı kullanılmaktadır.

nedeniyle, net iç varlıklar kaleminin de azaldığı görülmektedir. 2003 ve 2007 yıllarında ise, net iç varlıklar kalemini oluşturan diğer değişkenlerdeki değişmelere bağlı olarak, APİ'den borçlar artmasına karşın net iç varlıklar kaleminde azalma meydana gelmediği görülmektedir.

Yapılan APİ'nin piyasadaki likidite düzeyi üzerinde meydana getirdiği etkiyi görebilmek için rezerv para kaleminin incelenmesi gerekmektedir³⁰². Bu bağlamda, rezerv para verilerine bakıldığında, APİ ile piyasadaki YTL çekildiği 2002-2007 döneminde (2006 yılı hariç), uygulanan sterilizasyon politikası doğrultusunda rezerv paranın artış hızı azalmakla birlikte, bu azalmanın düzenli olmadığı görülmektedir. Bu durum, rezerv parayı oluşturan emisyon dışındaki diğer bilanço kalemlerindeki artıştan kaynaklanmış olabileceği gibi, yapılan döviz alımlarının para arzı üzerindeki etkilerinin tam olarak sterilize edilmediği şeklinde de değerlendirilebilir³⁰³. Tablo 7'ye bakıldığında, TCMB'nin net döviz alımında 2005 yılında meydana gelen yüksek artış dikkati çekmektedir. TCMB'nin döviz alımında yaşanan bu yüksek oranlı artışta, 2005 yılında bir önceki yıla göre %145 oranında artarak 43,5 milyar dolara ulaşan net sermaye girişlerinin etkili olduğunu söylemek mümkündür. TCMB, bu yüksek döviz alımı karşılığı piyasaya çıkan YTL'nin parasal genişlemeye yol açmasını engellemek için, APİ ile piyasadaki 5 milyar YTL para çekmiştir. 2005 yılında net iç varlıklar kalemi de azalarak, 21 milyar YTL'den 17,8 milyar YTL'ye gerilemiştir. Ancak, TCMB'nin APİ ile yaptığı sterilizasyona rağmen, 2005 yılında rezerv para yaklaşık %61 oranında artarak 32,7 milyar YTL'ye yükselmiştir. Diğer birçok gelişmenin yanında, rezerv parada meydana gelen artış da enflasyon üzerinde baskı oluşturmuş ve 2002 yılından beri istikrarlı bir düşüş eğilimi sergileyen enflasyon oranı, 2006 yılında yükselerek, %5'lik hedefin çok üzerinde %9,7 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk çeyreğinde artan sermaye girişleri, Mayıs-Haziran aylarında yaşanan küresel dalgalanma nedeniyle, yılın ikinci yarısında çıkış eğilimli bir görünüm sergilenmiş ve bu durum döviz talebini arttırarak kurları yükseltici yönde etkilemiş ve YTL değer kaybetmiştir.

³⁰² Keyder, s.247.

³⁰³ Aklan, 2007, s.238.

Gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyondan önemli ölçüde sapması ve beklentilerin kötüleşmesi nedeniyle TCMB; bozulan beklentileri düzeltmek, likiditeyi sınırlandırmak ve iç talep artışını yavaşlatmak için, 2006 yılının ikinci yarısında parasal sıkılaştırmaya yönelik önlemler almıştır. Bu bağlamda, Mayıs 2006 %13,25 olan kısa vadeli faiz oranları, Temmuz 2006'da %17,5'e çıkarılmış ve günlük döviz alım ihalelerine bir süre ara verilmiştir. Bu dönemde, döviz piyasalarına likidite sağlanması amacıyla, döviz satım ihaleleri ve doğrudan satış yoluyla 3,1 milyar dolar tutarında döviz satışı yapılmıştır. Likiditeyi daraltan para politikası önlemleri ve uluslararası piyasalardaki dalgalanmaların kısa bir sürede yatışmasına bağlı olarak, iç piyasada istikrar yeniden sağlanmıştır. 2006 yılının üçüncü çeyreğinin ortalarından itibaren faiz oranlarındaki yükselme durmuş, sermaye girişleri de yeniden hızlanmıştır. Sermaye girişlerine bağlı olarak TCMB, günlük döviz alımlarına daha sınırlı olmakla birlikte yeniden başlamış ve 2006 yılında net 6,6 milyar dolarlık döviz alımı gerçekleşmiştir³⁰⁴.

2005 yılında 5 milyar YTL olan API'den borçlar, 2006 yılında azalarak -1 milyar YTL alacak bakiyesine dönmüştür. Bu durum, 2006 yılında döviz alımlarının para arzı üzerindeki etkisinin sterilize edilmediğini ve TCMB'nin açık piyasa işlemiyle piyasaya 1 Milyar YTL sürdüğünü göstermektedir. 2007 yılı Ağustos ayında ABD mortgage piyasasında yaşanan dalgalanmanın, GOÜ'ler üzerindeki etkisinin sınırlı kalması nedeniyle, yıl genelinde Türkiye'ye yönelik sermaye akımları artmaya devam etmiştir. Buna bağlı olarak TCMB, 2007 yılında net 9,5 milyar dolarlık döviz alımı yapmış ve aynı zamanda API ile piyasadan 4,3 milyar YTL para çekmiştir. Buna bağlı olarak, rezerv para artarak 44,5 milyar YTL olmasına karşın, artış hızı önemli ölçüde gerilemiştir. TCMB'nin 2002 yılından itibaren yaptığı düzenli döviz alımları karşılığında piyasaya çıkan YTL likiditesini, parasal genişlemeye yol açmamak amacıyla geri çekebilmek için daha cazip faiz vermesi gerekmekte, bu ise Türkiye'de faiz oranlarının düşmesini engelleyici bir rol oynamaktadır.

³⁰⁴ TBB, Bankalarımız 2006, s.4.

F. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi

Uluslararası sermaye hareketleri, temelde ekonominin dış dengesizliği ile bağlantılıdır. Ödemeler bilançosunda cari işlemler hesabının açık vermesi ortaya bir finansman sorunu çıkartmakta ve özellikle rezerv düzeyinin yetersiz olduğu durumlarda, finansman ancak sermaye girişlerinin sağladığı dış kaynak kullanımıyla sağlanabilmektedir. Ancak son yıllarda uluslararası sermaye hareketlerine egemen olan eğilim, ulusal ekonomilerin dış dengesizlik boyutuyla sermaye girişleri arasındaki bağlantıyı zayıflatmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin giderek spekülatif bir nitelik kazanarak hacmini arttırması, ulusal ekonomilere ödeme açıklarının çok ötesinde sermaye girişlerine neden olmaktadır³⁰⁵. Sermaye girişlerindeki artışlar ise, cari açığın giderek yükselmesine neden olmaktadır. Tablo 6'daki veriler ve Şekil 12, söz konusu durumun Türkiye açısından da geçerli olduğunu ortaya koymaktadır.

Sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesi üzerinde yarattığı istikrarsızlaştırıcı etki ulusal paranın değerlenmesi olgusu ile ilgilidir. Sermaye girişlerinin artması ile YTL'nin değer kazanması, ihracatı azaltıp, ithalatı arttırarak dış ticaret açığı ve dolayısıyla cari işlemler açığının büyümesine neden olmaktadır. Özellikle Türkiye'nin ihracat yapısının büyük ölçüde ithal girdi miktarına bağımlı olduğu göz önüne alındığında, YTL'nin değer kazanması; ihracat artışlarını aşan boyutlarda ithalat artışlarına yol açarak dış ticaret açıklarını büyütme ve dış ticaret açıklarını, cari açığın en önemli belirleyicisi yapmaktadır.

Cari işlemlerdeki açık sermaye girişleri ile finanse edildiği sürece piyasada, kısa vadede bir sorun yaşanmayacağı düşüncesi oluşmaktadır. Ancak bu durum, cari açığın artık sürdürülemeyeceği algısı (devalüasyon beklentisi) ile tersine dönmekte, özellikle finansal sermayenin hızla ülkeden çıkmaya başlaması sonucunda, kurlar üzerinde bir baskı oluşmakta ve ülkenin uluslararası rezervlerinin hızla azalmasına ve sonuçta krizle karşı karşıya kalınmasına neden olabilen bir süreci

³⁰⁵ Berksoy ve Saltoğlu, s.45.

başlatabilmektedir³⁰⁶. Nitekim Türkiye'nin yaşadığı 2001 krizi bu duruma en iyi örneklerden birisidir.

Tablo 8: Türkiye'de Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar)

Yıllar	Toplam Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	Cari İşlemler Dengesi	Net Hata ve Noksan	Toplam Finansman İhtiyacı ¹
1984	1.075	113	0	1.614	-652	-1.439	469	-970
1985	1.741	99	0	163	1.479	-1.013	-837	-1.850
1986	2.124	125	146	1.041	812	-1.465	-118	-1.583
1987	1.891	106	282	1.453	50	-806	-506	-1.312
1988	-958	354	1.178	-209	-2.281	1.596	515	2.111
1989	780	663	1.386	-685	-584	938	971	1.909
1990	4.037	700	547	-210	3.000	-2.625	-468	-3.093
1991	-2.397	783	623	-783	-3.020	250	948	1.198
1992	3.648	779	2.411	-938	1.396	-974	-1.190	-2.164
1993	8.903	622	3.917	1.370	2.994	-6.433	-2.162	-8.595
1994	-4.257	559	1.158	-784	-5.190	2.631	1.832	4.463
1995	4.565	772	237	-79	3.635	-2.339	2.432	93
1996	5.483	612	570	1.636	2.665	-2.437	1.499	-938
1997	6.969	554	1.634	4.788	-7	-2.638	-987	-3.625
1998	-840	573	-6.711	3.985	1.313	2.000	-713	1.287
1999	4.829	138	3.429	344	918	-925	1.302	377
2000	9.584	112	1.022	4.276	4.174	-9.920	-2.661	-12.581
2001	-14.557	2.855	-4.515	-1.131	-11.766	3.760	-2.127	1.633
2002	1.191	958	-593	2.105	-1.279	-626	-777	-1.403
2003	7.192	1.252	2.465	-808	4.283	-7.515	4.420	-3.095
2004	17.730	2.005	8.023	6.165	1.537	-14.431	1.043	-13.388
2005	43.502	8.967	13.437	13.307	7.791	-22.137	1.835	-20.302
2006	42.691	19.065	7.373	26.810	-10.557	-31.893	-173	-32.066
2007	48.518	19.924	717	32.033	-4.156	-37.549	1.059	-36.490

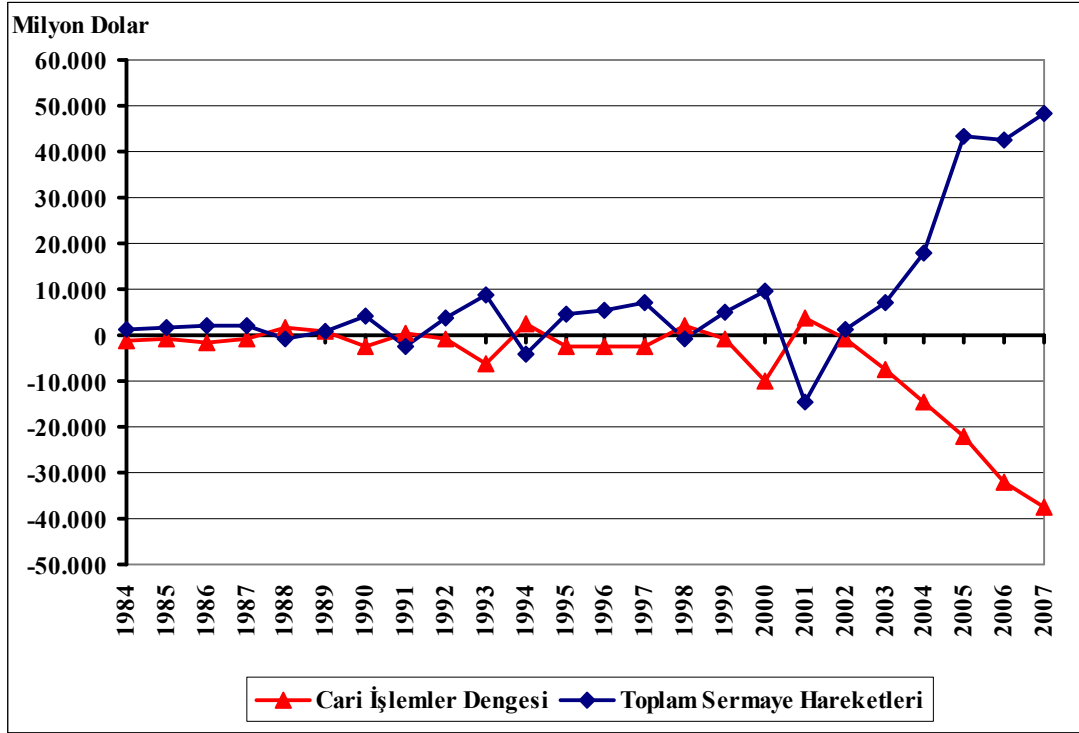
Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

Tablo 8'de, Türkiye'de cari işlemler dengesinin fazla verdiği dönemlere bakıldığında, bunların genellikle yüksek devalüasyonlarla sonuçlanan kriz dönemleri olduğu dikkati çekmektedir. Yani, krizden önceki yıllarda açığın önemli biçimde arttığı, kriz yıllarında ise yapılan devalüasyonlar nedeniyle azaldığı görülmektedir. Örneğin 1992 yılında yaklaşık 1 milyar dolar olan cari açık, 1993 yılında 6,5 milyar dolara yükselmiş, 1994 krizi ile alınan 5 Nisan Kararlarından sonra ise 2,6 milyar dolar fazla vermiştir. Aynı şekilde 2000 yılında yaklaşık 10 milyar dolara yükselen

³⁰⁶ B.Ali Eşiyok, **İstihdam, Birikim, Büyüme ve Sektörel Gelişme Dinamikleri**, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma Müdürlüğü, Ankara, 2003, s.42-43.

cari açık, 2001 yılında 3,8 milyar dolar fazla vermiştir. Ayrıca, cari işlemler fazlası verebilmek için, devalüasyon yapılması gereği, Türkiye’de cari işlemler açığının dış ticaret açığı ile yakından ilgili olduğunu göstermektedir³⁰⁷. Tek başına bir kriz göstergesi olmamakla birlikte, kriz yaşanan yılların hemen öncesinde çok fazla artış göstermesi; Türkiye’de cari açığın, ekonomiye yönelik olumsuz beklentileri güçlendirerek, istikrar açısından önemli bir dengesizlik unsuru olduğuna işaret etmektedir. Bu bağlamda, uzun yıllar yüksek düzeylerde seyreden cari açıklar, olası bir devalüasyon ve kriz habercisi olarak değerlendirilebilmektedir.

Şekil 12: Türkiye’de Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Türkiye’de 1984-2007 döneminde toplam net sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi gösteren Şekil 12’ye bakıldığında, 1980’li yıllarda cari işlemler açıklarına ya da fazlalarına göre küçük boyutlarda kalan sermaye giriş çıkışlarının, 1989 yılından sonra boyutları yönünden bunları çok aştığı dikkati çekmektedir. Örneğin 1984-1987 arasında toplam net sermaye girişleri yılda

³⁰⁷ Kepenek ve Yentürk, s.326-327.

ortalama 1,8 milyar dolar iken, cari işlem açıkları da yılda ortalama 1,1 milyar dolar dolayında gerçekleşmiştir. Ancak sermaye hareketleri serbestleştirildikten sonra cari işlem açıkları ile sermaye girişleri arasındaki dengenin bozulduğu görülmektedir. Öyle ki, 1995-1997 döneminde cari işlemler açığı yılda ortalama 2,5 milyar dolar dolayındayken, toplam sermaye girişleri yılda ortalama 5,7 milyar dolara ulaşmıştır. Bu durum, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra, sermaye hareketleri toplamının cari işlemler dengesi büyüklüklerinden önemli ölçüde saptığına ve cari işlemler dengesi ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin zayıfladığına işaret etmektedir. Ayrıca, sermaye girişlerinin cari işlemler açığını nasıl arttırdığı, çıkışlarınsa cari işlemler fazlası yarattığını dolayısıyla, dengesizliğin giderek büyüdüğünü Şekil 12'den görmek mümkündür³⁰⁸. Özellikle 2002–2007 dönemi verilerine bakarsak, sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesinden kopuşunu çok daha belirgin bir şekilde görebiliriz. 2001 krizinden sonra, sermaye girişlerinin artmasına bağlı olarak YTL'nin sürekli değer kazanması, cari açığı sürekli yükseltmiş ve sermaye hareketleri ile arasındaki farkın giderek açılmasına neden olmuştur. Bu dönemde cari işlemler açıkları yılda ortalama 19 milyar dolar iken, toplam sermaye girişleri 27 milyar dolar düzeyine yükselmiştir.

Sermaye akımları ile finanse edilen cari açığın, mutlak anlamda büyük ya da küçük olması yanında, nasıl (hangi sermaye akımları tarafından) finanse edildiği de büyük önem taşımaktadır. Sermaye hareketleri içerisinde, doğrudan yatırımlar dışındaki kalemler, doğası gereği borç yaratıcı özelliktedirler. Bu nedenle cari açığın, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri yerine, borç yaratmayan sermaye kalemi olarak nitelendirilen doğrudan yatırımlar ya da uzun vadeye yayılmış döviz girişleri ile finanse edilmesinin görece daha az sorunlu olduğu belirtilmektedir. Cari işlemler açığının net hata ve noksan ile karşılanan kısmı çıktıktan sonra kalan kısım toplam finansman gereksinimini vermektedir. Ödemeler dengesinde yer alan net hata ve noksan kalemi, kaynağı belli olmayan döviz giriş ve çıkışlarının net bakiyesini göstermektedir. Türkiye'de net hata ve noksan kaleminin 2002 yılından

³⁰⁸ Tülay Arın, "Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması", **İktisat Üzerine Yazılar I, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar (Korkut Boratav'a Armağan)**, Edt: A.H.Köse, F. Şenses, E. Yeldan, İletişim Yayınları, İstanbul, 2004, s.584; Kazgan, s.167–169.

sonra (2006 yılı dışında) pozitif bakiye verdiği görülmektedir. Birçok iktisatçı tarafından “yerli sıcak para” olarak değerlendirilen net hata ve noksan kaleminin negatif bakiye vermesi toplam finansman gereksinimini arttırırken, pozitif bakiye vermesi ise azaltmaktadır³⁰⁹. Bu bağlamda, net hata ve noksan kaleminin, 2002 yılından sonra, 2006 yılı dışında sürekli pozitif bakiye vermesi, toplam finansman gereksinimini azaltıcı bir etki yaratmıştır.

Tablo 8’e bakıldığında, cari işlemler ile net hata ve noksan kaleminin toplamından oluşan toplam finansman gereksiniminin, cari işlemler dengesinin sürekli açık vermesi nedeniyle, yıllar itibariyle arttığı görülmektedir. 1990-2003 döneminde, Türkiye’ye yönelik doğrudan yatırımlar oldukça düşük düzeylerde gerçekleştiğinden, cari açığın büyük ölçüde portföy yatırımları ile uzun ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edildiğini söylemek mümkündür. 2003 yılından sonra istikrarlı bir artış eğilimine giren doğrudan yatırımların, bu dönemde toplam finansman içindeki ağırlığı da artmıştır. Aynı dönemde, diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinin de belirgin bir şekilde artarak, doğrudan yatırımlar gibi, toplam finansman içindeki payının yükseldiği dikkat çekmektedir.

Özellikle, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmaların etkisiyle, portföy yatırımlarının önemli ölçüde gerilediği ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde de çıkışların yaşandığı 2006 ve 2007 yıllarında, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye girişlerinde yaşanan artışlar, cari açığın finansman kalitesini ve sürdürülebilirliğini arttıran unsurlar olarak değerlendirilmektedir. 2007 yılında Türkiye’ye net 48,5 milyar dolar düzeyinde sermaye girişi gerçekleşirken, cari işlemler açığı nedeniyle oluşan dış finansman gereksinimi de 32 milyar dolara yükselmiştir. 2007 yılında toplam sermaye girişlerinin %41’ini oluşturan doğrudan yatırımlar ve %66’sını oluşturan diğer uzun vadeli sermaye akımları, 2006 yılında olduğu gibi, 2007 yılında da cari açığın en önemli finansman kalemleri olmayı sürdürmüştür.

³⁰⁹ Erinç Yeldan, “Türkiye Ekonomisi’nde Dış Açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri”, **Çalışma ve Toplum Dergisi** (Birleşik Metal-İş Ekonomi ve Hukuk Dergisi), No:2005/4, 2005, s.48.

Finansmanı uluslararası ekonomik konjoktüre son derece duyarlı olan cari açık, enerji fiyatlarındaki yüksek artışların da etkisiyle, son yıllarda giderek yükselmektedir. Cari açığın finansmanında özellikle 2005 yılından itibaren, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinin payı belirgin bir şekilde artmakla birlikte, uluslararası piyasalarda yatırımcıların risk algılamalarını ve yatırım tercihlerini tekrar gözden geçirmelerine yol açan, 2007 yılında başlayan ve halen devam eden küresel dalgalanmanın, önümüzdeki dönemde özellikle gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde ne boyutta etki yapacağı ve küresel likidite koşullarını nasıl etkileyeceği henüz tam olarak netleşmiş değildir. Bu nedenle, söz konusu dalgalanmanın gelişmiş ülkelerin ekonomik performansları üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkarak, çeşitli kanallardan Türkiye'yi de etkilemesi söz konusu olabileceğinden, finansman kalitesi artmış olsa da, cari açığın boyutu, finansal istikrar açısından en önemli risk unsurlarından birisi olmayı sürdürmektedir³¹⁰.

G. Finansal Piyasalarda Derinleşme ve Gelişme

Finansal serbestleşmeyi savunan McKinnon-Shaw hipotezine göre, finansal baskı politikalarına son verilerek yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle finansal sistem içinde ödünç verilebilir fonlar artacak, kaynak dağılımında piyasa mekanizmasının daha belirleyici duruma gelmesiyle tasarruflar gereksinim duyulan alanlara doğru daha etkin bir şekilde harekete geçirilebilecektir. Finansal baskı politikalarına son verilmesi ile ortaya çıkacak tüm bu olumlu gelişmeler ise, finansal piyasaların derinleşmesi ve gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Finansal piyasaların derinleşmesi ve gelişmesinin göstergesi olarak benimsenen birçok ölçüt bulunmaktadır. Bu bağlamda, bu kısımda öncelikle, ilgili yazında klasikleşmiş finansal derinleşme göstergeleri olan M2 ve M2Y para arzı büyüklüklerinin GSMH içindeki paylarının gelişimi incelenmekte, daha sonra ise ekonomide finansal aracığın gelişimini görmek açısından bankacılık sektöründeki

³¹⁰ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:6, Mayıs 2008, s.13; TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:5, Kasım 2007, s.9.

kredi ve mevduatların seyri analiz edilmektedir. Finansal serbestleşme sonrası Türk finans piyasalarının derinlik ve gelişme düzeyini belirlemek amacıyla son olarak, toplam finansal varlıkların dağılımı incelenmektedir. Toplam finansal varlıklar, fon fazlası olan kesimlerin, fon gereksinimi olan kesimlere hangi finansal araçlar yoluyla kaynak aktardıklarını gösterdiğinden, finansal gelişmenin analizinde oldukça önemli bir göstergedir.

1. Finansal Derinleşme Göstergelerinin Gelişimi

McKinnon-Shaw yaklaşımı, finansal baskı politikaları yerine finansal serbestleşme politikası izleyen ülkelerde, finansal birikimlerin artmasına bağlı olarak finansal derinleşmenin artacağını belirtmiştir. Türkiye’de finansal derinleşme göstergeleri olarak bilinen M2/GSMH ve M2Y/GSMH gelişimine bakıldığında, M2 para arzının GSMH’ye oranı, 1986 yılından, finansal serbestleşmenin tam olarak uygulanmaya başladığı 1990 yılına kadar yatay bir seyir izlemiştir. 1990 yılından sonra ise genelde düşüş eğilimine girerek dalgalı bir seyir izlediği gözlenmektedir. Bunun nedeni olarak, M2 para arzı büyüklüğü vadeli mevduatı da içerdiğinden, pozitif reel politikasının öneminin azalması ve yeni finansal araçların kullanılmaya başlamasının etkili olduğu ileri sürülmektedir. Çünkü 1990 yılından sonra, özellikle döviz tevdiat hesaplarında önemli artışlar yaşanmıştır.

Türkiye’de 1984 yılından sonra döviz üzerinden mevduat tutma olanağının sağlanması, ardından 1989 yılında alınan 32 sayılı kararla sermaye hareketlerinin serbestleştirilerek tam konvertibiliteye geçilmesi, para ikamesi sürecinin yaygınlaşmasını sağlamıştır. Yaşanan enflasyon sürecinde, ekonomik birimlerin ellerindeki nakit varlıkları, döviz şeklinde tutarak korumaya yönelik çabalarının artması, döviz tevdiat hesaplarının toplam finansal varlıklar içerisindeki payını arttırmıştır. Bu bağlamda düşünüldüğünde, Türkiye’de finansal sistemin büyüklüğünü ve derinliğini değerlendirmede, M2 para arzı tanımına döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle bulunan M2Y, M2’ye göre daha kapsayıcı bir ölçü olarak

karşımıza çıkmaktadır³¹¹. Tablo 9’da, M2/GSMH ve M2Y/GSMH’nin, 1986-2006 dönemindeki gelişimi gösterilmektedir³¹².

Tablo 9: Türkiye’de Finansal Derinleşme Göstergelerinin Gelişimi

Yıllar	M2/GSMH	M2Y/GSMH
1986	18,05	20,37
1987	17,11	20,56
1988	14,18	18,39
1989	15,48	19,27
1990	14,82	18,37
1991	14,25	18,94
1992	13,50	20,82
1993	11,48	19,99
1994	11,58	22,14
1995	12,20	21,53
1996	12,65	23,26
1997	13,36	24,92
1998	14,71	27,51
1999	20,29	35,91
2000	19,87	37,91
2001	22,33	47,60
2002	19,35	42,00
2003	19,57	38,25
2004	22,86	39,08
2005	26,35	41,47
2006	29,65	44,87

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Tablo 9’da görüldüğü gibi M2Y/GSMH oranı, 1990 yılından sonra hızlı bir artış eğilimine girmiştir. 1996 yılında %23,26 olan M2Y/GSMH oranı 2001 yılında %48’e yükselmiştir. Bu olgu ekonomide yaşanmakta olan para ikamesi sürecinin en önemli göstergelerinden birisidir. Ancak 2001 yılından sonra M2Y/GSMH oranında, önceki yıllara göre bir düşüş (2006 yılı dışında), M2/GSMH oranında ise bir artış eğilimi göze çarpmaktadır. Bu durum, 2001 yılından sonra YTL’nin değer kazanması nedeniyle yaşanan ters para ikamesi sürecinden kaynaklanmıştır. M2Y/GSMH oranında meydana gelen azalma da, ters para ikamesi ile döviz tevdiat hesaplarında meydana gelen görece azalma ve YTL’nin değerlendirilmesi ile döviz tevdiat hesaplarının

³¹¹ Bali ve Çelen, s.2.

³¹² TÜİK, 2007 yılının son çeyreğinde milli gelir hesaplama yöntemini değiştirerek, 1998 bazlı yeni seri milli gelir hesaplarına geçmiş ve 2008 yılı Mart ayı itibarıyla, 1998 yılından başlamak üzere, yeni seri GSYİH rakamlarını açıklamaya başlamıştır. Yeni seri GSMH rakamları ise açıklanmamıştır. Yapılan bu değişiklik nedeniyle, 1987 bazlı eski seri GSMH ve GSYİH rakamlarının 2007 yılsonu değerleri yayınlanmamıştır. Bu nedenle GSMH verilerinin yer aldığı tablolar güncellenememiştir.

YTL değerinin azalması etkili olmuştur³¹³. 2006 yılında YTL'nin değer kazanması nedeniyle M2/GSMH oranı tekrar yükselmiştir.

2. Kredi ve Mevduatların Gelişimi

Finansal serbestleşme ile hedeflenen amaçlardan birisi de finansal kurumların aracılık işlevlerine etkinlik kazandırmaktır. Bu bağlamda bankacılık sektörünün verdiği kredilerin incelenmesi önem kazanmaktadır. Ekonomik büyümeyi finanse edecek en önemli unsulardan birisi banka kredileridir. Özellikle, Türkiye gibi para piyasası dışındaki finansal piyasaları henüz yeterince olgunlaşmamış olan ülkelerde, bankaların verdiği krediler, ekonomik büyümenin finansmanı açısından oldukça önem taşımaktadır. Türkiye'de mevduat bankalarının, döviz ve YTL cinsinden topladıkları mevduatlar ve verdikleri yurtiçi krediler Tablo 10'da görülmektedir.

Tablo 10: Mevduat Bankaları Kredi ve Mevduat Hacim ve Oranları

Yıllar	Toplam Mevduat (Bin YTL)	Yurtiçi Kredi Hacmi (Bin YTL)	Kredi/Mevduat Oranı (%)
1986	15.595	10.042	64,39
1987	23.898	16.025	67,06
1988	38.013	22.769	59,90
1989	61.648	36.522	59,24
1990	93.931	65.198	69,41
1991	164.669	101.452	61,61
1992	296.151	185.419	62,61
1993	522.500	342.182	65,49
1994	1.203.149	575.107	47,80
1995	2.543.787	1.342.332	52,77
1996	5.876.127	3.099.177	52,74
1997	11.964.591	7.227.616	60,41
1998	22.916.822	11.111.299	48,49
1999	45.291.813	16.173.765	35,71
2000	64.942.983	26.394.201	40,64
2001	110.521.576	32.581.551	29,48
2002	135.575.188	32.916.804	24,28
2003	154.185.095	49.916.559	32,37
2004	187.289.520	78.194.896	41,75
2005	233.427.879	121.061.205	51,86
2006	285.487.831	170.364.496	59,67
2007	328.881.376	218.245.553	66,36

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

³¹³ Kepenek ve Yentürk, s.245.

Bankaların, tasarruf yapanlarla yatırımcılar arasındaki aracılık işlevini ne düzeyde gerçekleştirdiğini anlayabilmek için, kredi/mevduat oranlarına bakılması gerekmektedir. Kredi/mevduat oranı, ekonomide tasarrufların yatırımlara dönüşme performansını göstermesi açısından önemli bir göstergedir. Türkiye’de finansal serbestleşme politikalarının uygulanmaya başladığı 1990’lı yılların ilk yarısında görece yüksek oranlarda seyreden kredi/mevduat oraları, daha sonraki yıllarda giderek azalan bir eğilim içine girmiştir. 1990 yılında %69 olan kredi/mevduat oranı 1998 yılında %48’e düşmüş ve bu yıldan sonra giderek azalarak 2002 yılında %24 düzeyine kadar gerilemiştir. Kredi/mevduat oranında yaşanan bu gerileme, bankacılık sisteminde toplanan mevduatın gittikçe daha az oranda krediye dönüştüğünü yani bankacılık kesiminin finansal aracılık işlevinin azaldığına işaret etmektedir.

Öte yandan, ekonomik büyümenin negatif olarak gerçekleştiği 1994, ve 2001 gibi yıllarda kredi/mevduat oranında sert düşüşler gerçekleştiği görülmektedir. Yaşanan kriz nedeniyle belirsizliğin arttığı bu tür dönemlerde bankalar, kredi veya faiz riskinden korunmak amacıyla yurtiçi ve özellikle yurt dışı bankalarda daha fazla mevduat tutma ve böylece likit kalma yolunu seçmektedirler³¹⁴.

Kredi/mevduat oranında yaşanan gerilemenin en önemli nedeni, kamu sektörünün, para piyasasına fon talep eden bir unsur olarak girmesidir. 1990’lı yıllar boyunca kamu kesiminin borç stoku ve borçlanma gereksinimi gittikçe artmıştır. Kamu kağıtlarının reel faiz bazında yüksek getiriler sunması, bankaları, bu kağıtların birinci müşterisi durumuna getirmiştir. Böylece, asli görevi yatırımlar için kredi vermek olan bankacılık sektörü, çok daha karlı ve risksiz olan kamu borçlanma kağıtlarına yönelerek asli görevinden uzaklaşmıştır. Kamunun güvenilirliği ve yüksek faiz uygulaması ile rekabet edemeyen üretici kesimin, toplanan mevduattan aldığı pay giderek azalmıştır³¹⁵. Tabloya bakıldığında, kredi/mevduat oranının 2003 yılından itibaren yeniden bir artış eğilimine girdiği görülmektedir. 2003 yılında %32 olan kredi/mevduat oranı 2007 yılı itibariyle %66’ya yükselmiştir. Bankaların

³¹⁴ Samih Güven, “Türkiye’de Banka Kredileri ve Büyüme İlişkisi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:17, Sayı:197, Ağustos 2002, s.90.

³¹⁵ Barbaros ve Erol, s.13-20.

topladıkları mevduatların giderek daha fazla bir kısmını kredi olarak verdiklerini gösteren bu durum, bankaların finansal aracılık işlevlerinin arttığını yani, yeniden asli bankacılık işlevlerine döndüklerini göstermesi bakımından olumlu bir gelişmedir.

3. Yurtiçi Finansal Varlıkların Gelişimi

Türkiye’de toplam finansal varlıklar; YTL ve döviz mevduatı, devlet tahvili ve hazine bonoları, özel kesim tahvilleri, hisse senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve diğer finansal varlıklardan oluşmaktadır. Toplam yurtiçi finansal varlıkların kendi içerisindeki dağılımı Tablo 11’de gösterilmektedir.

Tablo 11: Toplam Yurtiçi Finansal Varlıkların Dağılımı (%)

YILLAR	TOPLAM MEVDUAT					MENKUL KIYMET									TOPLAM
	Türk Lirası				Döviz Tevdiat Hesabı	Kamu						Özel			
	Tasarruf Mevduatı	Diğer				Hazine Bonosu	Devlet Tahvili	Diğer	Özel						
									Hisse Senedi	VDMK	Diğer				
1986	75,8	66,3	37,4	28,9	9,5	24,2	17,8	-	-	-	6,4	5,6	0,0	0,8	100,0
1987	73,3	58,8	29,5	29,3	14,5	26,7	19,2	-	-	-	7,5	5,8	0,0	1,7	100,0
1988	73,0	56,4	30,6	25,8	16,6	27,0	18,5	5,6	10,8	2,1	8,5	6,9	0,0	1,6	100,0
1989	70,9	54,6	30,8	23,8	16,3	29,1	19,1	4,4	13,5	1,2	10,0	8,4	0,0	1,6	100,0
1990	67,3	51,8	27,5	24,3	15,5	32,7	20,0	4,3	14,8	0,9	12,7	11,4	0,0	1,3	100,0
1991	66,1	45,4	26,0	19,4	20,7	33,9	19,2	7,8	10,6	0,8	14,7	13,8	0,0	0,9	100,0
1992	57,8	37,2	20,4	16,8	20,6	42,2	29,1	9,1	18,6	1,4	13,1	10,6	2,0	0,5	100,0
1993	52,5	31,2	15,7	15,5	21,3	47,5	33,6	8,0	23,5	2,1	13,9	8,8	4,5	0,6	100,0
1994	61,2	31,2	18,3	12,9	30,0	38,8	31,5	16,9	12,9	1,7	7,3	6,1	1,1	0,1	100,0
1995	59,6	30,2	18,7	11,5	29,4	40,4	32,5	17,0	13,8	1,7	7,9	6,0	1,8	0,1	100,0
1996	62,3	32,2	19,9	12,3	30,1	37,7	32,6	17,5	14,3	0,8	5,1	4,9	0,1	0,1	100,0
1997	60,8	30,1	17,8	12,3	30,7	39,2	34,0	13,3	19,9	0,8	5,2	5,1	0,1	0,0	100,0
1998	59,9	31,9	18,8	13,1	28,0	40,1	34,6	17,1	16,9	0,6	5,5	5,5	0,0	0,0	100,0
1999	59,7	32,3	19,8	12,5	27,4	40,3	34,7	4,8	29,3	0,6	5,6	5,6	0,0	0,0	100,0
2000	56,1	30,7	17,9	12,8	25,4	43,9	37,0	2,1	34,5	0,4	6,9	6,9	0,0	0,0	100,0
2001	44,2	18,7	11,5	7,2	25,5	55,8	51,7	8,4	43,1	0,2	4,1	4,1	0,0	0,0	100,0
2002	44,7	19,5	11,7	7,8	25,2	55,3	50,9	12,5	38,0	0,4	4,4	4,4	0,0	0,0	100,0
2003	41,2	21,6	12,4	9,2	19,6	58,8	53,9	7,0	46,4	0,5	4,9	4,9	0,0	0,0	100,0
2004	42,0	23,8	14,3	9,5	18,2	58,0	52,2	7,0	44,6	0,6	5,8	5,8	0,0	0,0	100,0
2005	44,6	28,8	17,2	11,6	15,8	55,4	49,1	3,5	44,8	0,8	6,3	6,3	0,0	0,0	100,0
2006	47,1	29,8	19,1	10,7	17,3	52,9	45,6	1,7	43,2	0,7	7,3	7,3	0,0	0,0	100,0

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006), Mart 2007, s.62.

Finansal serbestleşmenin ileri düzeyde olmadığı dönemlerde, Türkiye’deki finansal piyasaların en belirgin özelliği, finansal birikimin asıl olarak mevduatlardan

oluşmasıdır. 1989 yılında toplam finansal varlıkların %70,9'unu mevduatlar oluşturmaktadır. Finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte mevduatların toplam finansal varlıklar içindeki payı azalmaya başlamış ve 2000 yılında %56,2 olan bu pay, 2006 yılı itibariyle %47,1'e kadar düşmüştür. Finansal serbestleşme ile birlikte, mevduatların toplam finansal varlıklar içindeki payı gittikçe azalırken, menkul kıymetlerin payının arttığı dikkati çekmektedir.

Finansal serbestleşme sürecinde 1986 yılında İMKB'nin kurulması ve kamunun DİBS ihraçlarına başlaması ile menkul kıymetlerin toplam finansal varlıklar içindeki payı da artmaya başlamıştır. Menkul kıymetlerin toplam finansal varlıklar içindeki payı, 1988 yılında %27 iken 2000'li yıllarda %50'ler düzeyine yükselmiş, 2006 yılında %52,9 olarak gerçekleşmiştir. Toplam finansal varlıklar içinde menkul kıymetlerin payının yıllar itibariyle artış göstermesi, sermaye piyasasının gelişmesinin bir göstergesidir. Bu bağlamda, finansal serbestleşmenin amaçlarına ulaşılması bakımından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta, özel sektörün bu büyüklükler içerisinde aldığı paydır³¹⁶. Tablo 11'e baktığımızda, özel sektörün yatırım ve büyüme için, sermaye piyasasındaki kaynak artışından yeterince yararlanamadığı görülmektedir.

Özel sektör menkul kıymetlerinin toplam finansal varlıklar içindeki payı, 1988 yılında %8,5 iken, 1990–1993 döneminde %14'lü düzeylere yükselmiştir. Ancak 1994 yılından başlayarak, büyük bir düşüş yaşanmış ve bir daha 1988'deki ilk düzeyini dahi yakalayamamıştır. 2006 yılı itibariyle özel sektörün ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam finansal varlıklar içindeki payı sadece %7,3'tür. Kamu kesiminin finansal piyasalar üzerindeki hakimiyeti ise giderek artmış, toplam finansal varlıklar içinde kamu kesiminin payı 1988 yılında %18,6 iken, 2000 yılında %36,9'a yükselmiş, 2001 yılında ise %51,7'ye ulaşmıştır. Bu artışın en önemli kaynağını kamu kesimi açıklarının finansmanı için piyasaya sürülen tahvil ve bonolar oluşturmaktadır.

³¹⁶ Barbaros ve Erol, s.19.

Kamu kesimi menkul kıymet stokundaki bu artış, sermaye piyasasının faaliyete başladığı 1986 yılından bu yana devam etmekle birlikte, zaman içinde kamu sektörünün iç borçlanma gereksiniminin yüksekliği ve bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması çerçevesinde, özellikle 2001 krizinden sonra kamu ve TMSF bünyesindeki bankalara sağlanan devlet tahvili ve hazine bonoları, kamu menkul kıymetlerinin hacim olarak katlanarak artmasına neden olmuştur. 2006 yılı itibariyle kamunun ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam finansal varlıklar içindeki payı %46,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, toplam finansal varlıklar içinde menkul kıymetlerin artışı ile sağlanan fonlardan, yatırım yaparak ekonomik büyümeye katkıda bulunacak olan özel sektör yerine daha çok kamu kesiminin yararlandığını göstermektedir.

Türkiye’de sürekli büyüyen kamu açıklarından kaynaklanan kamu borcu, bu borcun finansmanı için DİBS ihracı ve bunlara ödenen yüksek reel faizler, sermaye piyasalarının gelişmesini engellemiş, özel sektörü dışlayarak finansal piyasaları kamu egemenliğine sokarak reel sektörün bu piyasadaki kaynak sağlanmasını kısıtlamıştır. Dolayısıyla bu veriler, kamu sektörünün piyasadaki ağırlığının devam ettiğini, finansal sistemin yarattığı kaynakların büyük bir bölümünün kamu sektörü tarafından kullanıldığını ve bu nedenle finansal sistemin yeterli derinliğe ulaşamadığını göstermektedir³¹⁷.

Türkiye’de finansal serbestleşme öncesi ve sonrası dönemde uygulanan kamu finansman politikaları büyük bir değişim göstermiştir. 1980 öncesi dönemde kamu açıklarının finansmanında daha çok dış borç ve TCMB kaynakları kullanılırken, bu dönemden sonra ağırlıklı olarak iç borçlanma politikası, kamu açıklarının finansman aracı haline gelmiştir. 1980’li yılların sonlarından itibaren artan kamu finansman gereksiniminin iç borçlanma yoluyla karşılanmasının benimsenmesi, Hazine’nin kamu harcamalarını karşılayabilmek için sürekli olarak hazine bonusu ve devlet tahvili gibi borçlanma kağıtları ihraç etmesini gerektirmiştir. Artan iç borçlanma gereksinimine bağlı olarak reel faiz oranları da artış göstermiştir. Yüksek getirilerinin yanı sıra riskinin de düşük olması nedeniyle, kamu borçlanma kağıtları bankalar

³¹⁷ SPK, 2002 Yılı Faaliyet Raporu, s.30.

açısından oldukça cazip hale gelmiştir. Bu süreçte dışarıdan dövizle borçlanan bankalar, yurtiçinde YTL'ye dönerek DİBS'lerine yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. İşte 1980'li yılların sonlarından itibaren artan borçlanma gereksinimi ile birlikte kamu kağıtlarındaki cazibenin de etkisiyle, mevcut menkul kıymet stoku büyük ölçüde kamu kağıtlarına yönelmiş ve devlet, finansal piyasaların yarattığı fonların büyük bir bölümünü toplamıştır. Bu süreç, sadece özel sektöre daha az kaynak bırakmakla kalmamış, aynı zamanda bankacılık sektörünün bilanço yapısının bozulmasına ve risklerin artmasına neden olmuştur³¹⁸. Nitekim 2001 krizinde portföylerinde çok fazla DİBS bulunduran birçok bankanın batması bu durumun bir göstergesidir. Ancak 2002 yılından başlayarak, küçük çaplı da olsa, özel sektör menkul kıymetleri lehine yaşanan gelişme ve toplam menkul kıymet stoğu içindeki ağırlığını korumakla birlikte, 2005 ve 2006 yıllarında kamu sektörünün payının gerilemiş olması, geleceğe yönelik olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

H. Sermaye Hareketleri ve Menkul Kıymetler Piyasası

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin bir bölümü hisse senetleri fiyatlarına ilişkin beklentilerden kar etmek amacıyla gelen portföy yatırımlarından oluşmaktadır. Türkiye'de sermaye piyasasının görece sığ olması, büyük fonlarla yatırım yapanlara geniş kar olanakları sunmaktadır. Türkiye'de sermaye piyasalarının sığ olmasının nedeni ise, özel şirketlerin çoğunlukla aile şirketi niteliğini korumaları ve sermayelerini ancak küçük oranlarda piyasaya açmalarıdır. İMKB gibi sığ bir piyasada fiyatlar düşmüşken, büyük fonlar dışarıdan giriş yaptığında, hisse senedi fiyatları yükselmektedir. Hisse senedi fiyatlarının yükselmesi YTL'nin, hisse senedi alım-satımına yönelen yabancı sermaye girişinin etkisiyle, döviz karşısında aşırı değerlenmesi, getirilerin dövize dönüştürülmesi durumunda sağlanacak karları da arttırmaktadır. Hisse senetlerine yönelik sermaye girişleri, hisse senedi fiyatlarındaki artış eğiliminin süreceği ve döviz kurunda bir artış olmayacağı beklentisine bağlıdır ve bu beklentiler zayıfladığında sermaye girişleri yerini kitlesel çıkışlara bırakmaktadır. Hisse senetlerine yönelik sermaye

³¹⁸ Ramazan Gökbunar ve Mustafa Miynat, "Türkiye'de Finansal Liberalleşme Sürecinde İç Borçlanma Politikalarının Bankacılık Sektörüne Etkileri", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:231, Haziran 2005, s.69-81.

hareketlerinin büyük bir bölümü spekülatif nitelik taşımaktadır. Kar payı beklentisiyle hisse senedine yatırım çok daha azdır³¹⁹.

1980’li yılların ilk dönemlerinde sermaye hareketlerinin daha sağlıklı işlemesi için gerek yasal düzenlemelerin yapılması gerekse kurumların oluşması açısından Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu bağlamda 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, 1986 yılında ise İMKB faaliyete başlamıştır³²⁰. Türkiye’de 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılarak finansal piyasaların tümüyle serbestleştirilmesiyle birlikte, yabancı yatırımcıların İMKB’ye olan ilgileri büyük bir hızla artmıştır. Tablo 12’de kuruluşundan bu yana İMKB hisse senetleri piyasasına ilişkin çeşitli göstergelerin seyri görülmektedir.

Tablo 12: İMKB Hisse Senetleri Piyasasına İlişkin Çeşitli Göstergeler

Yıllar	YTL Bazlı İMKB-100 Endeksi (Ocak 1986=100)	İşlem Gören Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon Dolar)
1986	1,71	80	13
1987	6,73	82	118
1988	3,74	79	115
1989	22,18	76	773
1990	32,56	110	5.854
1991	43,69	134	8.502
1992	40,04	145	8.567
1993	206,83	160	21.770
1994	272,57	176	23.203
1995	400,25	205	52.357
1996	979,89	228	37.737
1997	3.451,0	258	58.104
1998	2.597,9	277	70.397
1999	15.208,8	285	84.034
2000	9.437,2	315	181.934
2001	13.782,7	310	80.400
2002	10.369,9	288	70.756
2003	18.625,0	285	100.165
2004	24.971,7	297	147.755
2005	39.777,7	304	201.763
2006	39.117,5	316	229.642
2007	55.538,1	319	300.842

Kaynak: SPK 2007 Yılı Faaliyet Raporu, SPK 2002 Yılı Faaliyet Raporu.

³¹⁹ Kazgan, s.172.

³²⁰ SPK, 2006 Yılı Faaliyet Raporu, s.27.

İMKB, faaliyete başladığı 1986 yılından bu yana gerek işlem hacmi gerekse hisse senetleri borsada işlem gören şirket sayısı bakımından büyük bir gelişim göstermiştir. Tablo 12’de hisse senetleri işlem hacminin gelişimine baktığımızda, 1986 yılında 13 milyon dolar olan işlem hacminin, özellikle yabancı yatırımcıların İMKB’ye girişlerinin serbestleştirildiği 1989 yılından sonra büyük bir artış gösterdiği dikkati çekmektedir. 1989 yılında 5,8 milyar dolar düzeyine yükselen işlem hacmi, 2000 yılında 181,9 milyar dolar düzeyine ulaşarak rekor düzeyde bir artış gerçekleştirmiştir. 2001 yılında yaşanan kriz sonucunda sermaye çıkışlarının artmasıyla işlem hacmi yaklaşık %56 düzeyinde azalarak 80,4 milyar dolara düşmüştür. 2003 yılından itibaren enflasyondaki gerileme, büyüme hızının artması gibi makroekonomik göstergelerde yaşanan olumlu gelişmeler sonucunda, hisse senedi işlem hacimleri tekrar artış eğilimine girmiştir. 2006 yılında 229,7 milyar dolara yükselen hisse senedi işlem hacmi, 2007 yılında 300,9 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. İMKB hisse senetleri piyasasında işlem gören şirket sayılarına bakacak olursak, İMKB’de işlem gören şirket sayısının 2001 yılında yaşanan ekonomik krize kadar istikrarlı bir artış trendi izlediği görülmektedir. İMKB’nin kurulduğu 1986 yılında 80 olan şirket sayısı 1989 yılından sonra hızla artmıştır. 2000 yılında 315’e ulaşan işlem gören şirket sayısı, 2001 krizinden sonra 2001 ve 2002 yıllarında bir miktar düşmüş ancak 2003 yılından itibaren yeniden artmaya başlayarak 2007 yılsonu itibariyle 319 düzeyine ulaşmıştır.

Hisse senetleri piyasasının önemli bir göstergesi de İMKB-100 endeksidir. İMKB-100 endeksi YTL bazında 1999 yılındaki rekor seviyesinden sonra, yaşanan finansal krizin etkisiyle 2000-2002 döneminde düşüş göstermiştir. 2002 yılında 10.370 puana düşen endeks, 2003 yılından itibaren İMKB hisse senedi piyasası işlem hacminde meydana gelen artışa paralel olarak yükselmeye başlamıştır. Piyasalar genelinde 2003 yılında başlayan olumlu hava, 2005 yılına kadar devam etmiştir. Enflasyon başta olmak üzere ekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler borsanın yükselişini desteklemiştir. 2006 yılının ilk aylarına kadar süren endeksteeki yükseliş trendi, 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında küresel piyasalardaki finansal dalgalanmanın etkisiyle düşmüştür. Ocak 2006’da 44.590 puan olan İMKB-100 endeksi, Haziran ayı sonunda 35.453’e kadar gerilemiş ve 2006 yılı sonunda 39.117

pandan kapanmıştır³²¹. 2007 yılında ise, 2006 yılına göre %42 oranında değer kazanan endeks, 55.538'e yükselmiştir.

Yabancı yatırımcılar, bir ülkenin sermaye piyasasında yatırımcı tabanını genişletmenin yanında yeni sermaye akışı sağlamları açısından da oldukça önem taşımaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcıların varlığı ve boyutu, ülkenin sermaye piyasalarının güvenilirliğinin de bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Türkiye'de de İMKB hisse senetleri piyasasında yabancı yatırımcıların önemli bir payı bulunmakta ve bu pay hızla artmaktadır³²².

Tablo 13: Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi Verileri

Yıllar	Saklama Bakiyesi (Milyon Dolar)	Saklama Oranı (%)	İşlem Hacmi (Milyon Dolar)
1999	15,358	63,9	17,879
2000	7,404	40,9	33,410
2001	5,635	49,2	12,139
2002	3,450	43,0	12,869
2003	8,954	51,5	17,334
2004	16,141	54,7	37,368
2005	33,812	66,3	83,275
2006	35,083	65,3	88,519
2007	70,213	72,3	144,143

Kaynak: TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası 2007, TSPAKB Yayın No:34, İstanbul, Mayıs 2008, s.145.

Tablo 13'den yabancı yatırımcıların yıl sonu portföy değerlerini gösteren saklama bakiyelerine bakacak olursak, 1999 yılı sonunda İMKB şirketlerinin halka açık kısmının %63,9'u Takasbank nezdindeki yabancı yatırımcıların saklama hesaplarında bulunmakta iken, bu oranın Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizler nedeniyle 2000 yılında %40,9'a düştüğü, 2001 yılında %49,2'ye yükseldiği, 2002 yılında ise bir miktar azalarak %43 düzeyine düştüğü görülmektedir. Yabancı yatırımcıların saklama bakiyelerinin toplamdaki payı 2003 yılından itibaren yeniden artmaya başlamıştır. Yabancı yatırımcıların İMKB şirketlerinin halka açık kısmındaki payı 2003 yılı sonunda %51,5 iken 2004 sonunda %54,7'ye, 2005

³²¹ SPK, 2006 Faaliyet Raporu, s.27; TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası 2006, TSPAKB Yayın No:33, İstanbul, Mayıs 2007, s.46.

³²² DPT, 9.Kalkınma Planı Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık) Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, Ocak 2006, s.40.

sonunda ise %66,3 düzeyine yükselmiş, 2006 yılında küçük bir düşüşle %65,3 düzeyinde gerçekleşen bu oran, 2007 yılı sonunda ise %72,3'e yükselmiştir.

Tablo 13'de, 2000-2002 döneminde yabancı yatırımcıların portföy büyüklüğü ve işlem hacimlerinin önemli ölçüde azaldığı dikkati çekmektedir. Ancak 2003 yılından itibaren eğilim hızla tersine dönmüş ve söz konusu büyüklükler katlanarak artmıştır. 2000 yılında 33,4 milyar dolarlık işlem hacmi ile rekor kıran yabancıların hisse senedi alım satım işlemleri, 2000 Kasım ve 2001 Şubat ayında yaşanan finansal krizlerin etkisiyle 2001 yılında önemli ölçüde düşmüştür. 2002 yılında da 2001 yılına benzer bir eğilim izleyen işlem hacmi, 2003 yılından itibaren makroekonomik göstergelerin olumluya dönmesi ile artmaya başlamıştır. 2004 yılında 37,3 milyar dolar olan yabancıların toplam hisse senedi işlem hacmi, 2005 yılında yaklaşık %122 oranında artarak 83,2 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. 2006 yılında 88,5 milyar dolar olan işlem hacmi, 2007 yılında %63 oranında artarak 144,1 milyar dolara yükselmiştir.

Yabancı yatırımcıların yıl sonu portföy büyüklüğünü gösteren saklama bakiyeleri de işlem hacimleri gibi 2002 yılından sonra hızla artmıştır. 2002-2006 döneminde yabancı yatırımcıların portföy büyüklüğünün 30 milyar dolardan fazla arttığı görülmektedir. 2006 yılında bir miktar yavaşlayan artış, 2007 yılında yeniden ivme kazanmıştır. 2006 yılında 35 milyar dolar olan saklama bakiyesi, 2007 yılında iki kat artarak 70,2 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Böylece, 2007 yılında, saklama bakiyesi ve işlem hacimlerinde rekor düzeylere ulaşılmıştır. Saklama bakiyelerinde gerçekleşen bu artış, net sermaye girişi ve portföy değer artışından kaynaklanmaktadır³²³.

V. FİNANSAL SERBESTLEŞME SONRASI TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye'de finansal serbestleşme ile başlayan temel dönüşümün ardından üç büyük finansal kriz yaşanmıştır. Türkiye'de 1990'lı yıllardan önce de krizler

³²³ Gökben Atlas, "Yabancı Yatırımcılar", *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, Sayı:66, Şubat 2008, <http://www.tspakb.org.tr>, (25.06.2008), s.18-19.

yaşanmış olmakla birlikte; 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini daha önceki krizlerden ayıran önemli bir fark, hepsinin 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra gerçekleşmeleridir. Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin 1994 krizine göre bir farklılığı bulunmaktadır. Bu fark, söz konusu krizlerin döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanırken ortaya çıkmalarıdır.

Bu krizlerin ortaya çıkmasındaki temel neden ise, makroekonomik istikrar sağlanmadan ve yeterli yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmadan finansal serbestleşme uygulamasına başlanmasıdır. Finansal serbestleşme uygulamasını başlatmadan önce, uygun makroekonomik altyapının oluşturulmaması ya da finansal serbestleşme sürecinde yanlış politikaların seçilip sürdürülmesi, serbestleşmenin başarısını engellemekte ve sürdürülemez politikalar ülkeyi, etkileri tüm ekonomide hissedilen bir finansal krize sürükleyebilmektedir. Türkiye’de mali disiplin sağlanmadan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, artan kamu kesimi borçlanma gereksinimi nedeniyle, yurtiçi faiz oranlarının yabancı ülkelere oranla artmasına yol açarak, sermaye girişlerini teşvik edici bir rol oynamıştır. Artan sermaye girişleri ise ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olmuştur. Ancak, Latin Amerika ve Asya ülkelerinde de görüldüğü gibi, bu tür sermaye girişleri, ulusal paranın reel değer kazanması uygulamasının sürdürülemez duruma gelmesine kadar devam etmekte ve ülke parasına yönelik spekülasyonla sona ererek kriz sürecini başlatabilmektedir³²⁴. Nitekim Türkiye’nin yaşadığı 1994 ve 2001 krizlerinde bu durumu görmek mümkündür.

A. 1994 Krizi

Türkiye’de 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılması sonucu, 1990 yılından itibaren ülkeye giren yabancı sermaye miktarındaki artışlar YTL’nin aşırı değerlendirilmesine neden olmuş ve YTL ile belirlenmiş aktiflerin getirilerini yükseltmiştir. Bu arada, 1991 yılından itibaren kamu menkul kıymetlerinin faiz oranları da hızla yükselerek %70-80'lere ulaşmıştır. Böylece, yüksek oranda

³²⁴ Mert Ural, “Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003, s.173-180.

değerlenmiş YTL ve 1991, 1992 ve 1993 yılının ilk yarısında geçerli olan yüksek yurtiçi faiz oranları, Euro piyasalarından düşük faizle borçlanarak, yurt içinde kamu menkul kıymetlerine yatırım yapılması, aşırı getiriler elde edilmesine neden olarak, YTL cinsinden aktifleri sürekli olarak çekici kılmıştır. Böylece olası bir devalüasyon riski, yüksek yurt içi faizlere yansıtılmıştır. Ancak, YTL'nin değer kaybının Türkiye'deki enflasyon oranına yaklaştığı dönemlerde, kısa vadeli dış fonlar için faiz cazibesinin azalması, finansal sermayenin geri dönüş tehlikesini arttırmıştır.

1980'li yıllarda başta ABD ve Avrupa ülkelerinde görülen büyük bütçe açıkları, dünyadaki tasarrufları kamunun emrine vererek, yüksek faiz oranlarının, enflasyonun ve düşük büyüme oranlarının kaynağını oluşturması, küresel ekonomik sorunların başında gelmiştir. ABD kamu açıklarının ve ABD boyutlarında olmasa da Avrupa ülkelerinde artan bütçe açıklarının uluslararası finans piyasalarından karşılanması, uluslararası piyasalarda faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Ancak 1990'lı yılların başında bir yandan ABD bütçe açıklarının giderek azalması, diğer yandan Avrupa Birliği ülkelerinin Maastricht ölçütlerini kabul etmeleri, uluslararası finansal piyasalarda fon talebini azaltıcı ve faiz oranlarını düşürücü bir etki yapmıştır.

1990'lı yıllarda Avrupa Birliği ülkelerinde tüm sınırların kaldırılması aşamasına gelinmesi, finansal piyasaları da içerdiğinden, Avrupa'da faiz oranlarının rekabetçi bir yapı kazanmasına yol açmıştır. Ayrıca, 1990'lı yılların hemen başında ABD'de tahvil piyasasının küreselleşmesine olanak veren SEC 144 A Yasası'nın çıkarılmasıyla, ADB tahvil piyasası Euro-Tahvil piyasasına dönüşmüştür. Böylece ABD finans piyasaları da yabancılara açıldığından, dünyadaki fon arzını arttıran bu durum, dünya faiz oranlarını düşürücü bir etki yaratmıştır. Benzer bir gelişme, 1990 yılı başında Japonya'da da yaşanmış ve finans piyasalarına yabancıların girişini yasaklayan 65 sayılı yasa yürürlükten kaldırılmış, böylece uluslararası ödünç olanakları artmıştır.

YTL'nin aşırı değerlenmesi ve uluslararası faiz oranlarındaki düşüş, bankaların uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda borçlanmasını ve

toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul kıymetlerine yatırılmasını ya da yurtiçi piyasalara kredi olarak verilmesini çekici kılmıştır³²⁵. Bu dönemde özellikle dayanıklı tüketim mallarına yönelik tüketici kredileri ile iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde ithalatını arttırırken, YTL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması da ihracatı zorlaştırırken, ithalatın artmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda, 1993 yılında cari işlemler açığı rekor düzeye ulaşarak, 6.4 milyar dolara yükselmiştir.

Özellikle 1991 yılında hükümet, erken seçim öncesi genişletici politikalara yönelmiştir. Kamu kesiminde ücretler %28 oranında arttırılmış, tarımsal destekleme ve kamu yatırımlarına hız verilmiştir. Seçimlerden sonra iş başına gelen hükümet ise popülist politikaları sürdürmüştür. Bu politikalar sonucunda, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı 1990 yılında %10.2'ye, 1993 yılında ise %16.3'e yükselmiştir. Kamu kesimi açıklarının yüksek reel faizli iç borçlanma yoluyla finanse edilmesi, yapılan faiz ödemelerinin bütçe üzerindeki yükünü giderek ağırlaştırmıştır. Konsolide bütçe faiz ödemelerinin GSMH içindeki payı 1990 yılında %3.5 iken, 1994 'de %7.6 düzeyine yükselmiştir. Bu durum, yurt içi faiz oranlarının daha da yükselmesine neden olarak, ülkeye yabancı sermaye girişini arttırmış ancak, özel sektör üzerinde dışlama (crowding out) etkisi yaratmıştır³²⁶.

Bunun üzerine 1993 yılında hükümet, kısa vadeli ekonomik hedeflerinden birinin, kamu bütçesi üzerinde baskı yaratan ve özel sektörü dışlayıcı etki yaratan faizleri düşürmek olduğunu açıklamıştır. 1993 yılında iç borçlanma faiz oranlarını düşürmek için ihale iptalleri ya da borçlanma miktarına sınırlama getirilmesi gibi borçlanma politikaları izlenmiştir. Kasım 1993'de beş borçlanma ihalesinden dördü iptal edilmiştir. Yapılan ihale iptalleriyle piyasalarda gergin bir bekleyiş başlamıştır. Ayrıca, 1994 yılından geçerli olmak üzere, tahvil ve bonolardan elde edilecek gelire %5 oranında gelir vergisi stopajı konulacağına ilan edilmesi, iç borçlanma piyasasını olumsuz yönde etkilemiştir. Kamu kesimi açıklarındaki artışa karşın, hükümetin iç borçlanma faizlerini düşürmekte ısrarlı olması, bankaların iç borçlanma senetlerine olan taleplerini düşürmüştür. Hazine, düşük faizle borçlanma talebine

³²⁵ İlker Parasız, **Enflasyon, Kriz ve Ayarlamalar**, 2. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2002, s. 376-389.

³²⁶ Parasız, 2002, s.381-382; Parasız, 1998, s.319-320.

piyasalardan yeterinde yanıt alamayınca, dış kaynak kısıtı nedeniyle finansman gereksinimi çoğunlukla TCMB kaynaklarından karşılanmıştır.

1993 yılında çıkarılan iki kanunla Hazine'nin TCMB kaynaklarından kullanabileceği kısa vadeli avans miktarı arttırılmıştır. Bunun sonucunda, kısa vadeli avans kullanımının GSMH'ye oranı 1992 yılında %1.6 iken, 1993 yılında %2.7'ye yükselmiştir. Kısa vadeli avans kullanımının artması, faiz oranlarını yükseltmemek için Hazine'nin yaptığı ihale iptalleri ile birleşince, toplam bütçe finansmanı içinde iç borçlanmanın payı giderek azalmış, 1992 yılında hazine bonusu kullanımı %2.2 iken, 1993 yılında %1.1'e gerilemiştir. Hatta 1994 Şubat ayında Hazine, net iç borç ödeyici durumuna gelmiştir. Yüksek miktarda kısa vadeli, avans kullanıp, aynı zamanda net iç borç ödeyici konumuna gelmesi, fazla likiditenin piyasada kalmasına yol açmıştır. Faizleri düşürme politikası çerçevesinde TCMB de bankalararası para piyasasında faiz oranlarını yükseltmemiştir. Bütün bunların etkisiyle piyasada oluşan fazla likidite, cari açığın artması, kurun değerli tutulması ve devalüasyon beklentileriyle, 1994 yılının başlarında dövize yönelmiştir. Dövize olan talep artışı ise kurların yükselmesine neden olmuştur.

Kurların yükselmesiyle, resmi kur ile serbest piyasada oluşan kur arasındaki fark %23'e kadar yükselmiştir. Bunun üzerine 26 Ocak 1994 tarihinde YTL, yaklaşık %14 oranında devalüe edilmiştir. YTL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı Nisan ayına kadar devam etmiş ve Ocak – Nisan 1994 arasında YTL'nin dolar karşısındaki değer kaybı, nominal olarak yaklaşık %172'ye kadar yükselmiştir. YTL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybının hızlanması, kur ile faiz arasındaki farkın da kapanması sonucu, bankalar açık pozisyonlarını kapatmaya yönelmişler, bu da TCMB rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Bu arada Hükümetin, döviz tevdiat hesaplarını belirli bir kurdan bozarak YTL mevduat hesabına çevirmesini öngören bir düzenlemenin çıkacağına ilişkin söylentiler, bankacılık sisteminden döviz bazında önemli miktarda para çekilmesine neden olmuştur. Bu durum, tüm bankacılık sisteminden YTL mevduatları da içeren bir kaynak çekilişine neden olarak, sistemde önemli bir likidite daralmasına yol

açmıştır³²⁷. Diğer yandan, yüksek cari açık da devalüasyon beklentilerini güçlendirerek döviz talebini arttırıcı bir rol oynamıştır.

Yaşanan tüm bu gelişmeler sonucu, Ocak 1994’de uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından Moodys ve Standart and Poors Türkiye’nin kredi notunu düşürdüğünü açıklamıştır. Bu durum zaten tedirgin olan yatırımcılara olumsuz sinyaller vererek, kısa vadeli sermaye çıkışlarına yol açan bir güven kaybına neden olmuştur³²⁸. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve kamu kesimi açıklarının önemli bir kısmının kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından finanse edildiği bir ülkede, faizleri düşürmenin dövize olan talebi arttırabileceği sermaye çıkışlarına yol açabileceği gerçeği, zamanın hükümeti tarafından göz ardı edilmiş ve 94 krizi sonucunda büyük miktarda bir sermaye çıkışı yaşanmıştır³²⁹. Nitekim 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile 1990 yılında 4 milyar dolarlık net sermaye girişi gerçekleşmiştir. 1991 yılında Körfez savaşının etkisiyle yaşanan çıkışın ardından, yurtiçi faiz oranlarının yüksekliği ve YTL’nin aşırı değerlenmesinin etkisiyle 1992 ve 1993 yıllarında sermaye girişleri yeniden hızlanmıştır. 1992 yılında 3,7 milyar dolar, 1993 yılında ise yaklaşık 9 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir. Ancak 1994 yılında faiz oranlarının düşmesi ve diğer ekonomik göstergelerdeki olumsuz gelişmeler, risk algılamasını yükselterek ülkeden 4,2 milyar dolarlık sermaye çıkışına neden olmuştur. 1994 yılında gerçekleşen bu 4,2 milyar dolarlık sermaye çıkışında, portföy yatırımları şeklindeki sermaye girişlerinin 1993 yılındaki yaklaşık 4 milyarlık düzeyinden, 1994 yılında 1,2 milyar dolara düşmesi ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaklaşık 8 milyar dolarlık bir tersine dönüş yaparak, 1993 yılındaki artı 3 milyar dolar düzeyinden, 1994 yılında eksi 5,2 milyar dolara düşmesi etkili olmuştur.

1994 krizinde hükümet, dövize yönelen talebi, yüksek döviz rezervlerini kullanarak sınırlamanın mümkün olacağını varsaymış, ancak özellikle büyük bankaların bir çoğunun yüksek bir devalüasyon beklentisi ile hareket etmesi sonucu, TCMB tarafından piyasaya sürülen döviz miktarı, talebi karşılamakta yetersiz kalmış

³²⁷ Bahçeci, s.82-83; TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., s.33.

³²⁸ Kepenek ve Yentürk, s.582.

³²⁹ Kansu, s.163.

ve döviz kurları giderek yükselmiştir. Ayrıca, piyasada dolaşan likidite fazlası, o dönem için 52 milyon dolar gibi oldukça dar bir işlem hacmine sahip olan İMKB tarafından da emilmeyince, tek seçenek olan döviz piyasasına yönelmiş, bu da döviz kurlarında hızlı bir artışı beraberinde getirmiştir. Ocak 1994'te döviz kuru 19.000 YTL/\$ ve TCMB rezervleri 7 milyar dolar iken, Nisan 1994'te Döviz kuru 38.000 YTL/\$'a çıkarken, uluslararası rezervler ise 3 milyar dolara düşmüştür³³⁰.

Para ve döviz piyasalarında yaşanan bu olumsuz gelişmeler, kalıcı önlemleri içeren ve bozulan dengeleri kısa sürede yerine getirecek bir istikrar politikasının ivedilikle uygulanmasını zorunlu kılmıştır. Bu amaçla uygulamaya konulan 5 Nisan istikrar programının öncelikli amacı, kısa vadede enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamaktır. Orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlanmasını amaçlamıştır³³¹.

5 Nisan kararları ile mali disiplini sağlamak ve bu yolla kamu kesimi açığını azaltmak amacıyla, Hazine'nin TCMB'den kullandığı kısa vadeli avans miktarına sınırlama getirilmiştir. Buna göre, 1994 yılında bütçe harcamalarının %15'i olan kısa vadeli avans kullanma oranı 1995 yılında %12'ye indirilmiş, 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6 ve 1998 yılı için ise %3 olarak belirlenmiştir. Bankacılık sistemini doğrudan ilgilendiren ve istikrar önlemleri içinde üzerinde en çok durulması gereken kararlardan birisi de, YTL ve yabancı mevduatın tümünün sigorta kapsamına alınması ve üç bankanın faaliyetlerine son verilmesidir³³². Hükümet, dövize olan akını kesmek ve kısa dönemli kamu borçlarını ödeyebilmek için Mayıs 1994 tarihinde %400 nominal faizli borçlanma kağıtlarını piyasaya sürmek zorunda kalmıştır. Faiz oranlarını, borçlanma gereksinimini azaltarak ve temel yapısal dengesizlikleri düzelterek düşürmek yerine, yapay ve kısa vadeli önlemlerle

³³⁰ Kepenek ve Yentürk, s.582.

³³¹ Binay ve Kunter, s.31-32.

³³² TBB, **Bankalarımız 1994**, TBB Yayınları No: 194, İstanbul, Mayıs, 1995, s.16-17.

düşürmeye çalışmak, ekonomiyi güven bunalımına ve krize sürükleyerek faiz oranlarında çok daha yüksek oranda bir artışa neden olmuştur³³³.

1994 krizinden sonra hükümet tarafından alınan bazı önlemler, kısa vadede toparlanma sürecine katkıda bulunmuş olsalar da, bunun sağlıksız bir iyileşme olduğu sonradan anlaşılmıştır. Nitekim bu dönemde yaşanan krizin iyileşme sürecine katkıda bulunan bazı önlemler, daha sonraki krizlerin temellerini oluşturmuştur. Bu bağlamda, hükümetin izlediği politikalarla ilgili iki önemli nokta dikkati çekmektedir. İlk olarak, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin özendirilmesi ve yurt dışına sermaye kaçışlarının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının yüksek tutulması, yurt içi borçlanmanın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş ve bu durumun olumsuz sonuçları 1990'lı yılların sonlarında ortaya çıkmıştır. İkinci olarak, krizin ortaya çıkmasıyla birlikte, mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınması yönünde yapılan düzenleme, daha sonraki dönemlerde bankacılık sektörünü olumsuz yönde etkilemiştir³³⁴. 1994 yılında yaşanan kriz, ekonomi üzerinde çok ağır tahribatlara neden olmuş, toplam net sermaye çıkışı 4,2 milyar dolara yükselmiş, enflasyon TEFE'de %121'e, TÜFE'de %106'ya yükselerek üç haneli rakamlara ulaşmış ve GSMH reel olarak %6 oranında azalmıştır.

B. Kasım 2000 Krizi

Türkiye'de 1998 yılının ortalarında ekonomide başlayan daralma süreci, dünyada yaşanan ekonomik durgunluğun da etkisiyle, 1999 yılında derinleşmiştir. 1998 yılında Rusya krizinin etkisiyle, 6.7 milyar dolarlık portföy yatırımı kaynaklı sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Sermaye çıkışı sonucunda Hazine ihale faizleri ve dolayısıyla faizler genel düzeyi önemli oranda yükselmiş ve 1999 yılı sonlarında Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı %106'ya ulaşmıştır. Daralan ekonomide, azalan fonların büyük bir bölümünün kamu sektörü tarafından kullanılması, özel sektör yatırımları üzerinde dışlama etkisi yaratmıştır. Ayrıca, bu dönemde bütçe açıkları artarak taşınamaz bir noktaya gelmiş ve enflasyon oranı (TEFE) da %70'e yükselmiştir. Tüm bu etkiler sonucunda 1999 yılının üçüncü

³³³ Kepenek ve Yentürk, s.582.

³³⁴ Alper ve Öniş, s.213.

çeyreğinde ekonomi %6,1 oranında küçülmüştür³³⁵. Ekonomide yaşanan tüm bu olumsuzlukları giderebilmek ve Türkiye ekonomisini yeniden istikrara kavuşturabilmek için kapsamlı bir programa gereksinim duyulmuştur. Bu çerçevede, Aralık 1999'da, IMF destekli ve üç yıllık bir dönemi kapsayan “Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı” uygulanmaya başlanmıştır.

Programın orta vadeli amaçları, üç yıllık sürenin sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, reel faiz oranlarını makul bir düzeye düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynakların daha etkin kullanımını sağlamak olarak belirlenmiştir. Programın temel olarak üç unsuru bulunmaktadır Bunlar; sıkı maliye politikası uygulamalarıyla faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması, düşük enflasyon hedefine odaklanmış para ve kur politikalarıdır³³⁶. Programda, TEFE ve TÜFE enflasyonunun sırasıyla, 2000 yılı sonunda %20-25'e, 2001 yılı sonunda %10-12'ye ve 2002 yılı sonunda ise %5-7'ye düşürülmesinin amaçlandığı belirtilmiştir³³⁷.

Programın temel politika aracını para ve kur politikası oluşturmuştur. Döviz kurlarının nominal çıpa olarak kullanılması kararlaştırılmış ve TCMB, 1 Dolar + 0.77 Euro'dan oluşan döviz kuru sepetinin günlük değerlerini bir yıllık bir süre için 2000 yılının başında kamuoyuna açıklamıştır. TCMB, 2000 yılında kur sepeti artış oranını %20 olarak, yılsonu TEFE artış hedefiyle uyumlu bir şekilde belirlemiştir. Böylece kronik enflasyondan kaynaklanan ve enflasyonist süreci besleyen beklentişlerin kırılması ve belirsizliklerin azaltılmasının mümkün olabileceği düşünülmüştür. Program süresince iki farklı kur rejiminin uygulanacağı açıklanmıştır. Döviz kuru politikası, Ocak 2000-Haziran 2001 dönemini kapsayan 18 aylık sürede “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”, bunu izleyen ikinci 18 aylık dönemde ise (Temmuz 2001-Aralık 2002) “kademeli olarak genişleyen bant” sistemi

³³⁵ Eğilmez ve Kumcu, s.321; TCMB, **Yıllık Rapor 1999**, <http://www.tcmb.gov.tr>, (11.10.2006).

³³⁶ TCMB, **Yıllık Rapor 2001**, s.13.

³³⁷ Nurhan Yentürk, “Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde İstikrar Uygulaması: 2000 İstikrar Paketinin İncelenmesi”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003, s.61.

çerçevesinde yürütülecektir³³⁸. Döviz kuru rejimini desteklemek amacıyla, TCMB net iç varlık büyüklüğünü sabitlemiş ve bilanço genişlemesini net dış varlıklardaki artışa bağlamıştır. Bu politika çerçevesinde, sterilizasyon olanağı ortadan kaldırılmış, ekonomideki likiditenin yabancı kaynak (döviz) girişi karşılığı yaratılması benimsenmiş ve TCMB'nin kısa vadeli faizler üzerindeki etkisi sınırlandırılmıştır.

2000 yılında programda öngörülen enflasyon hedefine ulaşamamakla birlikte, enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon son 14 yılın en düşük düzeyine gerilemiştir. Ayrıca 2000 yılında kamu finansman dengesinde de iyileşme sağlanmış ve bazı yapısal reformlar gerçekleştirilmiştir³³⁹. Programın başında döviz girişine bağlı olarak faiz oranlarında beklenenin üzerinde hızlı bir düşüş yaşanmıştır. TCMB kaynaklarından kamuya kredi açılmaması faiz oranındaki düşüşün en önemli etkenlerinden birisi olmuştur. Ayrıca, Hazine'nin yurt dışından borçlanmayı tercih etmesi, kamu hesaplarının birincil fazla vermesi ve özelleştirmeden elde edilen gelirlerin borç stokunu eritmekte kullanılması faiz oranlarındaki düşüşün diğer önemli etkenleridir³⁴⁰. Programın açıklanmasının yarattığı olumlu etkiler sonucunda, 1999 yılında ortalama %106'ya ulaşmış olan Hazine bileşik faiz oranı, Ocak 2000'de %37'ye; interbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da ulaşmış olduğu %66.6 seviyesinden %34.1'e düşmüştür³⁴¹.

Faiz oranlarının bu kadar hızlı bir şekilde düşmesi, Hazine'nin borç yükünün azalmasına katkıda bulunmakla birlikte TCMB'nin enflasyonla mücadele politikasını zedelemekteydi. Faiz oranlarındaki bu hızlı düşüşe TCMB yetkililerinin müdahale etmemelerinin enflasyonla mücadele açısından en önemli sonucu, bireylerin tasarruf eğilimini düşürüp tüketimi arttırarak, talep enflasyonunu arttırmasıdır. 1999 yılında ekonomideki daralmanın ardından, ertelenmiş tüketim isteklerinin hızla devreye girmesi sonucunda, bankaların düşük faizle önerdikleri bireysel kredilerin desteğiyle tasarruflar tüketime kaymaya başlamıştır. Sonuçta talep canlı kaldığı için

³³⁸ TCMB, Yıllık Rapor 1999.

³³⁹ TCMB, **Para Politikası Raporu, Kasım 2001**, s.1.

³⁴⁰ Yentürk, Finansal Sermaye Girişi..., s.64.

³⁴¹ Eğilmez ve Kumcu, s.321.

enflasyondaki düşüş beklenen hızda gerçekleşmemiştir³⁴². TEFE 2000 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde, 1999'un aynı dönemine göre daha yüksek olmak üzere %66,7 ve %59,2 olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2000 yılının üçüncü çeyreğinde %48,7 ile 1999 düzeyine ulaşabilmiş, son çeyrekte ise %37,7 'ye düşmüştür. Yılı sonu TEFE enflasyonunu %20 olarak bekleyen programın çok üzerinde seyreden enflasyon hızı, YTL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. YTL'nin aşırı değerlenmesi, ithal malları alımını cazip kılarak ve ihracatta rekabet gücünün azalmasına yol açarak cari işlemler açığını giderek büyütülmüştür³⁴³. Program cari açığın 3-4 milyar dolar arasında (GSMH'nin %1.5-2'si civarında) olmasını öngörmesine karşın, 2000 yılı sonunda cari açık 9.8 milyar dolar (GSMH'nin yaklaşık %5'i) olarak gerçekleşmiştir. Cari açığın bu kadar yüksek gerçekleşmesinde petrol fiyatlarındaki artışın da etkisi olmasına karşın, asıl önemli neden dayanıklı tüketim malı ithalatındaki artıştır.

Giderek büyüyen cari açığın sürdürülebilmesi için yabancı sermaye girişine gereksinim vardır. Ancak 2000 yılında hem doğrudan hem de portföy yatırımlarında bir önceki yıla göre düşüş gerçekleşmiştir. 2000 yılında net doğrudan yabancı yatırım miktarı sadece 112 milyon dolardır. Bu durumda dış kaynak girişi borçlanma yoluyla olmak zorundadır³⁴⁴. Nitekim 2000 yılında ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin büyük bölümünün kısa vadeli olduğu (net 4,2 milyar dolar) dikkati çekmektedir. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı gibi parasal tabanın tümüyle döviz giriş-çıkışlarına bağımlı hale getirildiği programlarda, ekonominin kısa vadeli sermaye giriş-çıkışlarından olabildiğince arındırılmış olması ve sermaye girişlerinin uzun dönemli olması için gerekli önlemlerin alınmış olması büyük önem taşımaktadır. Bu önlemlerin alınmamış olması ve TCMB'nin gerek yurtiçi gerek yurt dışından gelebilecek aşırı giriş-çıkışlara müdahale olanağının programda öngörülmemiş olması, programın en temel eksikliklerindendir³⁴⁵.

Cari işlemler açığındaki hızlı artış sürerken, yılın ikinci yarısında yapılması planlanan özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler iç ve dış piyasalarda

³⁴² Yentürk, Finansal Sermaye Girişi..., s.64; Eğilmez ve Kumcu, s.322

³⁴³ Kazgan, s.452.

³⁴⁴ Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **TEK Tartışma Metni**, No: 20001/1, 22 Mart 2001, s.11.

³⁴⁵ Yentürk, Finansal Sermaye Girişi..., s.63-64.

tedirginliği arttırarak sermaye girişlerini ve dolayısıyla likiditeyi olumsuz yönde etkileyerek faiz oranlarının yükselmesine ve devalüasyon beklentilerinin artmasına neden olmuştur. Faiz oranlarındaki yükseliş, portföylerinde yoğun şekilde DİBS bulunduran ve bunları repo işlemlerinde kullanan bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalarda tedirginlik ve güvensizliği arttırmıřtır³⁴⁶. Bu arada devalüasyon beklentisi içindeki bankalar, yıl sonunun da yaklaşması nedeniyle, dövizdeki açık pozisyonlarını kapatma çabası içerisine girerek döviz taleplerini arttırmışlardır. Bankalardan gelen döviz talebi, doğal olarak, YTL talebini arttırarak faizlerin yükselme eğilimi içerisine girmesine neden olmuştur. Yükselen faizler ellerinde yüksek miktarda hazine bonusu olan bankaların risklerini yükseltmiştir. Çünkü yükselen faizlerle beraber, bankaların ellerindeki hazine bonolarının değeri düşmekte ve bankalar zarar etmektedir. Bu arada hazine bonosuna yüksek oranda yatırım yaptığı bilinen bazı bankaların bankalararası para piyasasından borç bulmaları da zorlaşmış ve piyasada önemli bir likidite sıkışıklığı başlamıştır. Yaşanan bu likidite sıkışıklığı faizleri daha da yükseltmiştir.

Artan faizlere ilk tepki, hazine bonosuna yatırım yapmış olan yabancı yatırımcılardan gelmiş ve ileride ellerindeki bonoları satamayacaklarını düşünen yabancı yatırımcılar piyasadān çıkmaya bařlamıřtır³⁴⁷. Böylece Kasım 2000'de sermaye hareketlerinde 2.9 milyar dolarlık net çıkış olmuş, bunda yabancıların 4.8 milyar dolarlık portföy yatırımlarını boşaltmaları büyük rol oynamıřtır³⁴⁸. Sermayenin yurt dışına çıkışı, döviz talebi üzerinde baskı oluşturarak var olan likidite gereksinimini üst dzeyeleere çıkarmış ve faiz oranlarının giderek yükselmesine neden olmuştur. Artan likidite gereksinimine karşılık, TCMB, program çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum düzeyde tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranları arttırılarak frenlenmek istenmiştir. Faiz oranlarının aşırı yükselmesi sonucunda, bünyesinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank'a el konulmuş ve TMSF'ye devredilmiştir. Diğer bankalara da el konulacağı beklentisi paniğe yol açmış ve 22 Kasım'da bankalararası para

³⁴⁶ TCMB, Para Politikası Raporu Kasım 2001, s.1.

³⁴⁷ Eğilmez ve Kumcu, s.329-330.

³⁴⁸ Kazgan, s.457.

piyasasında ortalama gecelik faiz %110,8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da %210 düzeyine ulaşmıştır. 15 Kasım'da 13.256 olan İMKB 100 endeksi, sürekli azalarak 4 Aralık'ta 7.329 puana gerilemiştir. Panik havasını dağıtmak isteyen TCMB, sonuçta piyasaya para sürmek zorunda kalmış, bir başka deyişle programın net iç varlık sınırlaması terk edilmiştir. 17 Kasım 2000 tarihinde 24,5 milyar dolar civarında olan brüt döviz rezervleri, 1 Aralık'ta 18,9 milyar dolara inmiştir. İMF tarafından sağlanan 7,5 milyar dolarlık ek kredi, Kasım krizinin derinleşmesini önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF'nin uyarılarına karşın kur çıpasına devam edilmiştir³⁴⁹. Türkiye 2000 Kasım ayında dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırısı; çok yüksek faiz oranı, önemli döviz rezervi kayıpları ve 7,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile bir miktar hafifletebilmiş ve programda belirlenen döviz kuru hedefini oldukça yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak, daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı TCMB'nin savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır³⁵⁰.

Enflasyonla mücadele programının başlamasıyla, yabancılar için kur riskinin ortadan kalkması ve yurtiçi faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle, programın başından itibaren Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri hızlanmıştır. Ocak-Ağustos 2000 döneminde net sermaye girişleri 11,2 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak, YTL'nin giderek değerlenmesi ve buna bağlı olarak cari açığın programda öngörülen düzeyin çok üzerinde gerçekleşeceğinin anlaşılması, programın sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri artırarak Eylül ayından itibaren sermaye çıkışına neden olmuştur. Son üç ayda gerçekleşen çıkışlara karşın, 2000 yılı genelinde toplam sermaye girişleri, 1999 yılına göre iki katına çıkarak 9,5 milyar dolar olmuştur³⁵¹.

C. Şubat 2001 Krizi

2000 yılı "Enflasyonu Düşürme Programı" çerçevesinde belirlenen para politikası, 2000 yılı Kasım ayına kadar olan dönemde, kur sepetinin önceden

³⁴⁹ Salih Öztürk, "Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:10, Sayı:1, 2003, s.176-177.

³⁵⁰ Uygur, 2001, s.15.

³⁵¹ Bastı, s.107-108.

açıklanan hedef değerleriyle uyumlu olarak TCMB bilanço kalemleri üzerine sınırlar getiren kurallara dayalı şekilde yürütülmüştür. Ancak, hızla genişleyen cari işlemler açığı ile 2000 yılının ikinci yarısında programda öngörülen yapısal reformların gerçekleştirilmesinde meydana gelen gecikmeler ve özelleştirme hedeflerinden sapma yaşanması iç ve dış piyasalarda tedirginlik yaratmıştır. TCMB'nin likidite yaratmasının dış sermaye girişlerine bağlanmış olduğu para politikası çerçevesinde, tedirginlik nedeniyle azalan sermaye girişleri para piyasalarında faiz oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Yükselen faiz oranları, bilançolarında vade uyumsuzluğu olan bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve bankacılık sisteminde bir güvensizlik sorunu ortaya çıkmıştır.

Mali sistemin giderek artan likidite gereksinimi finansal krize dönüşmüş ve TCMB piyasaya sağladığı fon miktarını arttırmak zorunda kalmıştır. Bu durum ise, TCMB bilanço büyüklükleri için belirlenen hedeflerden sapmayı beraberinde getirmiştir. 2000 yılı Aralık ayı başında IMF tarafından sağlanan Ek Rezerv Kolaylığı, kısa vadeli sermaye girişleri ve uygulanan programı güçlendirici ek yapısal ve mali önlemlerle beraber faiz oranları bir miktar gerilemiş ve Aralık ayının sonları ve Ocak 2001'in başlarına doğru finansal piyasalarda kısmi bir rahatlama ortaya çıkmıştır³⁵². Bu çerçevede, 5 Ocakta TCMB döviz rezervleri yeniden 25 milyar doların üzerine çıkmış, 2000 yılı Aralık sonunda ortalama %199 olan interbank gecelik faiz oranları, Ocak ayında %42'ye düşmüş ve İMKB 100 endeksi de 4 Ocakta 10.198 puan düzeyine yükselmiştir³⁵³.

Yaşanan bu olumlu gelişmeler sonucunda, Türkiye Kasım Krizinden kurtuldu derken, tam üç ay sonra, 19 Şubat 2001 tarihinde Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan siyasi tartışma, ikinci bir spekülasyon saldırısını başlatarak, bankacılık sistemindeki likidite sorununu döviz krizine dönüştürmüştür. 19 Şubat günü bankaların, 7,6 milyar dolarlık döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek için TCMB likiditeyi kısmıştır. Ancak bu durum, aşırı günlük likidite gereksinimi içinde olan kamu bankaları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Yaşanan bu gelişmelere paralel olarak, mevcut döviz kuru sisteminin

³⁵² TCMB, Yıllık Rapor 2001, s.13.

³⁵³ Güloğlu ve Altınözü, s.25.

sürdürülebilirliğine ilişkin güven sorunu ortaya çıkmış ve sistemin sürdürülmesinin ekonomiye vereceği zararlar göz önüne alınarak döviz kurları, 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalanmaya bırakılmıştır³⁵⁴.

21 Şubatta bankalararası para piyasasında gecelik faiz oranları %6200'e kadar yükselmiş ve ortalama %4018,6 olmuştur. 16 Şubat'ta 27.94 milyar dolar olan TCMB döviz rezervleri, 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara inmiş ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar olmuştur. Kasım Krizinde YTL pozisyonlarını koruyan yerleşiklerin de Şubat krizinde dövize yönelmeleri, döviz kuru üzerindeki baskıyı daha da arttırmıştır. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla, Kasım ayında yara alan Enflasyonu Düşürme Programı'nın da sonuna gelinmiştir³⁵⁵.

Şubat 2001'de finansal piyasalarda yaşanan kriz hem finansal hem de reel sektörü olumsuz yönde etkileyerek, ekonominin daralma sürecine girmesine neden olmuştur. Ekonomik krizle birlikte, 2001 yılında ülkeden büyük miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2001 yılı sonunda ülkeden çıkan net sermaye miktarı 14,5 milyar dolar olmuştur. Bu miktarın oldukça büyük bir bölümünü, 11,8 milyar dolarla kısa vadeli sermaye çıkışları ve 4,5 milyar dolarla portföy yatırımı kaynaklı çıkışlar oluşturmuştur. Türkiye'de 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile büyük ölçüde sermaye giriş-çıkışlarına duyarlı hale gelerek istikrarsız bir gelişim gösteren büyüme süreci, Şubat krizinden olumsuz yönde etkilenmiş ve ekonomi %9.5 gibi oldukça yüksek bir oranda küçülmüştür. Ayrıca, sermaye çıkışları sonucunda faiz oranları önemli ölçüde yükselmesiyle, 2001 yılı sonunda Hazine bonusu faizlerinin ortalama bileşik değeri %96,2'ye ve bir yıl vadeli mevduatların faiz oranı ise %63'e yükselmiştir.

Türkiye'de Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Yeni programın temel amacı, döviz kuru çıpasına dayalı rejimin terk edilmesi nedeniyle, ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak, bu amaçla eski alışkanlıklara bir daha geri dönülmesine olanak vermeyen

³⁵⁴ TCMB, Para Politikası Raporu Kasım 2001, s.2.

³⁵⁵ Uygur, 2001, s.15-16.

yeni ve çağdaş kurumsal yapıları oluşturmak, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformları gerçekleştirmek, makroekonomik politikaları enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanmak, sürdürülebilir büyüme ortamını sağlamak ve bölgeler arasındaki gelir dağılımı bozukluklarını gidermek olarak belirlenmiştir³⁵⁶. Bu çerçevede, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi arttırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında yaşanan krizler, finansal kesimin kırılğan yapısını önemli ölçüde arttırmış ve finansal kesimin en önemli kısmını oluşturan bankaların mali yapılarında önemli bozulmalar yaşanmıştır. Bu nedenle, 2001 yılı Mayıs ayında uygulamaya konulan GEGP'nin önceliklerinden biri bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması olmuştur. Bu kapsamda, "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı" hayata geçirilmiştir. Program esas olarak, kamu bankalarının finansal ve işlevsel açıdan yeniden yapılandırılması, TMSF'deki bankaların durumlarının hızla çözümlenmesi, krizlerden sonra özel bankaların sağlıklı yapıya kavuşturulması ile sektörün daha etkin ve rekabetçi olabilmesi için gerekli yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması unsurlarına dayandırılmıştır. Bu çerçevede, özellikle Şubat krizi sırasında faiz oranlarının yükselmesine ve piyasaların kilitlenmesine neden olan kamu TMSF bünyesindeki bankaların gecelik borçlanma sorunun çözümü ön plana alınmıştır. Bu strateji çerçevesinde, kamu ve fon bankalarının özel bankalardan ve banka dışı kesimlerden yüksek faizli gecelik borçlanma gereksinimlerinin azaltılması ve bu gereksinimin TCMB tarafından karşılanması benimsenmiştir. Görev zararı alacakları ve sermaye gereksinimleri için Hazine, kamu ve fon bankalarına değişken faizli DİBS vermiştir. Bu operasyon, kamu ve fon bankalarının piyasadaki baskısını azaltarak faiz oranlarının düşmesine, vadelerin uzamasına ve bankaların bilançolarının küçülmesine katkıda bulunmuştur. Özel sektör bankalarının yeniden yapılandırılması çalışmalarındaki ana hedef ise, sermayenin güçlendirilmesi, açık döviz pozisyonlarının daraltılması, sorunlu kredilerin çözüme kavuşturulması ve risk yönetim sistemlerinin oluşturulmasıdır. Bu

³⁵⁶ Hazine Müsteşarlığı, **Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar**, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara, Mayıs 2001, s.17.

kapsamda, bankaların ve iştiraklerinin devir ve birleşmelerini kolaylaştırmak yönünde önemli adımlar atılmış, gerçekleştirilen yasal düzenlemeler ile kurumsal birleşme ve devirler için vergi teşvikleri getirilmiştir³⁵⁷.

Program çevresinde; mali sektörün yeniden yapılandırılması, devlette şeffaflığın artırılması ve kamu finansmanının güçlendirilmesi, ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması ve sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi için 15 adet yasal düzenlemenin yapılması öngörülmüştür. Yapısal reformlar arasında, orta ve uzun dönemde makroekonomik politikaların şekillenmesinde çok önemli bir yere sahip olacak olan yeni Merkez Bankası Yasası da kabul edilmiştir. Yasa ile fiyat istikrarının sağlanması TCMB'nin temel amacı olarak belirlenmiş ve bu doğrultuda TCMB'nin uygulayacağı para politikasını bağımsız bir biçimde belirlemesine olanak tanınmıştır.

Açıklanan para programı ile, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve dalgalı kur rejimi çerçevesinde, YTL'nin değerindeki hızlı düşüşün enflasyonist etkilerini sınırlandırmak amacıyla para politikasının daha aktif olarak kullanılmasını benimsemiştir. Bu çerçevede, net iç varlıklar için tavan, net uluslararası rezerv değişimi için taban değerler getirilmiş ve bunlar performans ölçütü olarak belirlenmiştir. Döviz kuru çıpasının ortadan kalkması nedeniyle, para tabanı nominal çıpa olarak belirlenerek ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşturulmasında bir kriter sağlanması amaçlanmıştır. Devalüasyonun enflasyonist etkilerinin sınırlandırılacağına işaretleri olarak, 2001 yılında para tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması ve kısa vadeli faizlerin enflasyonist baskıları gidermek için aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Ayrıca, önkoşulların oluşması ile birlikte enflasyon hedeflemesine yönelik para politikası uygulamasına başlanacağı da belirtilmiştir. Kur rejimine yönelik olarak ise, TCMB, döviz kurlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşacağını ve ancak ani ve geçici dalgalanmalarda döviz kurlarına müdahale edeceğini açıklamıştır. Bu

³⁵⁷ Baykal, s.40; TCMB, Para Politikası Raporu Kasım 2001, s.3.

müdahalelerinin amacının, döviz kurunun uzun dönem denge değerini etkilemeksizin, ani ve geçici şokların önlenmesine yönelik olduğu belirtilmiştir³⁵⁸.

³⁵⁸ TCMB, Para Politikası Raporu Kasım 2001, s.3-4.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ: TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN EKONOMETRİK BİR ANALİZ

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal serbestleşme süreci ile birlikte ekonomiye yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi, zaman serisi verilerine dayalı ekonometrik teknikler kullanılarak analiz edilmektedir.

Giriş bölümünde de ifade edildiği gibi, çalışmada sermaye hareketleri kapsamında, finansal serbestleşme sürecinde gerek hacimleri gerekse akışkanlıkları yönünden öne çıkan, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları dikkate alınmıştır. Sermaye hareketleri ile ilişkilendirilebilecek makroekonomik göstergelerin tümünün incelenmesi bu tür bir çalışmanın kapsamını aşacağından, burada sermaye hareketlerinin özellikle temel finansal değişkenler (finansal göstergeler) üzerindeki etkisi incelenecektir. Bu bağlamda, ekonometrik analiz kapsamına alınan finansal değişkenler, sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri konusundaki kuramsal açıklamalar ve yazında bu konu ile ilgili olarak yapılan diğer çalışmalarda kullanılan değişkenler dikkate alınarak belirlenmiştir. Bu noktadan hareketle, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları ile etkileşim içinde olduğu kabul edilen makroekonomik göstergeler olarak; faiz oranları (DİBS ve mevduat faiz oranı), reel döviz kuru, cari işlemler dengesi, İMKB endeksi, İMKB işlem hacmi, para arzı ve döviz rezervleri kullanılmıştır.

Bu bölümde ilk olarak, sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini inceleyen uygulamalı çalışmalar özetlenmekte, daha sonra çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem açıklanmaktadır. Sonraki alt bölümde, çalışmada kullanılan zaman serisi verileri ve özellikleri tanıtılmakta, ekonometrik analiz sonucunda elde edilen bulgular ve bulguların yorumlanması ise son alt bölümün içeriğini oluşturmaktadır.

I. SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ KONUSUNDA YAPILAN UYGULAMALI ÇALIŞMALAR

Barışık ve Açıkgöz (2007), Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri ile Türkiye'deki faiz oranları, İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkileri VAR modelini kullanarak inceledikleri çalışmalarında, Türkiye'de 1992-2005 döneminde, sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca elde edilen bulgulara göre, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı şeklindeki sermaye hareketleri, mevduat ve DİBS faiz oranlarını düşürücü yönde etkilemektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise, İMKB'yi pozitif yönde etkilerken, mevduat faizlerini negatif yönde etkilemektedir.

Şengönül, Altıok ve Gürbüz (2007), 1990-2005 döneminde Türkiye'ye giriş yapan kısa vadeli sermaye hareketlerinin, tüketim, yatırım ve GSYİH artışı gibi reel göstergeler, faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon gibi parasal göstergeler ve dış ticaret ile etkileşimini VAR modeli yardımıyla araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, ekonomiye kısa vadeli sermaye girişlerinin, tüketim ve yatırım ortamını etkileyerek GSYİH da kısa süreli bir artışa neden olduğu, ulusal paranın değer kazanmasına yol açarak dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilediği, uzun dönemde faiz oranlarının yükselmesine neden olduğu ve enflasyon oranı ile arasındaki ilişkinin ise anlamsız olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, çalışmada, kısa vadeli sermaye akımlarının, değişken niteliği ve ekonomiye ani giriş-çıkışları nedeniyle, ekonomideki istikrarsızlıkları arttırarak krizlere karşı kırılgan bir ortam hazırladığı vurgulanmaktadır.

Güriş ve Kıran (2007), reel faiz oranı ile reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı ile araştırmışlardır. 1992-2005 dönemi aylık verileri ile yapılan analiz sonucunda, Türkiye'de reel faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde kısa ve uzun dönemde etkili olmadığını, reel döviz kurunun ise, hem kısa hem de

uzun dönemde kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğunu belirlemişlerdir.

Şengönül ve Değirmen (2006), kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinin büyümesine “bankacılık “ ve “sermaye piyasası” kanalları yoluyla etkisinin olup olmadığını VAR yöntemini kullanarak inceledikleri çalışmalarında, 1992-2005 dönemi için, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde yalnızca kısa dönemde etkili olduğunu ve bankacılık kanalı ile gelen sermayenin, sermaye piyasası kanalına göre ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha hızlı ve uzun süreli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Apak, Uçak ve Uzunoglu (2006), 1991-2005 dönemi için Türkiye’de sıcak para girişleri, GSYİH ve reel döviz kuru arasındaki etkileşimi VAR Granger nedensellik testi yöntemini kullanarak incelemişler ve çalışma sonucunda sıcak para girişlerinin hem reel döviz kuru hem de GSYİH üzerinde etkili olduğunu saptamışlardır. Ayrıca, reel kurdaki değişimlerin GSYİH’deki değişimler üzerinde etkili olduğu ve bunun da sıcak para girişlerinden etkilenen reel kurun, sıcak para hareketleri ile birlikte GSYİH üzerinde etkili olduğunu gösterdiğini ifade etmişlerdir.

Utkulu ve Kahyaoğlu (2005), 1990-2004 döneminde, Türkiye ekonomisinin ticari ve finansal açıklığının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini, doğrusal olmayan zaman serisi modellemesi (TAR ve STAR) ve Markov rejim değişimi modellemesi ile araştırdıkları çalışmaları sonucunda; Türkiye’de ticari açıklığın ekonomiyi büyüme rejimine yöneltmekte iken, finansal açıklığın ekonomiyi küçülme veya resesyon sürecine ittiği bulgusuna ulaşmışlardır. Ayrıca, finansal açıklığın, ticari açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkilerini azaltarak, negatif refah etkisi yarattığını ortaya koymuşlardır.

Berument ve Dinçer (2004), 1992:01-2001:06 döneminde VAR modeli ile sermaye akımlarının Türkiye’nin makroekonomik performansı üzerindeki etkilerini analiz ettikleri çalışmalarında, sermaye girişlerindeki artışın kısa dönemde para arzını ve ekonomik büyümeyi arttırıcı, fiyatlar ve faiz oranlarını düşürücü yönde

etkilediği ve ulusal paranın reel olarak değerlenmesine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, portföy yatırımlarına göre daha istikrarlı olması nedeniyle, politika yapıcıların doğrudan yabancı sermayeyi özendirici önlemler alması gerektiğini vurgulamışlardır.

İnsel ve Sungur (2003), 1989-1999 döneminde farklı türdeki sermaye hareketleri ile seçilmiş temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkileri Granger nedensellik testi yöntemiyle araştırmışlardır. Analiz sonucunda, yalnızca doğrudan sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye neden olduğunu, diğer sermaye hareketleri ile büyüme oranı arasında nedensellik ilişkisi olmadığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketlerinin; kamu sektörü nihai tüketimine, özel sektör sabit sermaye yatırımlarına, YTL'nin aşırı değerlenmesine bağlı olarak cari açığa, DİBS faiz oranları ile resmi rezervlerin artışına ve enflasyona neden olduğunu belirlemişlerdir. Portföy yatırımlarına ilişkin olarak ise, bu yatırımların toplam yatırımlar, ulusal tasarruflar, para arzı M2Y, reel ve nominal kur artış oranları ile enflasyona neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Son olarak, koşullu varyans modelleri kapsamında, sermaye akımlarının reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları arttırdığını saptamışlardır.

Emil ve Vehbi (2002), 1987-2002 döneminde Türkiye'de sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasındaki nedensellik ilişkisini araştırdıkları çalışmalarında, sermaye hareketlerinin reel kurdaki değişimler üzerinde etkili olduğu ve sermaye girişi sonucu ulusal paranın değerlenmesinin tüketimi arttırdığı sonucuna varmışlardır.

Çeviş ve Kadılar (2001), 1989:10-1997:09 döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini VAR yöntemini kullanarak inceledikleri çalışmalarını sonucunda, yüksek faiz-düşük kur (sıcak para) politikasının kısa vadeli sermaye girişlerinin ana nedeni olduğu sonucuna varmışlardır. Bu çerçevede, kısa vadeli sermaye girişlerinin YTL'nin aşırı değerlenmesine neden olarak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediğini, yüksek faiz oranlarının kamu sektörü borçlarını arttırarak finansal disiplini

zayıflattığını belirlemişlerdir. Bütçe açıkları ve cari açıkların kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesi nedeniyle Türkiye’de, ani sermaye çıkışları gerçekleştiğinde makroekonomik istikrarın bozulduğu ve finansal sektörden başlayarak reel sektöre yayılan krizlerin yaşandığını vurgulamışlardır.

II. EKONOMETRİK YÖNTEM

Finansal sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini belirlemeyi amaçlayan bu çalışmada, ekonomik varsayımlara dayanılarak oluşturulan farklı modeller yardımıyla, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri zaman serisi analizi ile araştırılmıştır.

Bu çalışmada, finansal sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin araştırılmasında, ekonometrik yöntem olarak VAR (vektör otoregressive) analizinin kullanılması planlanmıştır. Sistem yaklaşımına dayanan VAR analizi ile hem değişkenler arasındaki eşbütünleşme (cointegration-koentegrasyon) ilişkisi araştırılabilmekte hem de VAR’ın hareketli ortalamalar kısmından elde edilen etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması ile rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkilerini incelemek mümkün olmaktadır. Bir VAR modelinde değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki Johansen eşbütünleşme testi ile araştırılabilmektedir. Ancak, hem Johansen hem de klasikleşmiş bir yöntem olan Engle-Granger eşbütünleşme testlerinin uygulanabilmesi için, modelde yer alan tüm değişkenlerin birinci farkları alındığında durağan olmaları $I(1)$ gerekmektedir. Yapılan farklı birim kök testleri sonucunda, bu çalışmada kullanılan değişkenlerin tümünün $I(1)$ olmadığı belirlendiğinden, Johansen ve Engle-Granger eşbütünleşme testlerini uygulamak mümkün olmamıştır.

VAR yöntemini uygulayabilmek için değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını araştırmak gibi bir şart yoktur. Yani, değişkenlerin eşbütünleşme özelliklerine bakılmaksızın kısıtsız bir VAR modeli oluşturarak, buradan elde edilecek etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması ile değişkenler

arasındaki karşılıklı ilişkileri ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkilerini incelemek mümkün olmaktadır. Ancak VAR yönteminin uygulanabilmesi için (VAR yöntemini uygulayan pek çok çalışmada göz ardı edilmekle birlikte), oluşturulan modellerin hata terimine dayalı varsayımları (otokorelasyon olmaması, değişen varyans olmaması ve normal dağılım sağlanması) sağlayıp sağlamadığının mutlaka test edilmesi gerekmektedir³⁵⁹. Söz konusu varsayımların sağlanmaması durumunda, VAR yönteminden elde edilen etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizinin sonuçları geçersiz olmaktadır. Bu bağlamda, çalışma kapsamında oluşturulan VAR modellerinin söz konusu varsayımları sağlamadığı yapılan testlerle belirlendiğinden, finansal sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini kısıtsız VAR modelleri ile araştırmak da mümkün olmamıştır.

Çalışmada kullanılacak çeşitli ekonometrik yöntemlerle ilgili olarak yapılan tüm bu araştırmalar sonucunda ortaya çıkan kısıtlar kapsamında, çalışmanın amacına uygun ekonometrik yöntemin, Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen sınır testi (bound test) olduğuna karar verilmiştir. Ayrıntıları, ilerleyen kısımlarda açıklanacak olan sınır testi, bütünleşme derecelerini dikkate almaksızın değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini araştırmaya olanak veren bir yöntemdir.

Çalışmada yürütülen ekonometrik yöntem, zaman serisi analizine dayanmaktadır. Zaman serisi analizlerinde en önemli konulardan birisi ise, serilerin durağan olup olmamasıdır. İktisadi zaman serilerinde sıkça karşılaşılan durağan olmama durumu, ekonometrik uygulamalarda sorun yaratmaktadır. Çünkü, durağan olmayan zaman serileri ile oluşturulan modeller sahte regresyon sonuçları verebilmektedir. Bu nedenle, öncelikle çalışmada kullanılan değişkenlerin bütünleşme derecelerini belirlemek amacıyla farklı birim kök testleri uygulanmıştır. Durağanlık analizinden sonraki adım ise, durağan olmayan zaman serilerini sahte regresyona yol açmayacak şekilde modellemeye olanak veren eşbütünleşme

³⁵⁹ Otokorelasyon için LM testi, değişen varyans için White testi ve normal dağılım için Jarque-Bera testi kullanılmaktadır.

analizidir. Eşbütünleşme analizi bağlamında, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki, sınır testi ve ARDL yaklaşımı ile incelenmektedir.

A. Zaman Serilerinde Durağanlık

Zaman serisi analizlerindeki en önemli kavramlardan birisi durağanlıktır³⁶⁰. Ancak, makroekonomik zaman serilerinin çoğu trend içermektedir. Durağan olmayan (trend içeren) zaman serilerinin kullanılması, ekonometrik analizlerde önemli sorunlara neden olmaktadır. Granger ve Newbold (1974), durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması halinde sahte regresyon (spurious regression) sorunuyla karşılaşabileceğini belirtmektedirler. Sahte regresyon, yüksek R^2 , yüksek t istatistikleri ve düşük DW istatistik değerleri ile yapay olarak şişkin ve geçersiz test istatistiklerine ulaşılmasına yol açarak sonuçların yanlış değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Zaman serileri kullanılarak yapılan regresyon analizlerinin anlamlı olması için durağan serilerin kullanılması gerekmektedir. Bazı araştırmacılar durağanlığın sağlanabilmesi için serilerin farklarını alma yoluna gitmişlerdir. Ancak durağanlığın sağlanması için serilerin farklarının alınması, serilere ait bazı uzun dönemli değerli bilgilerin kaybedilmesine yol açmaktadır³⁶¹.

Ekonometrik çalışmalardaki bu sorun Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen eşbütünleşme analizi ile ortadan kaldırılmıştır. Buna göre, değişkenler ait zaman serileri ayrı ayrı trend içerse (durağan olmasa) de, iki değişkenin doğrusal bileşimi durağan olabilmektedir. Yani, iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişki bulunması söz konusu olabilmektedir. Bu durumda söz konusu değişkenlerin eşbütünleşik olduğu belirtilmektedir. Eğer değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa yani, uzun dönemde birlikte hareket ediyorlarsa, düzey değerleriyle yapılacak analizlerde sahte regresyon sorunuyla karşılaşılacaktır³⁶².

³⁶⁰ Ortalama ve varyansı zaman içinde değişmeyen (sabit olan) ve iki dönem arasındaki kovaryansı, bu kovaryansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan stokastik bir sürecin “durağan” olduğu ifade edilmektedir.

³⁶¹ Utku Utkulu, “How to Estimate Long-Run Relationships in Econometrics: An Overview of Recent Developments”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:12, Sayı:2, 1997, s.39.

³⁶² Utku Utkulu, “Cointegration Analysis: An Introduction Survey with Application to Turkey”, **I. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Bildirileri**, Ege Üniversitesi Basımevi, İzmir, 11-12 Kasım 1993, s.306.

1. Birim Kök Testleri

Ekonometrik analizlerde durağan olmayan zaman serilerinin kullanılması önemli sorunlara yol açmaktadır. Birim kökün varlığının göz ardı edilmesi, bu zaman serileri ile oluşturulan modellerin sahte regresyon sonuçları vermesine neden olabilmektedir. Bu nedenle, zaman serileri ile çalışılırken öncelikle değişkenlerin bütünleşme derecelerinin (durağan olup olmadıklarının) belirlenmesi gerekmektedir³⁶³. Zaman serilerinin bütünleşme derecelerinin belirlenmesi amacıyla birim kök testleri kullanılmaktadır. Yazında, zaman serilerinin normal bütünleşme derecelerinin araştırılmasında, yapısal kırılmaları dikkate alan ve almayan farklı birim kök testleri geliştirilmiştir. Ayrıca, aylık ve üç aylık zaman serilerindeki olası mevsimsel etkileri dikkate almak amacıyla geliştirilen farklı mevsimsel bütünleşme testleri bulunmaktadır. Aşağıda, bu çalışmada kullanılan farklı birim kök testleri ile ilgili açıklamalara yer verilmektedir.

a. Yapısal Kırılmaların Dikkate Alınmaması Durumunda Uygulanan Birim Kök Testleri

Zaman serilerinin durağanlığının araştırılmasında uygulamada en sık kullanılan testler Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF), Philips Perron (PP) ve Kwiatkowski, Philips, Schmidt, Shin (KPSS) birim kök testleridir. Bu çalışmada yapısal kırılmaların göz ardı edilmesi durumunda uygulanan birim kök testleri kapsamında, serilere ADF ve KPSS birim kök testleri uygulanmıştır.

ADF testinde boş hipotez, serinin birim kök içerdiği (durağan olmadığı) şeklinde kurulmakta ve hesaplanan ADF test istatistiği MacKinnon kritik değerinden mutlak olarak büyükse, serinin durağan olmadığı (birim kök içerdiği) yönündeki boş hipotez reddedilmektedir. Bu durumda, serinin durağan olduğu $I(0)$ sonucuna varılmaktadır. ADF testinde boş hipotez serinin birim köke sahip olduğunu varsaymaktadır; dolayısıyla bu hipotez, aksi yönde güçlü bir kanıt olmadıkça

³⁶³ Genel olarak, durağan olmayan bir zaman serisi d kez farkı alındığında durağan hale geliyorsa, bu serinin d . dereceden bütünleştirilmiş olduğu söylenmekte ve $I(d)$ şeklinde ifade edilmektedir. Durağan olan zaman serilerinin bütünleşme düzeyi sıfırdır ve $I(0)$ olarak gösterilmektedir.

reddedilememektedir. Ayrıca, yazında, gecikme uzunluğunun seçimine karşı duyarlı olması nedeniyle ADF testinin gücünün zayıf olduğu ve bu testin parçalı durağanlık durumunda da hatalı sonuçlar verebildiği belirtilmektedir. ADF testinin bu zayıflıkları doğrultusunda Kwiatkowski vd. (1992) tarafından boş hipotezinde serinin durağan olduğunu varsayan KPSS testi geliştirilmiştir. Yani KPSS testinde, ADF testinin aksine boş hipotez serinin durağan olduğunu, alternatif hipotez ise durağan olmadığını ifade etmektedir³⁶⁴. KPSS testinde hesaplanan test istatistiği, Kwiatkowski vd. (1992) tarafından türetilen kritik değerden büyükse, sıfır hipotezi yani serinin durağan olduğu reddedilmektedir. Test istatistiğinin kritik değerden küçük olması durumunda ise, sıfır hipotezi kabul edilerek serinin durağan olduğu ifade edilmektedir³⁶⁵.

b. Yapısal Kırılmaların Dikkate Alınması Durumunda Uygulanan Birim Kök Testleri

Ekonometrik analizlerde yapısal kırılma konusunda yapılan çeşitli çalışmalarda, kullanılan zaman serilerinde bir kırılma söz konusu ise yapısal kırılmaları dikkate almadan yapılan birim kök testlerinin yanıltıcı sonuçlar verebildiği saptanmıştır. Yapısal kırılmalar, serilerde sahte birim kök yaratabilmektedir. Diğer bir deyişle, eğer kullanılan zaman serisinde bir yapısal kırılma varsa, seri durağan olsa bile ADF testi sonucunda durağan değilmiş gibi görülebilmektedir. Bu durumda, yapısal kırılma birim kök testlerinde dikkate alınmazsa, söz konusu serinin durağan olmadığına ilişkin sıfır hipotezinin yanlışlıkla reddedilmesine neden olabilmektedir. Bu şekilde, bütünleşme dereceleri hatalı belirlenen serilerle gerçekleştirilecek analizden sağlanacak parametre tahminleri güçlü olmayacaklarından, doğru olmayan politika önerilerine neden olabilecektir.

³⁶⁴ M.Sinan Temurlenk ve Sabiha Oltulular, “Türkiye’nin Ekonomik Değişkenlerinin Bütünleşme Dereceleri Üzerine Bir Araştırma”, **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi Tebliğleri**, İnönü Üniversitesi, Malatya, 24-25 Mayıs 2007, s.2-3, Adnan Kasman, Evrim Turgutlu ve Gonca Konyalı, “Cari Açık Büyümenin mi Aşırı Değerli TL’nin mi Sonucudur?”, **İşletme Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:233, Ağustos 2005, s.90.

³⁶⁵ KPSS testi ile ilgili daha ayrıntılı bilgi için bkz. D.Kwiatkowski, P.C.B. Philips, P. Schmidt and Y. Shin, “Testing the Null Hypothesis of Stationary Against the Alternative of a Unit Root”, **Journal of Econometrics**, Volume:54, 1992, s.159.178.

Yapısal kırılmaların zaman serileri üzerindeki etkisinin ve öneminin anlaşılması, birim kök testlerinden daha gerçekçi sonuçlar elde etmek için serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate alan birim kök testlerinin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Bu noktadan hareket eden Perron (1989), dışsal olduğu bilinen tek bir yapısal kırılma varsayımı altında bir birim kök testi geliştirmiştir. Perron birim kök testi, ADF sürecine Perron tarafından önerilen kukla değişkenlerin eklenmesine dayanmaktadır³⁶⁶. Ancak kırılma tarihinin dışsal olarak belirlenmesi eleştirilere neden olmuş ve Zivot ve Andrews (1992) (ZA) ve Perron (1997) tarafından yapısal kırılma noktalarının içsel olarak belirlendiği ADF tipi birim kök testleri geliştirilmiştir. Ancak, bu testler, kritik değerlerini, sıfır hipotezi altında kırılmanın olmadığı varsayımına göre türettiklerinden sorunludurlar.

Nunes vd. (1997), seride yapısal kırılmalı birim kök olduğu durumda, bu varsayımın, birim kökün varlığını ifade eden sıfır hipotezinin sıklıkla reddedilmesi gibi ölçü bozulmalarına yol açtığını ileri sürmektedirler. Bu durumda, gerçekte yapısal kırılmanın varlığında durağan olmayan bir zaman serisinin, yapısal kırılmanın varlığında durağan olduğu gibi yanlış bir sonuca ulaşılabilir. Seride yapısal kırılmalı birim kökün olduğu durumda, yapısal kırılmanın içsel olarak belirlendiği ADF tipi birim kök testlerinde ortaya çıkabilen bir diğer sorun, kırılma tarihinin yanlış belirlenmesidir. Lee ve Strazicich (2001), ZA (1992) ve Perron (1997) testlerinin yanlışlığı ve ölçü bozulmalarının en fazla olduğu yerdeki kırılma tarihlerini (genellikle gerçek kırılma noktasından bir dönem öncesi) seçme eğiliminde olduğunu belirtmektedirler. Ayrıca, Lumsdaine ve Papan (1997) (LP) de ZA testini iki yapısal kırılmaya izin verecek şekilde genişletmişlerdir. Ancak, Lee ve Strazicich (2003), yapısal kırılmalı birim kökün varlığı durumunda, iki kırılmalı test sonuçlarının da tek kırılma ile aynı olacağını göstermektedirler. Tüm bu sorunlar nedeniyle, yapısal kırılmaların içsel olarak belirlendiği ADF tipi birim kök testleri yanlış sonuçlar verebilmektedir.

³⁶⁶ Utku Utkulu, "Testing for Unit Roots with Structural Change: An Application of the Perron Additive Outlier Test to the Turkish Macroeconomic Time-Series Data", **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:12, Sayı:1, 1997, s.231; Rahmi Yamak ve Abdurrahman Korkmaz, "Reel Döviz Kuru ve Dış Ticaret Dengesi İlişkisi", **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı:2, 2005, s.22-23.

Bu bağlamda, bu çalışmada, ZA (1992), Perron (1997) ve LP (1997) testlerinin potansiyel sorunlarından kaçınmak için, Lee ve Strazicich (2001,2003) tarafından geliştirilen yapısal kırılmaların içsel olarak belirlendiği tek kırılmalı minimum LM birim kök testi kullanılmıştır. ADF tarzı testlerin aksine, LM testlerinin ölçü özellikleri sıfır hipotezi altındaki kırılmalardan etkilenmemektedir³⁶⁷. Minimum LM birim kök testinde, birim kökün varlığına ilişkin sıfır hipotezi, Lee ve Strazicich (2004)'den alınan kritik değerler kullanılarak test edilmektedir³⁶⁸. LM test istatistiği, belli bir anlamlılık düzeyindeki kritik değerden küçükse, birim kökün varlığına ilişkin boş hipotez reddedilerek serinin durağan olduğuna karar verilmektedir.

LM testlerinin ADF tipi testlere göre bazı üstünlükleri bulunmaktadır. İlk olarak, tek yapısal kırılma yanında iki yapısal kırılmaya da izin vermesi nedeniyle daha esnektir. İkinci olarak, alternatif hipotezde olduğu gibi sıfır hipotezi altında da kırılmaya izin vermektedir. Önceki testler, sıfır hipotezinin kırılma olmadan birim köklü olduğunu varsaymaktadırlar. Oysa, sıfır hipotezi altında da kırılma mümkündür ve kırılmanın varlığı zorunlu olarak durağanlığı gerektirmemektedir. Son olarak, diğer testler gibi sıfır birim kök hipotezinin sahte reddi ve yanlış kırılma noktası seçme eğilimi söz konusu değildir. Tüm bu özellikleri nedeniyle, LM birim kök testlerinin ADF tipi testlere göre daha esnek ve daha güçlü olduğu belirtilmektedir³⁶⁹.

Lee ve Strazicich (2001) tarafından geliştirilen tek yapısal kırılmanın içsel olarak belirlendiği minimum LM birim kök testi, (1) no.lu denkleme dayanmaktadır.

³⁶⁷ Junsoo Lee and Mark C. Strazicich, "Minimum LM Unit Root Test with One Structural Break", **Appalachian State University, Department of Economics Working Paper**, No: 04-17, December 2004, s.1-2, <http://econ.appstate.edu/REPEc/pdf/wp0417.pdf> (26.04.2008); Saadet Kasman ve Duygu Ayhan, "Avrupa Birliği'nin Genişleme Sürecinde Satın Alma Gücü Paritesi Sağlanıyor Mu?", **2.Ulusal İktisat Kongresi: "Türkiye'nin İktisadi Dönüşüm Süreci"**, Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, İzmir, 20-22 Şubat 2008, s.5.

³⁶⁸ Lee ve Strazicich (2004)'in kritik değer tablosunun yorumlanabilmesi için λ değerine ihtiyaç vardır. $\lambda = T_B/T$ şeklinde hesaplanmaktadır. T_B , kırılma dahil kırılmaya kadar olan gözlem sayısını, T ise toplam gözlem sayısını ifade etmektedir.

³⁶⁹ James Payne, Junsoo Lee and Richard Hofler, "Purchasing Power Parity: Evidence from a Transition Economy, **Journal of Policy Modeling**, Vol:27, 2005, s.669; Kathleen Day and Julie Tousignant, "Helt Spending, Healt Outcomes and Per Capita Income in Canada: A Dynamic Analysis", **Economic and Fiscal Policy Branch, Department of Finance Canada Working Paper**, No: 2005-07, June 2005, s.10, <http://www.fin.gc.ca/wp/2005-07e.html> (15.04.2008).

$$y_t = \delta' Z_t + X_t, \quad X_t = \beta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Burada, Z_t dışsal değişkenler vektörüdür. Minimum LM birim kök testi β parametresinin test edilmesine dayanmaktadır. $\beta = 1$ şeklinde gösterilen sıfır hipotezi, serinin birim kök içerdiğini ifade etmektedir. Minimum LM birim kök testi, iki farklı model yardımıyla uygulanabilmektedir. Model A, sabitte değişim, Model C ise hem sabitte bir kayma hem de trendin eğiminde bir değişim olabileceği varsayımına dayanmaktadır. A modelinde Z_t dışsal değişkenler vektörü, $Z_t = [1, t, D_t]$ olarak tanımlanmaktadır. Burada, $t \geq T_B + 1$ ise $D_t = 1$; aksi halde sıfır değerini almaktadır. C modelinde ise, dışsal değişkenler vektörü $Z_t = [1, t, D_t, DT_t]$ olarak ifade edilmektedir. Burada, $t \geq T_B + 1$ ise $DT_t = t - T_B$; aksi halde sıfırdır. T_B , kırılma tarihini göstermektedir. D_t ve DT_t , sırasıyla sabitteki ve trendin eğimindeki kırılmayı gösteren kukla değişkenlerdir. Bu çalışmada A modelini de kapsayan C modeli kullanılmıştır

Lee ve Strazicich (2001), tarafından geliştirilen birim kök test istatistikleri (LM test istatistikleri) (2) no.lu denklemden elde edilmektedir.

$$\Delta y_t = \delta' \Delta Z_t + \phi S_{t-1} + u_t \quad (2)$$

Burada; Δ , birinci fark operatörü, S_t trendden arındırılmış seridir³⁷⁰. 2 no.lu denklemde, Z_t yerine ΔZ_t yer almaktadır. Bu nedenle ΔZ_t , $[1, B_t, D_t]$ şeklinde ifade edilmektedir ve $B_t = \Delta D_t$ ve $D_t = \Delta DT_t$ 'dir. B_t ve D_t , sırasıyla alternatif hipotezde sabitte ve trendde değişimi, sıfır hipotezinde ise, bir dönemli sıçrama ve ortalamada değişime karşılık gelmektedir. Birim kökün varlığını gösteren boş hipotez $\phi = 0$ şeklindedir. Alternatif hipotez ise, $\phi < 0$ olarak gösterilmektedir. LM t-test istatistiği aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

³⁷⁰ $\tilde{S}_t = y_t - \tilde{\psi}_x - Z_t \tilde{\delta}$ olarak ifade edilmektedir. $\tilde{\delta}$, Δy_t 'nin ΔZ_t üzerine yapılan regresyonundan elde edilen katsayılar vektörüdür. $\tilde{\psi}_x, y_t - Z_t \tilde{\delta}$ 'dan bulunan kısıtlı maksimum olabilirlik tahmincisidir.

$$\tau: \phi = 0 \text{ sıfır hipotezini test eden t-istatistiği} \quad (3)$$

Kırılma tarihi T_B , aşağıdaki eşitlikte belirtilen minimum (en fazla negatif olan) birim kök t-testi istatistikleri için olası tüm kırılma tarihlerinin araştırılması ile belirlenmektedir.

$$LM_t = \text{Inf } \tau(\lambda) \quad (4)$$

Burada, $\lambda = T_B / T$ olarak ifade edilmektedir³⁷¹.

2. Mevsimsel Birim Kök Testleri

Aylık ve üç aylık zaman serileri mevsimsellik³⁷² özelliği gösterebilmektedir. Bazı zaman serilerinin mevsimlik farkları alındığında durağan hale geldikleri gözlemlenmektedir. Bu nedenle, bu tür zaman serilerinin mevsimsel bütünleşme derecelerinin de araştırılması gerekmektedir. Zaman serilerinin mevsimsel bütünleşme derecesinin (birim kökün) araştırılmasında yazında en sık kullanılan testler, Dickey-Hasza-Fuller (DHF) ve HEGY (Hylleberg, Engle, Granger, Yoo) testidir. Bu çalışmada zaman serilerinin mevsimsel birim kök içerip içermediğini test etmek amacıyla DHF testinden yararlanılmıştır.

DHF testi, aylık ve üç aylık zaman serilerinde mevsimlik bütünleşme derecesini belirlemek üzere kullanılan ADF testine benzer bir durağanlık testidir. Mevsimlik durağanlığı araştırılacak zaman serisi y_t ise, testin uygulanmasında, önce bu serinin mevsimlik farkı³⁷³ kendi gecikmeli değerleri (h) ile regresyona tabi tutulmaktadır³⁷⁴. Bu regresyondan elde edilen katsayı tahminleri ile ağırlıklandırılarak y_t serisi ve gecikmeli değerlerinden yeni bir z_t değişkeni oluşturulmaktadır. z_t

³⁷¹ Lee and Strazicich, s.3-4; Kasman ve Ayhan, s.6.

³⁷² Mevsimsellik, zaman serisinin zamanın belirli aralıklarında belirli sayıda tepe ve dip değerleri içermesidir.

³⁷³ Aylık y_t serisinin mevsimlik farkı, $\Delta_{12}y_t = y_t - y_{t-12}$ olarak ifade edilmektedir.

³⁷⁴ Buradaki gecikmeli değerlerin sayısı (h), regresyondaki içsel bağıntı sorunu giderilinceye kadar artırılmaktadır. İçsel bağıntının belirlenmesi için Breusch-Godfrey LM testi kullanılmaktadır.

değişkeni kullanılarak aşağıdaki regresyon denklemi en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmektedir.

$$\Delta_{12}Z_t = \delta Z_{t-12} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta_{12}Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (5)$$

DHF testi, (5) no.lu denklemdeki δ parametresinin tahmininin t istatistiğine dayanmaktadır. İlgili kritik değerler, Charemza ve Deadman (1997) tarafından verilmektedir. Yukarıdaki denklemde içsel bağıntı sorunu giderilinceye kadar k arttırılmaktadır. İçsel bağıntının belirlenmesi için, Breusch-Godfrey LM testi kullanılmaktadır. Burada sıfır hipotezi [$H_0 = SI_{12}(d,1)$] mevsimsel birim kökün var olduğu, alternatif hipotez [$H_1 = SI_{12}(d,0)$] ise, mevsimsel birim kökün olmadığı biçimindedir. Eğer δ parametresinin t istatistiği, anlamlı bir biçimde negatifse yani hesaplanan t istatistiği, alt kritik değerden küçükse, mevsimsel birim kökün var olduğuna ilişkin boş hipotez, alternatifini lehine reddedilmekte ve söz konusu serinin mevsimsel birim kök taşımadığı ifade edilmektedir.

Mevsimsel birim köke sahip olduğu belirlenen zaman serilerinin genellikle mevsimsel birinci farkları alındığında durağan hale geldikleri gözlemlenmektedir. Bu nedenle, daha yüksek dereceden mevsimsel birim kök araştırması önerilmemektedir. Mevsimsel birim kökün reddedilememesi durumunda, mevsimsel farkı alınan seriye ADF testi uygulanarak mevsimsel olmayan birim kökün varlığının da araştırılması gerekmektedir³⁷⁵.

B. Eşbütünleşme Analizi: Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı

Çeşitli iktisadi değişkenler arasındaki uzun dönemli denge ilişkilerinin araştırılmasında eşbütünleşme testleri kullanılmaktadır. Yazında en sık kullanılan eşbütünleşme testleri, hata terimine dayalı iki aşamalı Engle-Granger (1987) yöntemi

³⁷⁵ Ahmet Aydın Arı, “Dışa Açıklık ve Enflasyon: Türkiye Örneği”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2001, s.85-86; Wojciech W. Charemza and Derek F. Deadman, **New Directions in Econometric Practice**, Second Edition, Edward Elgar Publishing Cheltenham-UK, 1997, s.105-107.

ile sistem yaklaşımına dayanan Johansen (1988) ve Johansen-Juselius (1990) yöntemidir. Söz konusu yöntemlerin uygulanabilmesi için modelde yer alan tüm değişkenlerin düzeyde durağan olmaması [I(0)] ve birinci farkları alındığında durağan hale gelmesi [I(1)] gerekmektedir³⁷⁶. Ancak her zaman bu koşulun sağlanması mümkün olmamaktadır. Bu durumda, değişkenlerin aynı dereceden durağan olmayıp, bazılarının birinci farkları alındığında, bazılarının ise düzeyde durağan olmaları halinde, yukarıda bahsedilen standart eşbütünleşme yöntemleri kullanılamamaktadır. Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen sınır testi (bounds test) yaklaşımı ile bu sorun giderilebilmektedir. Sınır testi yaklaşımı ile modelde yer alan değişkenlerin hangi düzeyde durağan olduğuna bakılmaksızın, aralarında eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığı araştırılabilmektedir³⁷⁷.

Sınır testi, bir kısıtlanmamış hata düzeltme modelinin (Unrestricted Error Correction Model-UECM) en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesine dayanmaktadır. Kısıtlanmamış hata düzeltme modeli (6) no.lu denklemdeki gibi ifade edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 \Delta X_{t-i} + \beta_3 Y_{t-1} + \beta_4 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

(6) no.lu denklemde yer alan β_0 , sabit terimi, β_3 ve β_4 , uzun dönem katsayılarını, Δ değişkenlerin birinci farklarını simgelemektedir. ΔY_t 'nin gecikmeli değerleri ile ΔX_t 'nin cari ve gecikmeli değerleri (β_1 ve β_2 katsayıları) ise kısa dönem dinamiklerin yansıtılması amacıyla modele eklenmektedir³⁷⁸.

Sınır testinin uygulanması sırasında ilk olarak (6) no.lu denklemde m olarak gösterilen uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesi için Akaike (AIC) veya Schwarz (SBC) gibi model seçim

³⁷⁶ M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin and Richard J. Smith, "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", **Journal of Applied Econometrics**, Volume:16, No:3, 2001, s.289-290.

³⁷⁷ Orhan Karaca, "Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?", **TEK Tartışma Metni**, No:2005/14, Ekim 2005, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/karaca-05.pdf> (10.05.2006), s.5-6.

³⁷⁸ Kasman, Turgutlu ve Konyalı, s.91.

kriterlerinden yararlanılmakta ve en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu modelin gecikme uzunluğu olarak belirlenmektedir. Ancak sınır testinin sağlıklı sonuç vermesi için, seçilen gecikme uzunluğunda, denklemin hata terimlerinde otokorelasyon (ardışık bağımlılık) olmaması gerekmektedir. Bu nedenle, seçilen kritik değerin en küçük olduğu gecikme uzunluğu ile oluşturulan model otokorelasyon sorunu içeriyorsa, bu durumda ikinci en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu alınmakta, eğer otokorelasyon sorunu hala devam etmekte ise sorun giderilene kadar bu işleme devam edilmektedir³⁷⁹.

Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi, (6) no.lu denklemdeki β_1 ve β_2 katsayılarının F testi (Wald Testi) ile topluca anlamlılığının test edilmesi yoluyla belirlenmektedir³⁸⁰. Ancak bu süreçte kullanılan F istatistiğinin asimptotik dağılımı, incelenen değişkenlerin bütünleşme derecesini hesaba katmaksızın eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını belirten sıfır hipotezi altında standart F dağılımına uymamaktadır. Bu nedenle Pesaran vd. (2001), çeşitli güven düzeyleri için alt ve üst sınır değerlerinden oluşan kritik değerler seti türetmişlerdir. Alt sınır değeri, değişkenlerin tamamının I(0); üst sınır değeri ise değişkenlerin tamamının I(1) olduğunu varsaymaktadır³⁸¹. (6) no.lu kısıtsız hata düzeltme modeline ilişkin sıfır hipotezi, $H_0: \beta_3=\beta_4=0$ şeklinde kurulmakta olup, değişkenler arasında eşbütünleşme (uzun dönemli ilişki) olmadığını ifade etmektedir. Eşbütünleşmenin varlığını ifade eden alternatif hipotez ise, $H_1: \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0$ şeklinde gösterilmektedir. Dolayısıyla, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığından söz edebilmek için, sıfır hipotezinin reddedilmesi gerekmektedir.

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına, hesaplanan F istatistiği ile Pesaran vd. (2001)'deki kritik sınır değerlerinin karşılaştırılması sonucunda karar verilmektedir. Bu karşılaştırma yapılırken öncelikle modeldeki değişkenlerin bütünleşme derecelerinin aynı olup olmadığı dikkate alınmaktadır. Eğer değişkenlerden bazıları I(0) bazıları I(1) ise, hesaplanan F istatistiği, tablo alt ve

³⁷⁹ Erdal Karagöl, Erman Erbaykal ve H. Murat Ertuğrul, "Türkiye'de Ekonomik Büyüme ile Elektrik Tüketimi İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:8, Sayı:1, 2007, s.76.

³⁸⁰ F istatistiği, kısıtsız hata düzeltme modelinde, değişkenlerin gecikmeli düzey değerlerinin katsayılarına sıfır kısıtı getirilerek hesaplanmaktadır.

³⁸¹ Pesaran vd., s.290.

üst kritik değerleri ile, değişkenlerin tümü $I(0)$ ise sadece alt kritik değerle, değişkenlerin tümü $I(1)$ ise üst kritik değer ile karşılaştırılmaktadır. Herhangi bir anlamlılık düzeyi için hesaplanan F istatistiği, Pesaran vd. (2001)'de belirtilen alt ve üst kritik değerlerin dışına düştüğünde, değişkenlerin bütünleşme derecelerini hesaba katmaksızın kesin bir yorum yapılabilmektedir.

İlk durumda olduğu gibi değişkenlerin bazılarının $I(0)$, bazılarının $I(1)$ olması durumunda hesaplanan F istatistiği, üst kritik değerden büyükse, incelenen değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilmekte ve eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir. Hesaplanan F istatistiği, alt kritik değerden küçükse sıfır hipotezi kabul edilmekte, dolayısıyla değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı sonucuna varılmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin alt ve üst kritik değerler arasına düşmesi durumunda ise kesin bir yorum yapılamamaktadır. Bu durumda değişkenlere ilişkin birim kök testlerinin daha dikkatli bir şekilde yapılması ve değişkenlerin bütünleşme derecelerini hesaba katan diğer yöntemlere başvurulması gerekmektedir. Modelde yer alan değişkenlerin tümünün $I(0)$ olması durumunda hesaplanan F istatistiği, tablo alt kritik değerinden büyükse, değişkenler arasında eşbütünleşik ilişkinin olduğuna, tablo alt kritik değerinden küçük olması durumunda ise eşbütünleşik ilişkinin olmadığına karar verilmektedir. Değişkenlerin tümünün $I(1)$ olması durumunda ise F istatistiği sadece tablo üst kritik değeri ile karşılaştırılmakta ve F istatistiğinin tablo üst kritik değerinden büyük olması durumunda sıfır hipotezi reddedilerek, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığından söz edilebilmektedir³⁸².

Aralarında eşbütünleşik ilişki olduğuna karar verilen değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiler uygun ARDL³⁸³ modelinin tahmin edilmesi ile elde edilmektedir. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin incelenmesi için kurulan ARDL modeli (7) no.lu denklemdeki gibi ifade edilmektedir.

³⁸² Nebiye Yamak ve Banu Tanrıöver, "Türkiye'de Nominal Faiz Oranı-Fiyat Düzeyi İlişkisi: Gibson Paradoksu", **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi Tebliğleri**, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya, s.6-7; Karaca, s.6.

³⁸³ Autoregressive Distributed Lag Model (Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model)

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 X_{t-i} + e_t \quad (7)$$

(7) no.lu denklemdeki p ve q, ilgili değişkenlere ilişkin uygun gecikme uzunluğunu göstermekte olup, söz konusu gecikme uzunluklarının belirlenmesinde yine AIC veya SBC gibi kriterlerden yararlanılmaktadır. Buna göre tahmin edilecek model ARDL (p,q) olarak ifade edilmektedir. Tahmin edilen ARDL (p,q) modelinden uzun dönem katsayıları hesaplanmakta³⁸⁴ ve hesaplanan uzun dönem katsayılarının istatistiki olarak anlamlılığına bakılarak söz konusu değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisi hakkında yorum yapılabilmektedir. ARDL modelinde uzun dönem katsayılarını elde etmek için kullanılacak modelin belirlenmesinde (m+1)^k adet denklem tahmin edilmektedir. m, maksimum gecikme uzunluğunu, k ise bağımlı değişken dahil modeldeki değişken sayısını göstermektedir³⁸⁵.

Değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki ise, ARDL yönteminde dayalı hata düzeltme modeli ile araştırılmaktadır. ARDL yöntemine dayalı hata düzeltme modeli (8) no.lu denklemdeki gibi ifade edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 e_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta X_{t-i} + u_t \quad (8)$$

(8) no.lu denklemdeki e_{t-1}, (7) no.lu uzun dönem denkleminde elde edilen hata teriminin bir dönem gecikmeli değeri olup, hata düzeltme terimi olarak adlandırılmaktadır. Hata düzeltme modelinin çalışması için, hata düzeltme teriminin katsayısının negatif (0 ile -1 arasında) ve istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir³⁸⁶. Negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı bir hata düzeltme

³⁸⁴ ARDL (p,q) modelinde uzun dönem katsayıları, bağımsız değişkenlerin katsayılarının, gecikmeli bağımlı değişkenin katsayılarının 1'den farkına bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Örneğin (2) nolu modeldeki X_t değişkenine ait uzun dönem katsayısı = $\frac{\sum_{i=0}^q \beta_2}{(\sum_{i=0}^q \beta_2) / (1 - \sum_{i=1}^p \beta_1)}$ (bkz. Yamak ve Tanrıöver, s.7)

³⁸⁵ Muhammad Shahbaz Akmal, "Stock Returns and Inflation: An ARDL Econometric Investigation Utilizing Pakistani Data", **Pakistan Economic and Social Review**, Volume:45, No:1, 2007, <http://www.pu.edu.pk/economics/pesr/PDF-CurrentIssue/4Akmal%20-%20Stock%20Returns%20and%20Inflation.pdf> (12.11.2007), s.95.

³⁸⁶ Yamak ve Tanrıöver, s.7.

terimi, söz konusu değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinde meydana gelebilecek bir sapmanın ne kadar zamanda düzeleceğini göstermektedir.

III. VERİ SETİ

Çalışmada kullanılan veri seti, 1992:01-2007:07 dönemine ait aylık verilerden oluşmaktadır. Uygulamada kullanılan değişkenlere ait zaman serileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), Uluslararası Para Fonu (IMF) Uluslararası Finansal İstatistikler (IFS) veri tabanı ile Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006) istatistik yıllığından derlenmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler ve tanımları (L logaritmik değerleri temsil etmek üzere) şu şekildedir:

LNPY: Portföy Yatırımları

LNKVS: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

LNRKE: Reel Döviz Kuru Endeksi

LNCİD: Cari İşlemler Dengesi

LNREZ: TCMB Döviz Rezervleri

LN2M: M2 Para Arzı

DİBSFO: DİBS Faiz Oranı

MFO: Aylık Mevduat Faiz Oranı

İMKB: İMKB 100 Endeksi

LNİMKBH: İMKB İşlem Hacmi

Uygulamada kullanılan portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri, cari işlemler açığı ve döviz rezervleri gibi, veri tabanlarında dolar cinsinden ifade edilen değişkenler ortalama döviz kuru kullanılarak YTL'ye çevrilmiştir. Tüm değişkenler, dönemsel net değerler olarak ve milyon YTL cinsinden ifade edilmiş olup, IMF IFS'ten alınan 2000=100 bazlı TÜFE endeksiyle reelleştirilmiştir³⁸⁷. Reel

³⁸⁷ Reel faiz oranları, $[(1+\text{nominal faiz oranı})/(1+\text{enflasyon oranı})-1]$ formülü kullanılarak hesaplanmıştır.

döviz kuru endeksi³⁸⁸, zaten reel bir endeks olduğu için ayrı bir reelleştirme işlemine gerek duyulmamıştır. İMKB 100 endeksi, endeksin bir önceki yılın aynı ayına göre getirisi hesaplanarak kullanılmıştır. Bu şekilde hesaplanan nominal getiri, 2000=100 bazlı TÜFE endeksiyle reelleştirilmiş ve analizlerde bu şekilde yer almıştır³⁸⁹. Ekonometrik sonuçların yorumlanmasında kolaylık sağladığından, yüzde olarak ifade edilen faiz oranları ve İMKB getiri oranı dışındaki tüm değişkenler logaritmik olarak kullanılmıştır³⁹⁰. Ekonometrik analizlerin gerçekleştirilmesinde, Eviews 5.0, Microfit 4.0 ve WinRATS 6.0 paket programlarından yararlanılmıştır³⁹¹.

IV. UYGULAMA SONUÇLARI

Çalışmanın bu bölümünde, uygulanacak ekonometrik yöntem konusunda yukarıda verilen kuramsal bilgilere paralel olarak, ilk önce çeşitli birim kök testleri yardımıyla değişkenlerin durağanlıkları araştırılmış, daha sonra eşbütünleşme analizi bağlamında sınır testi yaklaşımı ile uzun ve kısa dönem ARDL modellerinin sonuçlarına yer verilmiştir.

A. Birim Kök Testi Sonuçları

Ekonometrik analizlerde durağan olmayan zaman serilerinin kullanılması önemli sorunlara yol açmaktadır. Birim kökün varlığının göz ardı edilmesi, bu zaman serileri ile oluşturulan modellerin sahte regresyon sonuçları vermesine neden olabilmektedir. Bu nedenle, zaman serileri ile çalışılırken öncelikle değişkenlerin durağan olup olmadıklarının (bütünleşme derecelerinin) birim kök testleriyle

³⁸⁸ Reel Döviz Kuru Endeksi (1995=100), TÜFE bazlı olup, endeksteeki artışlar TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazandığını, azalışlar ise TL'nin reel olarak değer kaybettiğini ifade etmektedir.

³⁸⁹ Reel getiri = $[(1 + \text{nominal getiri}) / (1 + \text{enflasyon oranı}) - 1]$ formülü kullanılarak hesaplanmıştır.

³⁹⁰ Analiz kapsamında, yapıları itibarıyla negatif değerler taşıyan seriler bulunduğu için, bu serilerin logaritmasını alabilmek için, negatif değerleri ortadan kaldıracak bir tür standartlaştırmaya gidilmiştir. Bu amaçla, analizde logaritmik formda kullanılacak tüm serilere, negatif değerler içeren serilerdeki en küçük değer temel alınarak, ortak bir sayı eklenmiştir. Bu şekilde, tüm serilerdeki değerler pozitif hale dönüştürüldükten sonra logaritmaları alınmıştır. Yapılan bu dönüştürme işlemi, tahmin parametrelerini etkilemeyip sadece sabit terimi değiştirmektedir.

³⁹¹ Yapısal kırılmayı dikkate almayan birim kök testleri için Eviews 5.0, yapısal kırılmayı dikkate alan minimum LM birim kök testi için WinRATS 6.0 ve sınır testi ile uzun ve kısa dönem ARDL modelleri için Microfit 4.0 paket programları kullanılmıştır.

belirlenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada durağanlık analizi kapsamında, öncelikle serilerin mevsimlik bütünleşme derecelerinin belirlenmesi amacıyla Dickey-Hasza-Fuller mevsimsel birim kök testi, daha sonra ise, mevsimsel olmayan bütünleşme derecelerinin saptanması amacıyla ADF ve KPSS birim kök testleri ile yapısal kırılmanın içsel olarak belirlendiği minimum LM birim kök testi uygulanmıştır.

Tablo 14: Dickey-Hasza-Fuller Mevsimlik Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	h	k	DHF δ	t-ist	Karar
LNPY	15	0	-0.576786	-7.714525	SI ₁₂ (d,0)
LNKVS	12	0	-0.732541	-9.866079	SI ₁₂ (d,0)
LNRKE	16	0	-0.480652	-7.591280	SI ₁₂ (d,0)
LNCİD	16	0	-0.153051	-3.179482	SI ₁₂ (d,0)
DİBSFO	17	0	-0.558311	-10.00119	SI ₁₂ (d,0)
MFO	12	0	-0.520320	-7.522184	SI ₁₂ (d,0)
LNМ2	14	0	-0.439924	-6.999183	SI ₁₂ (d,0)
LNREZ	13	0	-0.449788	-7.077920	SI ₁₂ (d,0)
İMKB	14	0	-0.741812	-11.65451	SI ₁₂ (d,0)
LNİMKBH	16	0	-0.491812	-7.233141	SI ₁₂ (d,0)

Not: Bütün test denklemleri sabit terim içermektedir. % 5 düzeyindeki kritik değer -1.83 olup, Charemza ve Deadman (1997, s.300)'deki Tablo 5'den alınmıştır. h ve k değerleri Breusch-Godfrey LM testi ile belirlenmiştir.

Tablo 14'de DHF mevsimsel birim kök testi sonuçları verilmiştir. Tüm değişkenler için oluşturulan test denklemlerinde δ parametresinin t istatistiğinin kritik değerden küçük olması, mevsimsel birim kökün varlığına ilişkin boş hipotezin tüm değişkenler için reddedildiğini göstermektedir. Yani, çalışmada kullanılan zaman serilerinin hiçbiri mevsimsel birim köke sahip değildir. DHF testi ile değişkenlerin mevsimsel bütünleşme dereceleri belirlendikten sonra, mevsimsel olmayan bütünleşme derecelerinin araştırılması amacıyla öncelikle yapısal kırılmayı dikkate almayan ADF ve KPSS birim kök testleri daha sonra ise yapısal kırılmayı dikkate alan minimum LM birim kök testi uygulanmıştır.

Değişkenlere ait birim kök testi sonuçları aşağıdaki tablolarda verilmiştir. ADF ve KPSS testlerinde regresyonlarının sabit terim ya da trend içerip içermemesine, sabit terim ve trend katsayılarının anlamlılıklarına göre karar verilmiştir. Tablo 15'de ADF birim kök testine ilişkin sonuçlar verilmiştir.

Tablo 15: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzy Test İstatistiği	Mac Kinnon Kritik Değer (%5) (Düzy)	1. Farklar Test İstatistiği	Mac Kinnon Kritik Değer (%5) (1.Fark)	Karar
LNPY	-5.952607 (3)	-2.877186 ^c			I(0)
LNKVS	-4.191664 (2)	-2.877099 ^c			I(0)
LNRKE	-1.566018 (2)	-2.877099 ^c	-8.827878 (1)	-1.942564 ^a	I(1)
LNCİD	-3.233273 (14)	-3.436163 ^b	-3.364379 (13)	-1.942688 ^a	I(1)
DİBSFO	-5.566635 (3)	-2.877186 ^c			I(0)
MFO	-6.239377 (1)	-3.434299 ^b			I(0)
LN2	-2.269778 (11)	-3.435708 ^b	-3.666058 (10)	-2.877919 ^c	I(1)
LNREZ	-2.692425 (1)	-3.434299 ^b	-11.09257 (0)	-1.942555 ^a	I(1)
İKKB	-3.973147 (12)	-2.878015 ^c			I(0)
LNİKKBH	-6.057464 (0)	-3.434167 ^b			I(0)

^a Regresyon sabit terim ve trend içermiyor, ^b Regresyon sabit terim ve trend içeriyy, ^c Regresyon sabit terim içeriyy. Parantez içindeki rakamlar, otokorelasyon sorununu gidermek için AIC yöntemine göre belirlenen uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

ADF test sonuçlarına göre; LNPY, LNKVS, DİBSFO, MFO, İKKB ve LNİKKB değişkenleri düzeyde durağan [I(0)] olmasına karşın, LNRKE, LNCİD, LN2 ve LNREZ değişkenleri birinci farklarında durağandır [I(1)]. Durağanlığın sıfır hipotezinde sınıandığı KPSS testinin sonuçları ise Tablo 16'da verilmiştir.

Tablo 16: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzy Test İstatistiği	Kritik Değer (%5) (Düzy)	1. Farklar Test İstatistiği	Kritik Değer (%5) (1.Fark)	Karar
LNPY	0.221787 (6)	0.463000 ^c			I(0)
LNKVS	0.062529 (9)	0.463000 ^c			I(0)
LNRKE	0.162829 (10)	0.146000 ^b	0.073834 (3)	0.463000 ^c	I(1)
LNCİD	0.252112 (9)	0.146000 ^b	0.078988 (27)	0.463000 ^c	I(1)
DİBSFO	0.060286 (8)	0.146000 ^b			I(0)
MFO	0.051775 (7)	0.146000 ^b			I(0)
LN2	0.160350 (10)	0.146000 ^b	0.264060 (11)	0.463000 ^c	I(1)
LNREZ	0.327729 (10)	0.146000 ^b	0.128653 (6)	0.463000 ^c	I(1)
İKKB	0.041064 (10)	0.46300 ^c			I(0)
LNİKKBH	0.157467 (9)	0.146000 ^b	0.068912 (20)	0.463000 ^c	I(1)

^b Regresyon sabit terim ve trend içeriyy, ^c Regresyon sabit terim içeriyy. Parantez içindeki rakamlar, otokorelasyon sorununu gidermek için AIC yöntemine göre belirlenen uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

KPSS birim kök testi sonuçlarına göre ise LNPY, LNKVS, DİBSFO, MFO ve İKKB değişkenleri düzeyde durağan iken, LNRKE, LNCİD, LN2, LNREZ ve LNİKKBH değişkenleri birinci farklarında durağan bulunmuştur. LNİKKBH serisi

dışındaki tüm seriler için ADF ve KPSS test sonuçları aynı iken, LNİMKB serisi ADF testine göre I(0), KPSS testine göre ise, I(1) olarak bulunmuştur.

ADF ve KPSS gibi birim kök testleri zaman serilerinde meydana gelebilecek olası yapısal kırılmaları dikkate almamaktadırlar. Ancak yapısal kırılmalar serilerde sahte birim kök yaratarak, aslında I(0) olan bir serinin ADF ve KPSS gibi testler sonucunda I(1) gibi görünmesine neden olabilmektedir. Yani, olası yapısal kırılmaların dikkate alınmaması, serilerin bütünleşme derecelerinin yanlış belirlenmesine yol açabilmektedir. Nitekim, LNİMKBH serisi için ADF ve KPSS testlerinin tutarsız sonuçlar sergilemesi, bu seride bir yapısal kırılma olabileceğini düşündürmektedir. Bu nedenle, bu çalışmada, olası yapısal kırılmaları dikkate almak amacıyla, tüm serilere Lee ve Strazicich (2001,2003) tarafından geliştirilen, tek kırılmalı minimum LM birim kök testi (C modeli) uygulanmış³⁹² ve sonuçlar Tablo 17’de gösterilmiştir.

Tablo 17: Minimum LM Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	k	T _B	LM Test İstatistiği	λ
LNPY	5	2000:08 ^b	-6.53654*	0.55
LNKVS	2	2001:01 ^c	-4.59484**	0.58
LNRKE	1	2001:02 ^b	-4.02529	0.59
LNCİD	12	2003:07 ^c	-4.00276	0.74 (=0.3)
DİBSFO	12	1997:11 ^b	-6.46356*	0.37
MFO	1	2000:11 ^a	-6.70131*	0.57
LNМ2	11	2005:08 ^b	-2.86199	0.87 (=0.1)
LNREZ	1	1994:03 ^b	-4.13968	0.2
İMKB	12	2001:03 ^c	-5.42480*	0.59
LNİMKBH	0	2001:01 ^b	-7.13178*	0.58

k, uygun gecikme uzunluğunu; T_B, yapısal kırılma tarihini göstermektedir. a, b ve c sırasıyla; ortalamayı değiştiren bir yapısal kırılma, trendi değiştiren bir yapısal kırılma ve hem ortalamayı hem de trendi değiştiren bir yapısal kırılmanın varlığını ifade etmektedir. λ= T_B/ T’dir. Kritik değerler, Lee ve Strazicich (2004) s.12’den alınmıştır. *, **, *** sırasıyla, %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı (sıfır hipotezinin reddedildiğini) göstermektedir.

Tablo 17’ye bakıldığında, birim kökün varlığını gösteren sıfır hipotezinin LNPY, LNKVS, DİBSFO, MFO, İMKB ve LNİMKBH için reddedildiği, yani bu serilerin durağan olduğu görülmektedir. LNRKE, LNCİD, LNМ2 ve LNREZ serileri

³⁹² Minimum LM birim kök testi için WinRATS kodu, <http://www.cba.ua.edu/~jlee/gauss/> adresinden elde edilmiştir.

için ise, sıfır hipotezi kabul edilmektedir. Buna göre, LNİMKBH dışındaki tüm seriler için LM test sonuçları ADF ve KPSS test sonuçlarını doğrulamaktadır. LNİMKBH serisi için ise, 2001 yılının birinci ayında ortaya çıkan yapısal kırılma dikkate alındığında aslında serinin durağan yani I(0) olduğu sonucuna varılmaktadır.

B. Sınır Testi Yaklaşımı ile Eşbütünleşme İlişkisi Araştırılacak Modellerin Belirlenmesi

Bu çalışma kapsamında amaç, sermaye hareketlerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek olduğundan, sınır testi yaklaşımı çerçevesinde portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının bağımsız değişken, belirlediğimiz makroekonomik değişkenlerin ise sırayla bağımlı değişken olarak yer aldığı sekiz farklı model oluşturulmuştur. Sermaye hareketleri ile sermaye hareketlerinin üzerinde etkili olabileceği düşünülen temel makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler, aralarındaki kuramsal bağlantılar göz önüne alınarak aşağıdaki modeller yardımıyla araştırılmıştır.

Model 1: LNRKE = f(LNPY, LNKVS)

Model 2: DİBSFO = f(LNPY)

Model 3: MFO = f(LNKVS)

Model 4: LNREZ = f(LNPY, LNKVS)

Model 5: LNM2 = f(LNPY, LNKVS)

Model 6: LNCİD = f(LNPY, LNKVS)

Model 7: İMKB = f(LNPY)

Model 8: LNİMKBH = f(LNPY)

Türkiye'ye yönelik finansal sermaye akımlarının, borsa dışında kalan kısmı, büyük ölçüde DİBS'lere yönelik olup, daha küçük bir kısmı ise mevduatlara yöneliktir. Bu nedenle, finansal sermaye hareketlerinin faiz oranı üzerindeki etkisinin analizinde DİBS faiz oranı ile mevduat faiz oranı olmak üzere iki farklı faiz oranı kullanılmıştır. Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının borsa dışında kalan kısmı DİBS'lere yönelik olduğundan, bağımlı değişken olarak DİBS faiz oranının yer

aldığı Model 2’de bağımsız değişken olarak sadece portföy yatırımlarına yer verilmiştir. Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının bir bölümü mevduat hesaplarında değerlendirilmektedir. Bu nedenle, mevduat faiz oranının bağımlı değişken olarak yer aldığı Model 3’de ise, bağımsız değişken olarak sadece kısa vadeli sermaye hareketleri yer almıştır.

Türkiye’de 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılmasıyla birlikte, yabancı yatırımcıların İMKB’ye olan ilgileri de artmıştır. Hisse senedi fiyatlarına ilişkin beklentilerden kar sağlamak amacıyla gelen finansal sermaye akımları İMKB üzerinde önemli etkiler meydana getirmektedir. Bu nedenle, finansal sermaye akımlarının makroekonomik etkileri bağlamında, İMKB üzerindeki etkilerin de incelenmesi gerektiği düşüncesinden hareketle, portföy yatırımları ile ilişkili olarak, İMKB’yi temsilen İMKB 100 endeksi ve İMKB işlem hacmi dikkate alınmıştır.

Yapısal kırılmayı dikkate alan minimum LM birim kök testi sonuçlarına göre, çalışmada kullanılan seriler için belirlenen kırılma tarihlerinin, Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası yaşanan Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine veya onlara çok yakın tarihlere denk düşmesi, oluşturulan modellerde, söz konusu krizlerin etkilerinin de dikkate alınması gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, yapısal kırılma testi sonuçları dikkate alınarak, kırılma tarihleri için çeşitli kukla değişkenler oluşturulmuş ve her bir bağımlı değişken için oluşturulan bu kukla değişkenlerden istatistiki olarak anlamlı olanlar, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile birlikte, açıklayıcı değişken olarak modellerde yer almıştır.

Burada belirtilmesi gereken noktalardan birisi de bu modellerin eleştiriye açık yanlarının olduğudur. Oluşturulan modellerde açıklayıcı değişken olarak yalnızca portföy yatırımları ve/veya kısa vadeli sermaye hareketlerinin yer alması, dolayısıyla açıklanan değişkenler (bağımlı değişkenler) olarak yer alan makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olan başka değişkenlerin yer almaması nedeniyle, modellerin birçok yapısal değişkenin dışarıda bırakıldığı basit modeller olduğu düşünülebilir. Ancak çalışmanın amacı, seçilen makroekonomik değişkenlerin

belirleyicilerini araştırmak yerine, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu makroekonomik değişkenler üzerinde ne gibi etkiler meydana getirdiğini analiz etmek olduğundan, söz konusu modeller bu amaç doğrultusunda oluşturulmuştur.

C. Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları

Birim kök testlerinin ardından izlenen ikinci adım, finansal sermaye hareketleri ile çeşitli makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin olup olmadığını araştırmaktır. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin varlığını test etmede kullanılan geleneksel eşbütünleşme testleri (Engle-Granger ve Johansen) modelde yer alan bütün değişkenlerin birinci dereceden bütünleşik-I(1)-olmasını gerektirmektedir. Diğer bir deyişle, bu yöntemlerin kullanılabilmesi için, tüm değişkenlerin bir adet birim köke sahip olmaları gerekmektedir. Yapılan farklı birim kök testleri sonucunda, kullanılan değişkenlerin bazılarının I(0), bazılarının I(1) olduğu (yani tüm değişkenlerin I(1) olmadığı) belirlendiğinden, bu çalışmada geleneksel eşbütünleşme testlerini uygulamak mümkün olmamıştır. Bu nedenle, bu yöntemler yerine, bütünleşme derecelerini dikkate almadan değişkenler arasındaki eşbütünleşik ilişkiyi araştırmaya olanak veren, Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Sınır testi, oluşturulan bir kısıtsız hata düzeltme modelindeki gecikmeli düzey değişkenlerin katsayılarının topluca anlamlılığının F testi ile sınanmasına dayanmaktadır. Bu sınama sonucunda aralarında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna karar verilen değişkenler için, uygun ARDL modelleri ile önce uzun dönem katsayıları, daha sonra ise hata düzeltme modeli yardımıyla kısa dönem ilişkileri gösteren katsayılar tahmin edilmektedir.

Sınır testi yaklaşımına göre, eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test etmek için öncelikle kısıtsız hata düzeltme modelindeki uygun gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde, çalışmada kullanılan veri setinin aylık olması nedeniyle, her model için maksimum gecikme uzunluğu 12 olarak alınmış ve her bir gecikme için AIC değeri hesaplanmıştır. Ayrıca her bir gecikme için hata

terimlerinde otokorelasyon olup olmadığı da araştırılmıştır. Kısıtsız hata düzeltme modelinde, sağ tarafta bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri de yer aldığından, otokorelasyonun araştırılmasında Durbin Watson (DW) testi yerine, Breusch-Godfrey Lagrange Multiplier (LM) testi kullanılmıştır. LM testi sonucunda otokorelasyon sorunu olmayan en küçük AIC değerini veren gecikme uzunluğu, modelin uygun gecikme uzunluğu olarak belirlenmiştir.

1. Sermaye Hareketleri ve Reel Döviz Kuru

UECM'nin tahminine dayanan sınır testi, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkisinin araştırıldığı Model 1'e aşağıdaki gibi uyarlanmıştır.

$$DLNRKE_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DLNRKE_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_3 DLNKVS_{t-i} + \beta_4 LNRKE_{t-1} + \beta_5 LNPY_{t-1} + \beta_6 LNKVS_{t-1} + \varepsilon_t$$

Sınır testinin uygulanmasında ilk adım, yukarıdaki UECM'deki değişkenler için ortak gecikme uzunluğunun (m) belirlenmesidir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde AIC kriteri kullanılmıştır.

Tablo 18: Model 1'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2_{BG}
1	-4.213791	4.629731*
2	-4.210478	1.216521
3	-4.283832	1.070852
4	-4.279486	1.144921
5	-4.303887	1.757636
6	-4.302106	0.659877
7	-4.267370	1.330673
8	-4.283588	0.416470
9	-4.245360	0.745284
10	-4.211507	0.708064
11	-4.204765	1.483557
12	-4.193047	0.781809

χ^2_{BG} , Breusch-Godfrey otokorelasyon test istatistiğidir.
* işareti, %5 düzeyinde anlamlılığı göstermekte olup, hata terimleri arasında otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 18’de Model 1’in sınır testi için uygun gecikme uzunluğunun nasıl belirlendiği görülmektedir. En küçük AIC değerini veren gecikme uzunluğu 5’tir ve bu gecikme sayısında hata terimlerinde otokoralyon sorunu da olmadığından, sınır testi 5 gecikmeli model ile yapılmıştır. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra, kısıtsız hata düzeltme modeli, 5 gecikme ile tahmin edilerek, eşbütünleşme ilişkisinin sınanması için F istatistiği hesaplanmıştır. Tablo 19’da, söz konusu değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığını ifade eden ($H_0: \beta_4=\beta_5=\beta_6=0$) hipotezini sınamak için hesaplanan F istatistiği değeri ve Pesaran vd.(2001)’den alınan kritik değerler yer almaktadır. LNPY ve LNKVS değişkenleri I(0), LNRKE değişkeni I(1) olduğundan, hesaplanan F istatistiği ile karşılaştırılması gereken Pesaran vd. (2001) tablo kritik değeri, alt ve üst kritik değerlerdir.

Tablo 19: Model 1’in Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değerler (%5)	
		Alt Sınır	Üst Sınır
2	6.692413	3.79	4.85

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)’deki Tablo CI (iii)’ten alınmıştır.

Sınır testi sonuçlarına göre, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden reel döviz kuruna doğru uzun dönem ilişkisinin araştırıldığı 1 no.lu model için hesaplanan F istatistiği, Pesaran vd.(2001)’den alınan tablo üst kritik değerinden büyük olduğundan ($F\text{-ist} > F_{\text{üst}} \text{ kritik değeri}$), portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir. LNPY ve LNKVS ile LNRKE arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu saptandıktan sonra, uygun ARDL modelleri ile uzun ve kısa dönem katsayıları tahmin edilmiştir.

Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasındaki uzun dönemli ilişkinin araştırıldığı ARDL modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$LNRKE_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 LNRKE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 LNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_3 LNKVS_{t-i} + e_t$$

Uzun dönemli ilişkiyi sınavan ARDL modelinin uygun gecikme uzunluğu yine AIC kriteri kullanılarak; LNRKE değişkeni için 4, LNPY değişkeni için 4 ve LNKVS değişkeni için 1 olarak belirlenmiştir. Yani, uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model ARDL(4,4,1) modelidir. Tablo 20’de ARDL(4,4,1) modeline ilişkin tahmin sonuçları ve bu sonuçlara dayanılarak hesaplanan uzun dönem katsayıları³⁹³ verilmiştir.

Tablo 20: Model 1’in Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (4,4,1) Modeli		
C	0.20896	1.7198 (0.087)
LNRKE(-1)	1.3058	18.3422 (0.000)
LNRKE(-2)	-0.45903	-3.9082 (0.000)
LNRKE(-3)	-0.12958	-1.1036 (0.271)
LNRKE(-4)	0.15747	2.2467 (0.026)
LNPY	0.028318	2.4878 (0.014)
LNPY (-1)	-0.0011817	-0.10109 (0.920)
LNPY (-2)	0.0016847	0.15137 (0.880)
LNPY (-3)	-0.017499	-1.4751 (0.142)
LNPY (-4)	0.050882	4.3213 (0.000)
LNKVS	0.016911	1.1796 (0.240)
K01 ₀₂	-0.020633	-3.8352 (0.000)
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
C	1.6677	2.2511 (0.026)
LNPY	0.49645	2.8889 (0.004)
LNKVS	0.39979	2.9784 (0.003)
K01 ₀₂	-0.16467	-5.5568 (0.000)
R ² = 0.95465 DW = 1.9956		

Bağımlı değişken LNRKE’dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 20’nin ikinci bölümünde ARDL(4,4,1) modelinden hesaplanan uzun dönem katsayıları yer almaktadır. Hem LNPY hem de LNKVS değişkeninin uzun dönem katsayıları, istatistiki olarak anlamlı ve işaretleri kuramsal beklentilere uygun olarak pozitifdir. Buna göre, 1992:01-2007:07 döneminde, portföy yatırımları %1 oranında arttığında, reel döviz kuru yaklaşık %0.50 oranında artmaktadır. Kısa vadeli sermaye

³⁹³ ARDL modellerindeki uzun dönem katsayıları Microfit 4.0 programı tarafından otomatik olarak hesaplanmaktadır.

hareketleri %1 arttığında ise reel döviz kuru %0.40 oranında artmaktadır. Türkiye'ye yönelik finansal sermaye akımları arttıkça reel döviz kurunun da artması YTL'nin reel olarak değer kazandığını göstermektedir³⁹⁴. Ülkeye yönelik finansal sermaye girişlerinin artması, döviz arzını arttırmakta ve piyasalarda aynı döviz talebi karşısında dövizin fiyatı düşmekte ve YTL para değer kazanmaktadır. YTL'nin değer kazanması, ithal mallarının ucuzlamasına, ihraç mallarının ise uluslararası piyasalara göre pahalılaşmasına yol açmaktadır. Bu durum, ithal girdi talebinin yüksekliği nedeniyle Türkiye'de enflasyon oranının düşmesine yardımcı olmakla birlikte, dış ticaret açığını arttırarak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemektedir.

İlgili değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. 1 no.lu model için, hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$DLNRKE_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 DLNRKE_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 DLNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_4 DLNKVS_{t-i} + u_t$$

Burada, D değişkenlerin birinci farkını göstermektedir. EC_{t-1} ise uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata teriminin bir dönem gecikmeli değeri olup, hata düzeltme terimi olarak adlandırılmaktadır. Hata düzeltme teriminin katsayısı, herhangi bir şok nedeniyle (politika değişikliği, iç veya dış ekonomik konjonktür, vb.), değişkenler arasındaki uzun dönem denge ilişkisinden sapmaların ne kadar zaman içinde düzelebileceğini göstermektedir. Model 1 için ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli sonuçları Tablo 21'de verilmektedir.

³⁹⁴ TCMB, reel döviz kurunu, $R = e \cdot P^* / P$ biçiminde değil, $R = e \cdot P / P^*$ biçiminde tanımladığından, reel döviz kurunun yükselmesi YTL'nin değer kazandığını, reel döviz kurunun düşmesi ise YTL'nin değer kaybettiğini göstermektedir. Burada; R reel döviz kurunu, e nominal döviz kurunu, P yurtiçi fiyat düzeyini ve P^* da yurtdışı fiyat düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 21: Model 1'in ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (4,4,1) Modeli		
C	0.20896	1.7198 (0.087)
DLNRKE 1	0.43114	6.2524 (0.000)
DLNRKE 2	-0.027887	-0.37807 (0.706)
DLNRKE 3	-0.15747	-2.2467 (0.026)
DLNPY	0.028318	2.4878 (0.014)
DLNPY 1	0.035068	2.0244 (0.044)
DLNPY 2	0.033384	2.3301 (0.021)
DLNPY 3	0.050882	4.3213 (0.000)
DLNKVS	0.016911	1.1796 (0.240)
EC(-1)	-0.12530	-4.5461 (0.000)
DK01 ₀₂	-0.020633	-3.8352 (0.000)
$R^2 = 0.34352$ $DW = 1.9956$		

Bağımlı değişken DLNRKE'dir Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Hata düzeltme teriminin katsayısı, beklendiği gibi negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu durum, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasında, uzun dönemli bir ilişki olduğu sonucunu desteklemektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı, söz konusu değişkenler arasındaki dengesizliklerin giderilme hızı hakkında bilgi vermektedir. Katsayı ne kadar büyük olursa, uzun dönem dengesinden bir sapma da o kadar hızlı ortadan kalkacak demektir. Model 1'e göre, reel döviz kuru ile sermaye hareketleri arasındaki uzun dönemli dengeden bir sapma her ay %12,5 oranında düzeltilmektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı, uzun döneme uyum sürecini göstermektedir.

Hata düzeltme modelindeki kısa dönem katsayılarına bakıldığında, portföy yatırımlarının tüm gecikmeli değerlerinin pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Yani, uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de portföy yatırımları, reel döviz kurunu pozitif yönde etkilemektedir. Ancak, kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasında, uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de pozitif yönlü bir ilişki olmakla birlikte, kısa dönemdeki pozitif yönlü

ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. Bunda, son yıllarda kısa vadeli sermaye akımlarının çıkış yönlü bir eğilim sergilemesinin etkisi olabilir.

Yapısal kırılmayı dikkate alan minimum LM birim kök testi sonuçlarına göre, reel döviz kuru serisinde 2001:02 döneminde bir yapısal kırılma meydana geldiği belirlenmişti. Söz konusu tarih, Türkiye'nin yaşadığı en büyük finansal krizlerden birisi olan Şubat 2001 krizine denk gelmektedir. Bu bağlamda, Şubat 2001 krizinin reel döviz kuru üzerindeki etkisini dikkate almak amacıyla $K01_{02}$ kukla değişkeni de modele eklenmiştir. $K01_{02}$ kukla değişkeninin hem uzun hem de kısa dönem katsayısının negatif işaretli ve anlamlı olması, Şubat 2001 krizinin etkisiyle, reel döviz kuru endeksinin düştüğünü yani YTL'nin değer kaybettiğini göstermektedir. 2001 krizinde, yüksek cari açığın körüklediği devalüasyon beklentisi nedeniyle, gerek açık pozisyonlarını kapatmak isteyen bankaların, gerekse Türkiye'deki portföylerini boşaltarak piyasadan çıkan yabancı yatırımcıların döviz taleplerindeki artış, YTL'nin değer kaybetmesine neden olmuştur.

2. Sermaye Hareketleri ve DİBS Faiz Oranı

UECM'ye dayanan sınır testi, portföy yatırımlarının DİBS faiz oranı üzerindeki etkisinin araştırıldığı Model 2'ye aşağıdaki gibi uyarlanmıştır.

$$DDİBSFO_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DDİBSFO_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNPY_{t-i} + \beta_4 DİBSFO_{t-1} + \beta_5 LNPY_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tablo 22'den görüleceği üzere, UECM'nin uygun gecikme uzunluğu, AIC'ye göre 3 olarak bulunmuştur. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra, UECM 3 gecikme ile tahmin edilerek, eşbütünlük ilişkisinin sınanması için F istatistiği hesaplanmıştır.

Tablo 22: Model 2'nin Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2_{BG}
1	-1.567757	2.35946*
2	-1.676332	0.290724
3	-1.703411	1.335466
4	-1.677032	1.715389
5	-1.684687	0.523453
6	-1.656901	0.584335
7	-1.641073	0.962264
8	-1.644084	0.685187
9	-1.619138	0.862179
10	-1.589793	1.219706
11	-1.570397	1.911563
12	-1.558961	1.425302

χ^2_{BG} , Breusch-Godfrey otokorelasyon test istatistiğidir.
* işareti, %5 düzeyinde anlamlılığı göstermekte olup, hata terimleri arasında otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 23'de, söz konusu değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin araştırılması için UECM'den hesaplanan F istatistiği ve kritik değerler yer almaktadır. Burada LNPY ve DİBSFO değişkenlerinin ikisi de I(0) olduğundan, hesaplanan F istatistiği, Pesaran vd. (2001)'deki alt kritik değer ile karşılaştırılmaktadır.

Tablo 23: Model 2'nin Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değer (%5)
		Alt Sınır
1	23.77527	4.94

k, denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)'deki Tablo CI (iii)'ten alınmıştır.

Tablo 23'de, hesaplanan F istatistiği alt kritik değerden büyük olduğundan, LNPY ile DİBSFO arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu kabul edilmektedir. Bundan sonraki aşama, uygun ARDL modeli ile uzun ve kısa dönem katsayıların hesaplanmasıdır.

İlgili değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin araştırılacağı ARDL modeli aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$$DİBSFO_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 DİBSFO_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 LNPY_{t-i} + e_t$$

Uzun dönemli ilişkiyi sınavan ARDL modelindeki gecikme uzunlukları, AIC kriteri kullanılarak; DİBSFO için 9 ve LNPY için 6 olarak belirlenmiştir. Yani, uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model ARDL(9,6) modelidir. Tablo 24’de ARDL(9,6) modelinin tahmin sonuçları ve bu sonuçlara dayanılarak hesaplanan uzun dönem katsayıları yer almaktadır.

Tablo 24: Model 2’nin Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (9,6) Modeli		
C	0.95683	2.4619 (0.015)
DİBSFO(-1)	0.94284	12.1655 (0.000)
DİBSFO(-2)	-0.45665	-4.2487 (0.000)
DİBSFO(-3)	0.39136	3.4298 (0.001)
DİBSFO(-4)	-0.30835	-2.6500 (0.009)
DİBSFO(-5)	0.13902	1.2312 (0.220)
DİBSFO(-6)	-0.020133	-0.19205 (0.848)
DİBSFO(-7)	0.015648	0.15608 (0.876)
DİBSFO(-8)	0.037009	0.38918 (0.698)
DİBSFO(-9)	-0.12409	-1.8064 (0.073)
LNPY	-0.059932	-1.2097 (0.228)
LNPY(-1)	-0.18919	-3.6323 (0.000)
LNPY(-2)	0.17572	3.2393 (0.001)
LNPY(-3)	-0.22658	-3.8529 (0.000)
LNPY(-4)	-0.040784	-0.68032 (0.497)
LNPY(-5)	-0.049431	-0.82145 (0.413)
LNPY(-6)	0.14768	2.5709 (0.011)
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
C	2.4960	2.4902 (0.014)
LNPY	-0.63265	-2.3346 (0.021)
R ² = 0.70077 DW = 2.0059		

Bağımlı değişken DİBSFO’dur. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Portföy yatırımlarının DİBS faiz oranı üzerindeki etkisini gösteren LNPNY değişkeninin uzun dönem katsayısı, negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlıdır. Buna göre, portföy yatırımlarında meydana gelen %1'lik bir artış, DİBS faiz oranını %0.63 oranında azaltmaktadır. Kuramsal beklentilerle uyumlu olan bu durum, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarındaki artışın, ülkede menkul kıymetlere yönelik fon arzını artırarak, DİBS faiz oranını düşürücü yönde etkilediğini göstermektedir.

İlgili değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkinin araştırılmasına olanak veren ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuş ve sonuçlar Tablo 25'de verilmiştir.

$$DDİBSFO_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 DDİBSFO_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 DLNPNY_{t-i} + u_t$$

Tablo 25: Model 2'nin ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (9,6) Modeli		
C	0.95683	2.4619 (0.015)
DDİBSFO 1	0.32619	3.6422 (0.000)
DDİBSFO 2	-0.13046	-1.4522 (0.148)
DDİBSFO 3	0.26090	2.9968 (0.003)
DDİBSFO 4	-0.047452	-0.55300 (0.518)
DDİBSFO 5	0.091568	1.1727 (0.243)
DDİBSFO 6	0.071435	0.92499 (0.356)
DDİBSFO 7	0.087082	1.2694 (0.206)
DDİBSFO 8	0.12409	1.8064 (0.073)
DLNPNY	-0.059932	-1.2097 (0.228)
DLNPNY 1	-0.006601	-0.06888 (0.945)
DLNPNY 2	0.16912	1.9532 (0.053)
DLNPNY 3	-0.057464	-0.68673 (0.493)
DLNPNY 4	-0.098248	-1.4483 (0.150)
DLNPNY 5	-0.14768	-2.5709 (0.011)
ECM(-1)	-0.38334	-4.7594 (0.000)
R ² = 0.44818 DW = 2.0059		

Bağımlı değişken DDİBSFO'dur. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Hata düzeltme teriminin, beklendiği gibi negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Hata düzeltme modelinin çalışması, portföy yatırımları ile DİBS faiz oranı arasındaki uzun dönemli ilişkinin sonuçlarını desteklemektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı, portföy yatırımları ile DİBS faiz oranı arasında var olan uzun dönem dengesinde meydana gelebilecek sapmaların her ay %38 oranında giderileceğini göstermektedir.

Kısa dönem katsayılarına bakıldığında, LNPY değişkenine ait katsayılardan sadece 2. ve 5. gecikmeli değerlerin istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Ancak, LNPY değişkeninin 2 dönem gecikmeli değeri DİBS faiz oranını pozitif yönde etkilerken, 5 dönem gecikmeli değerinin negatif olarak etkilemesi, portföy yatırımları ile DİBS faiz oranı arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönü ve büyüklüğü hakkında kesin bir sonuca varmayı engellemektedir.

3. Sermaye Hareketleri ve Mevduat Faiz Oranı

Sınır testi için oluşturulan UECM, kısa vadeli sermaye hareketlerinin mevduat faiz oranı üzerindeki etkisinin araştırıldığı Model 3'e aşağıdaki gibi uyarlanmıştır.

$$DMFO_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DMFO_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNKVS_{t-i} + \beta_3 MFO_{t-1} + \beta_4 LNKVS_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tablo 26'da görüldüğü gibi, UECM için ortak gecikme uzunluğu 1 olarak bulunmuştur. 1 gecikmeli modelde otokorelasyon sorununa da rastlanmadığından, UECM 1 gecikme için tahmin edilmiştir.

Tablo 26: Model 3'ün Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2_{BG}
1	-0.607054	0.542574
2	-0.590592	0.182257
3	-0.564948	1.178267
4	-0.538819	1.034897
5	-0.535581	0.576524
6	-0.514602	0.277610
7	-0.486814	0.386188
8	-0.465470	0.354293
9	-0.440736	0.536430
10	-0.418557	0.447283
11	-0.389658	0.514617
12	-0.360161	0.754682

Tablo 27'de, mevduat faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını test etmek için UECM'nin tahmininden elde edilen F istatistiği ve ilgili kritik değerler yer almaktadır. Burada hem MFO hem de LNKVS değişkeni I(0) olduğundan, hesaplanan F istatistiği alt kritik değerle karşılaştırılmaktadır.

Tablo 27: Model 3'ün Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değer (%5)
		Alt Sınır
1	16.26069	4.94

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)'deki Tablo CI (iii)'ten alınmıştır.

Tablo 27'den görüleceği gibi, sınır testi sonucuna göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinden mevduat faiz oranına doğru eşbütünleşme ilişkisinin araştırıldığı Model 3 için hesaplanan F istatistiği, tablo alt kritik değerinden büyük olduğundan, eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir.

İlgili değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi araştırmak üzere kurulan ARDL modeli aşağıdaki gibidir.

$$MFO_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 MFO_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 LNKVS_{t-i} + e_t$$

Uzun dönemli ilişkinin sınındığı yukarıdaki ARDL modelindeki gecikme uzunlukları, MFO için 2 ve LNKVS için 6 olarak belirlenmiştir. Yani, uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model ARDL(2,6) modelidir. Tablo 28’de ARDL(2,6) modeline ilişkin tahmin sonuçları ve bu sonuçlara dayanılarak hesaplanan uzun dönem katsayıları yer almaktadır.

Tablo 28: Model 3’ün Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (2,6) Modeli		
C	-1.3138	-2.4210 (0.017)
MFO(-1)	0.23352	3.0604 (0.003)
MFO(-2)	0.11637	1.5289 (0.128)
LNKVS	-0.23941	-2.2687 (0.025)
LNKVS(-1)	-0.024640	-0.2282 (0.820)
LNKVS(-2)	0.15947	1.4625 (0.146)
LNKVS(-3)	0.11363	1.0155 (0.311)
LNKVS(-4)	0.085368	0.78584 (0.433)
LNKVS(-5)	0.0047232	0.043714 (0.965)
LNKVS(-6)	0.24485	2.3091 (0.022)
K00 ₁₁	0.12987	4.1308 (0.000)
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
C	-2.0208	-2.3707 (0.019)
LNKVS	0.52914	2.2992 (0.023)
K00 ₁₁	0.19977	4.9072 (0.000)
R ² = 0.38059 DW = 1.9537		

Bağımlı değişken MFO’dur. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Hesaplanan uzun dönem katsayılarına bakıldığında, LNKVS değişkeninin katsayısının pozitif işaretli ve anlamlı olması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun dönemde, mevduat faiz oranlarını yükseltici yönde etkilediğini göstermektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarında meydana gelen %1’lik bir artış mevduat faiz oranlarını yaklaşık %0.53 oranında arttırmaktadır.

Yapısal kırılma testi sonucunda MFO serisinde 2000 yılının Kasım ayında bir yapısal kırılma meydana geldiği belirlenmişti. Kasım 2000 krizine denk gelen söz konusu kırılma tarihi için oluşturulan $K00_{11}$ kukla değişkeni, Kasım 2000 krizinin mevduat faiz oranları üzerindeki etkisini görebilmek amacıyla uzun ve kısa dönem modellerine eklenmiştir. $K00_{11}$ kukla değişkeninin pozitif işaretli ve anlamlı olması, 2000 yılının Kasım ayında yaşanan krizin, yaşanan sermaye çıkışına bağlı olarak mevduat faiz oranlarını yükselttiğini göstermektedir.

MFO ile LNKVS arasındaki kısa dönemli ilişkiyi araştırmak üzere oluşturulan ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli aşağıdaki gibidir.

$$DMFO_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 DMFO_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 DLNKVS + u_t$$

Tablo 29’da, kısa dönem analizinden elde edilen sonuçlar sunulmaktadır.

Tablo 29: Model 3’ün ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (2,6) Modeli		
C	-1.3138	-2.4210 (0.017)
DMFO 1	-0.11637	-1.5289 (0.128)
DLNKVS	-0.23941	-2.2687 (0.025)
DLNKVS 1	-0.60804	-3.7033 (0.000)
DLNKVS 2	-0.44857	-2.6969 (0.008)
DLNKVS 3	-0.33494	-2.0946 (0.038)
DLNKVS 4	-0.24957	-1.7878 (0.076)
DLNKVS 5	-0.24485	-2.3091 (0.022)
EC(-1)	-0.65011	-7.0991 (0.000)
DK00 ₁₁	0.12987	4.1308 (0.000)
R ² = 0.41209 DW = 1.9537		

Bağımlı değişken DMFO’dur. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Hata düzeltme terimi EC(-1)’in negatif işaretli ve anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum, kısa vadeli sermaye hareketleri ile mevduat faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişkinin mevcut olduğunu doğrulamaktadır. Değişkenler arasındaki dengesizliklerin giderilme hızı hakkında bilgi veren hata düzeltme

teriminin katsayısının -0.65 çıkması, LNKVS ile MFO arasındaki uzun dönem denge ilişkisinde meydana gelebilecek bir sapmanın her ay %65 oranında giderileceğini, yani uzun döneme uyum sürecinin hızlı bir şekilde gerçekleşeceği göstermektedir.

LNKVS değişkenine ait kısa dönem katsayılarına bakıldığında, LNKVS değişkeninin tüm gecikmeli değerlerinin negatif işaretli ve anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuç, kısa vadeli sermaye akımlarındaki artışların mevduat faiz oranlarını kısa dönemde, beklentilere uygun olarak, düşürücü yönde etkilediğini göstermektedir. Kasım 2000 krizinin mevduat faiz oranı üzerindeki etkisini gösteren $K00_{11}$ kukla değişkenin pozitif işaretli ve anlamlı olması da, yaşanan krizin mevduat faiz oranını yükselttiğine işaret etmektedir.

Mevduat faiz oranının kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki uzun ve kısa dönemli etkileri birlikte değerlendirildiğinde; kısa dönemde kısa vadeli sermaye akımlarındaki artışın mevduat faiz oranını negatif yönde etkilemesi, kuramsal beklentilerle uyumluyken, uzun dönemde pozitif yönde etkilemesi kuramsal beklentilerle uyuşmayan bir durumun varlığına işaret etmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki artışın kısa dönemde mevduat faiz oranını düşürürken, uzun dönemde yükseltmesi, akla ilk olarak TCMB'nin izlediği sterilizasyon politikasını getirebilir. Yani, ülkeye kısa vadeli sermaye girişi kısa dönemde mevduat faiz oranını düşürüyor ancak, TCMB, parasal genişlemeye yol açarak enflasyonist etkiler yaratmaması için, sermaye girişinin yarattığı likiditenin bir kısmını, API ile piyasadan çekiyor ve bu da uzun dönemde faiz oranını yükseltici bir sonuç doğuruyor olabilir. Konu bu açıdan değerlendirildiğinde, TCMB'nin, sermaye girişlerinin piyasadaki fazla likiditeyi çekebilmek için, sattığı tahvil ve bonolara yüksek faiz vermesi gereği, uzun vadede DİBS faiz oranlarını yükseltici bir etki meydana getirebilir, ancak aynı durumun mevduat faiz oranları üzerinde de yükseltici bir etki yapıp yapmayacağı tartışmalıdır. Kaldı ki, portföy yatırımlarının DİBS faiz oranı üzerindeki etkisinin araştırıldığı analiz sonuçlarına göre, portföy yatırımlarının uzun dönemde DİBS faiz oranlarını yükseltici yönde değil, düşürücü yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştı.

Bu bağlamda, ekonometrik analizin faiz oranları ile ilgili bulguları, (portföy yatırımları DİBS faiz oranını uzun dönemde negatif yönde etkilerken, kısa dönemde hem negatif hem de pozitif yönlü anlamlı etkilere rastlanması, kısa vadeli sermaye akımları ise, mevduat faiz oranını uzun dönemde pozitif yönde etkilerken kısa dönemde negatif yönde etkilemesi) Türkiye'ye yönelen finansal sermaye akımlarının faiz oranları (DİBS ve mevduat faiz oranları) üzerindeki etkisi konusunda kesin bir sonuca varabilmeyi engellemektedir. Bu durum; oluşturulan modellerde açıklayıcı değişken olarak sadece finansal sermaye akımlarının yer almasından kaynaklanıyor olabilir. Ancak faiz oranları ile ilgili olarak çalışmanın amacı, finansal sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki etkisini araştırmak olduğundan, oluşturulan modellerde, sermaye hareketleri dışında faiz oranını etkileyen başka değişkenlere yer verilmemiştir. Bunun dışında, genel olarak Türkiye'de finansal sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisini net olarak ortaya koyabilmeyi engelleyen bu durum, Türkiye'de finansal sermaye akımları ile faiz oranları arasında kesin ve net bir ilişkinin bulunmamasından da kaynaklanıyor olabilir.

4. Sermaye Hareketleri ve TCMB Döviz Rezervleri

Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin TCMB döviz rezervleri üzerindeki etkisinin araştırıldığı Model 4 için sınır testi, aşağıdaki UECM'nin tahminine dayanmaktadır.

$$DLNREZ_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DLNREZ_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_3 DLNKVS_{t-i} + \beta_4 LNREZ_{t-1} + \beta_5 LNPY_{t-1} + \beta_6 LNKVS_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tablo 30'dan görüleceği gibi, yukarıdaki UECM için uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra, UECM 1 gecikme ile tahmin edilerek, eşbütünleşme ilişkisinin sınanması için F istatistiği hesaplanmıştır.

Tablo 30: Model 4'ün Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2_{BG}
1	-3.280434	0.086992
2	-3.253530	0.409107
3	-3.219799	1.789724
4	-3.254554	0.466843
5	-3.229467	0.772447
6	-3.195301	1.192337
7	-3.172433	0.679139
8	-3.156859	1.180002
9	-3.122026	1.177955
10	-3.102517	1.480822
11	-3.111996	1.138217
12	-3.083260	1.548948

Tablo 31'de, söz konusu değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi olmadığını ifade eden ($H_0: \beta_4=\beta_5=\beta_6=0$) hipotezini sınamak için hesaplanan F istatistiği ile Pesaran vd.(2001)'den alınan kritik değerler yer almaktadır. LNPY ve LNKVS değişkenleri $I(0)$, LNREZ değişkeni $I(1)$ olduğundan, F istatistiği ile karşılaştırılması gereken tablo kritik değeri, alt ve üst kritik değerlerdir.

Tablo 31: Model 4'ün Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değerler (%5)	
		Alt Sınır	Üst Sınır
2	6.666749	3.79	4.85

k, denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)'deki Tablo CI (iii)'ten alınmıştır.

Sınır testi sonucuna göre, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden döviz rezervlerine doğru eşbütünlük ilişkisinin araştırıldığı Model 3 için hesaplanan F istatistiği, Pesaran vd.(2001)'den alınan tablo üst kritik değerinden büyük çıkmıştır. Yani portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden döviz rezervlerine doğru eşbütünlük ilişkisinin olmadığını belirten H_0 hipotezi reddedilmiştir.

LNREZ, LNPY ve LNKVS arasındaki uzun dönemli ilişkinin tahminleneceği ARDL modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$LNREZ_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 LNREZ_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 LNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_3 LNKVS_{t-i} + e_t$$

Bu ARDL modelinde, en küçük AIC'yi veren gecikme sayıları; LNREZ için 2, LNPY için 1 ve LNKVS için 0'dır. Yani, tahmin edilecek model ARDL(2,1,0) modelidir. Tablo 32'de ARDL(2,1,0) modeline ilişkin tahmin sonuçları ve hesaplanan uzun dönem katsayıları yer almaktadır.

Tablo 32: Model 4'ün Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (2,1,0) Modeli		
C	-0.050631	-0.37540 (0.708)
LNREZ(-1)	1.0849	14.6485 (0.000)
LNREZ(-2)	-0.14281	-1.9939 (0.048)
LNPY	0.099200	5.0255 (0.000)
LNPY(-1)	-0.041940	-2.0205 (0.045)
LNKVS	0.021863	0.92323 (0.357)
K94 ₀₃	-0.066284	-4.1188 (0.000)
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
C	-0.87385	-0.36424 (0.716)
LNPY	0.98827	2.0397 (0.043)
LNKVS	0.37735	0.92520 (0.356)
K94 ₀₃	-1.1440	-5.0368 (0.000)
R ² = 0.98157 DW = 1.9718		

Bağımlı değişken LNREZ'dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin yönünü ve büyüklüğünü ortaya koyan uzun dönem katsayıları Tablo 32'nin ikinci bölümünde gösterilmektedir. Değişkenlerden sadece LNPY değişkeninin pozitif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre, portföy yatırımlarındaki %1'lik artış, döviz rezervlerini yaklaşık %0,99 oranında arttırmaktadır. Katsayının oldukça yüksek olması, portföy yatırımlarının döviz rezervleri üzerinde güçlü bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz rezervleri üzerindeki etkisi ise, kuramsal beklentilere uygun olarak pozitif olmakla birlikte, istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır. Bunda, son

yıllarda Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının çıkış yönlü bir eğilim göstermesinin etkisi olabilir.

Söz konusu değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki ise aşağıda gösterilen ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır.

$$DLNREZ_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 DLNREZ_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 DLNPNY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_4 DLNKVS_{t-i} + u_t$$

Tablo 33: Model 4'ün ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (2,1,0) Modeli		
C	-0.050631	-0.37540 (0.708)
DLNREZ 1	0.14281	1.9939 (0.048)
DLNPNY	0.099200	5.0255 (0.000)
DLNKVS	0.021863	0.92323 (0.357)
EC(-1)	-0.057939	-4.1790 (0.000)
DK94 ₀₃	-0.066284	-4.1188 (0.000)
R ² = 0.23712 DW = 1.9718		

Bağımlı değişken DLNCİD'dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 33'de ise söz konusu değişkenlere ait kısa dönem katsayıları ve hata düzeltme terimi yer almaktadır. Uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de döviz rezervleri üzerinde sadece LNPY değişkeninin pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Ancak portföy yatırımlarının döviz rezervleri üzerindeki etkisinin kısa dönemde daha az olduğu dikkati çekmektedir. LNKVS değişkeni ise uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de pozitif işaretli olmakla birlikte, istatistiki olarak anlamlı değildir.

Söz konusu değişkenler arasındaki dengesizliklerin giderilme hızı hakkında bilgi veren hata düzeltme teriminin, negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum, uzun dönemli ilişkinin sonuçlarını desteklemektedir. Ancak, hem uzun hem de kısa dönemde LNKVS değişkeninin

anlamsız olması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz rezervleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını ve sermaye hareketleri ile döviz rezervleri arasında, istatistiki olarak anlamlı hata düzelme terimi ile de desteklenen uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin asıl olarak portföy yatırımları aracılığıyla gerçekleştiğini ifade etmektedir. Buna göre, portföy yatırımları ile döviz rezervleri arasında uzun dönemde meydana gelecek dengesizliklerin her ay %6 oranında giderileceğini, yani uyarılmanın yavaş bir şekilde gerçekleştiğini söylemek mümkündür.

Yapısal kırılma testi sonuçlarına göre döviz rezervleri serisinde 1994 yılının Mart ayında bir yapısal kırılma olduğu belirlenmişti. Nisan 1994 krizinin hemen öncesine denk gelen bu tarih, 1994 krizinin döviz rezervleri üzerindeki etkisini görebilmek amacıyla K94₀₃ kukla değişkeni olarak, uzun ve kısa dönem modellerine eklenmiştir. K94₀₃ kukla değişkeni, hem uzun hem de kısa dönemde döviz rezervleri üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Bu sonuç, 1994 yılında yaşanan krizin döviz rezervlerini azalttığını göstermektedir ve kuramsal beklentilerle uyumludur. Kriz sürecinde YTL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybının giderek hızlanması sonucu, bankalar açık pozisyonlarını kapatmaya yönelerek döviz taleplerini arttırmışlar, bu da TCMB rezervlerinin azalmasına yol açmıştır. Ayrıca, 1994 krizi sürecinde hükümet tarafından faiz oranlarının düşürülmesi ve yüksek cari açık gibi diğer ekonomik göstergelerdeki olumsuz gelişmeler, risk algılamasını yükselterek ülkeden sermaye çıkışına neden olmuştur. Sermaye çıkışı nedeniyle artan döviz talebi de TCMB döviz rezervlerinin azalmasında etkili olmuştur.

Türkiye'ye cari işlemler açığını aşan boyutlarda gerçekleşen sermaye girişleri, döviz rezervlerini arttırmaktadır. Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları arttıkça TCMB döviz rezervlerinin de artması, TCMB'nin döviz piyasasına müdahale ettiğine işaret etmektedir. Döviz piyasalarına yönelik müdahaleler, sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerinde neden olduğu istikrarsızlıklar nedeniyle, daha çok gelişmekte olan ve yeni gelişen ülke piyasalarında görülen bir durumdur. Bu ülkelerde merkez bankaları piyasalara gerek alım gerekse satım yönünde müdahale ederek kurlardaki aşırı dalgalanmaları gidermeye

çalışmaktadır³⁹⁵. Türkiye’de de Şubat 2001’den bu yana dalgalı kur sistemi uygulanmasına rağmen, TCMB, dışsal şoklara karşı güvence sağlamak amacıyla, gerek düzenli olarak yapılan döviz alım ihaleleriyle gerekse doğrudan müdahalelerle döviz alımı yapmaktadır. Bu durum ise doğal olarak, TCMB’nin döviz rezervlerini arttırmaktadır. Yani, ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması, ortaya çıkabilecek herhangi bir olumsuzluk durumunda yaşanabilecek sermaye çıkışlarına karşı bir sigorta olarak, TCMB’yi giderek daha fazla rezerv biriktirmeye yöneltmektedir.

Genel olarak merkez bankaları, artan sermaye girişleri sonucu, ulusal paranın aşırı değerli olduğu koşullarda piyasaya müdahale ettiğinde, döviz rezervlerindeki artışa karşılık, ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesinin önüne geçilmiş olmaktadır. Yani kuramsal beklentiler bu yöndedir. Ancak, sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasındaki ilişkinin araştırıldığı modelde, Türkiye’ye portföy yatırımları şeklinde giren yabancı sermayenin reel döviz kurunu arttırdığı yani, YTL’nin reel olarak değerlendirilmesine neden olduğu belirtilmiştir. Bu bağlamda, Türkiye’ye yönelik portföy yatırımları arttıkça, hem döviz rezervleri artmakta hem de YTL reel olarak değerlendirilmeye devam etmektedir. Bu durum, Türkiye’ye yönelik sermaye akımları ve dolayısıyla döviz akımları sürerken, TCMB’nin yaptığı döviz alımlarının YTL’nin değerini düşürmeye yetmediğini göstermektedir. Diğer bir deyişle, TCMB, artan döviz girişleri karşısında, döviz piyasasına kısmi olarak müdahale etmekte ve bu nedenle de döviz rezervleri artmaya devam ederken, YTL’nin değer kazanmasına belli ölçülerde izin verilmektedir. Bu olgu, Türkiye’ye yönelik sermaye girişlerinin devamlılığının sağlanabilmesi için uygulanan, yüksek faiz-düşük kur politikasının sürdürülmesinin bir gereği olarak düşünülebilir.

5. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı

Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin araştırılacağı UECM, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin para arzı üzerindeki etkisinin incelendiği Model 5 için aşağıdaki gibi kurulmuştur.

³⁹⁵ Necla Adanur Aklan, “Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, Sayı:13, 2007, s.223.

$$DLNM2_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DLNM2_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_3 DLNKVS_{t-i} \\ + \beta_4 LNM2_{t-1} + \beta_5 LNPY_{t-1} + \beta_6 LNKVS_{t-1} + \varepsilon_t$$

Yukarıdaki UECM modeli için uygun gecikme uzunluğu, AIC'ye göre 4 olarak belirlenmiştir. UECM için uygun gecikme uzunluğu belirlendikten sonra sınır testi yaklaşımıyla değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisinin varlığı araştırılmıştır.

Tablo 34: Model 5'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2 BG
1	-4.268721	3.565847*
2	-4.263113	0.765010
3	-4.263600	3.811491*
4	-4.297901	0.997456
5	-4.281773	0.607134
6	-4.265043	1.145117
7	-4.245524	1.588342
8	-4.270225	0.844008
9	-4.249404	1.120362
10	-4.231115	1.289565
11	-4.228711	1.593777
12	-4.203718	2.300662*

χ^2 BG, Breusch-Godfrey otokorelasyon test istatistiğidir.
* işareti, %5 düzeyinde anlamlılığı göstermekte olup, hata terimleri arasında otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 35'de UECM modelinden yola çıkarak hesaplanan F istatistiği ve ilgili kritik değerler gösterilmektedir. LNPY ve LNKVS değişkenleri I(0), LNM2 değişkeni I(1) olduğundan, F istatistiği ile karşılaştırılması gereken tablo kritik değeri, alt ve üst kritik değerlerdir.

Tablo 35: Model 5'in Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değerler (%5)	
		Alt Sınır	Üst Sınır
2	1.052173	3.79	4.85

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)'deki Tablo CI (iii)'ten alınmıştır.

Tablo 35’de görüldüğü gibi, hesaplanan F istatistiği alt kritik değerin altında kaldığından, söz konusu değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle söz konusu model için ARDL modelleri ile uzun ve kısa dönemli ilişkiler araştırılmamıştır³⁹⁶.

6. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi

UECM’ye dayanan sınır testi, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının cari işlemler dengesi üzerindeki etkisinin analiz edildiği Model 6’ya aşağıdaki gibi uyarlanmıştır.

$$DLNCİD_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DLNCİD_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_3 DLNKVS_{t-i} + \beta_4 LNCİD_{t-1} + \beta_5 LNPY_{t-1} + \beta_6 LNKVS_{t-1} + \varepsilon_t$$

AIC’ye göre yukarıdaki UECM için uygun gecikme uzunluğu 1 olarak bulunmuştur. 1 gecikmede otokorelasyon sorununa da rastlanmadığından, UECM 1 gecikme için tahmin edilmiştir.

Tablo 36: Model 6’nın Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2 ^{BG}
1	-1.910086	1.056266
2	-1.880513	1.011661
3	-1.851875	0.623932
4	-1.830710	1.271022
5	-1.793612	1.783387
6	-1.777785	5.552565*
7	-1.782085	2.029998
8	-1.794150	2.647713*
9	-1.786957	5.324588*
10	-1.902825	4.604857*
11	-2.107100	3.663859*
12	-2.214219	3.600179*

χ^2 ^{BG}, Breusch-Godfrey otokorelasyon test istatistiğidir.
* işareti, %5 düzeyinde anlamlılığı göstermekte olup, hata terimleri arasında otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir.

³⁹⁶ Finansal sermaye akımlarının para arzı üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla oluşturulan Model 5’de para arzı olarak, M2 yerine M2Y, M1 ve rezerv para değişkenleri kullanılarak analiz tekrar edilmiş ancak, finansal sermaye hareketleri ile söz konusu değişkenler arasında da eşbütünleşme ilişkisine rastlanamamıştır.

Tablo 37’de, cari işlemler dengesi, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki eşbütünleşme ilişkisini test etmek için, yukarıdaki UECEM’nin tahmininden elde edilen F istatistiği ve ilgili kritik değerler yer almaktadır. LNPY ve LNKVS değişkenleri I(0), LNCİD değişkeni I(1) olduğundan, F istatistiği ile karşılaştırılması gereken Pesaran vd. (2001) tablo kritik değeri, alt ve üst kritik değerlerdir.

Tablo 37: Model 6’nın Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değerler (%5)	
		Alt Sınır	Üst Sınır
2	8.206884	3.79	4.85

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)’deki Tablo CI (iii)’ten alınmıştır.

Tablo 37’de, hesaplanan F istatistiğinin üst kritik değerden büyük olduğu görülmektedir. Bunun anlamı, ele aldığımız üç değişken arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olduğudur. Eşbütünleşme ilişkisinin varlığı belirlendiğinden, söz konusu değişkenlere ait uzun ve kısa dönem katsayıları uygun ARDL modeli ile tahmin edilmiştir.

LNCİD, LNPY ve LNKVS arasındaki uzun dönem ilişkisinin tahmin edileceği ARDL modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$LNCİD_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 LNCİD_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 LNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_3 LNKVS_{t-i} + e_t$$

Bu uzun dönem ARDL modelinde, AIC’ye göre belirlenen gecikme sayıları; LNCİD için 1, LNPY için 1 ve LNKVS için 0’dır. Yani, tahmin edilecek model ARDL(1,1,0) modelidir. Tablo 38’de ARDL(1,1,0) modeline ilişkin tahmin sonuçları ve hesaplanan uzun dönem katsayıları verilmektedir.

Tablo 38: Model 6'nın Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (1,1,0) Modeli		
C	1.8967	5.0423 (0.000)
LNCİD(-1)	0.69493	13.2067 (0.000)
LNPY	-0.0051196	-0.12203 (0.903)
LNPY(-1)	-0.10465	-2.4962 (0.014)
LNKVS	-0.10623	-2.0733 (0.040)
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
C	6.2175	7.1435 (0.000)
LNPY	-0.35982	-2.0786 (0.039)
LNKVS	-0.34823	-2.1197 (0.035)
$R^2 = 0.57461$ $DW = 2.1129$		

Not: Bağımlı değişken LNCİD'dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 38'in ikinci bölümünde ARDL(1,1,0) modelinden hesaplanan uzun dönem katsayıları yer almaktadır. Tabloya bakıldığında, hem LNPY hem de LNKVS değişkeninin uzun dönem katsayılarının istatistiki olarak anlamlı ve negatif işaretli olduğu görülmektedir. Yani, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarında meydana gelen artış, cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemektedir. Buna göre, portföy yatırımlarında meydana gelen %1'lik bir artış, cari işlemler dengesinin yaklaşık %0.36 oranında bozulmasına yani, %0.36 oranında açık vermesine neden olmaktadır. Benzer şekilde, kısa vadeli sermaye hareketleri %1 oranında arttığında, cari işlemler dengesi %0.35 oranında açık vermektedir. Türkiye'de cari işlemler açığının en önemli nedenlerinden birinin dış ticaret açığı olduğu dikkate alındığında, finansal sermaye akımlarındaki artışın, dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkileyerek cari işlemler açığını arttırdığını söylemek mümkündür.

Sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi, döviz kuru aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi, Türkiye'ye yönelik finansal sermaye akımlarının artması, YTL'nin reel olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır. YTL'nin değerlendirilmesi ise, hem ihraç mallarını göreceli olarak pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin uluslararası piyasalardaki rekabet gücünü azaltmakta, hem de ithal mallarını göreceli olarak ucuzlattığından, ithalata yönelik

tüketim ve ara malları talebini arttırmaktadır. Tüm bu gelişmeler ihracatın azalması ve ithalatın artmasına yol açarak dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilemekte ve dolayısıyla cari açığın yükselmesi sonucunu doğurmaktadır.

Söz konusu değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki, aşağıdaki ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeliyle araştırılmış ve sonuçlar Tablo 39’da verilmiştir.

$$DLNCİD_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 DLNCİD_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 DLNPY_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_4 DLNKVS_{t-i} + u_t$$

Tablo 39: Model 6’nın ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (1,1,0) Modeli		
C	1.8967	5.0423 (0.000)
DLNPY	-0.005119	-0.12203 (0.903)
DLNKVS	-0.10623	-1.2489 (0.213)
EC(-1)	-0.30507	-5.7976 (0.000)
R ² = 0.18261	DW = 2.1129	

Bağımlı değişken DLNCİD’ dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Hata düzeltme terimi, beklendiği gibi negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Bu durum, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari işlemler açığı arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunu yani, uzun dönemli ilişkinin sonuçlarını desteklemektedir. Söz konusu değişkenler arasındaki uzun dönem denge ilişkisinden sapmaların ne kadar zaman içinde düzeltileceğini gösteren hata düzeltme teriminin katsayısı, -0.30 çıkmıştır. Bu da, söz konusu değişkenler arasında uzun dönemde meydana gelebilecek dengesizliklerin her ay %30 oranında giderileceğini, yani hızlı sayılabilecek bir uyarılamanın gerçekleştiğini göstermektedir.

Hata düzeltme modelindeki kısa dönem katsayılarına bakıldığında, hem kısa vadeli sermaye akımları hem de portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi

arasındaki ilişkinin, uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de negatif işaretli olmakla birlikte, istatistiki olarak anlamlı olmadıkları görülmektedir. Bu durum, finansal sermaye akımlarının cari işlemler dengesini bozucu yani, cari açığı arttırıcı etkisinin kısa dönemde değil, uzun dönemde ortaya çıkmasından kaynaklanıyor olabilir.

7. Sermaye Hareketleri ve İMKB Endeksi

Sınır testi vasıtasıyla değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin araştırılacağı UECM, portföy yatırımlarının İMKB endeksi üzerindeki etkisinin araştırıldığı Model 7 için aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$DİMKB_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DİMKB_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNPY_{t-i} + \beta_3 İMKB_{t-1} + \beta_4 LNPY_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tablo 40'dan görüleceği gibi, Model 7 için oluşturulan UECM'nin gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra, UECM 1 gecikme ile tahmin edilerek, eşbütünleşme ilişkisinin sınanması için F istatistiği hesaplanmıştır.

Tablo 40: Model 7'nin Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2_{BG}
1	-0.041590	0.134660
2	-0.022006	2.094944*
3	-0.024914	0.140535
4	0.001460	1.024623
5	0.011799	1.320045
6	0.036546	1.646825
7	0.015188	1.780882
8	0.042299	1.680795
9	0.039793	1.992376*
10	0.029520	1.424993
11	0.038055	1.777866
12	0.006298	0.796643

χ^2_{BG} , Breusch-Godfrey otokorelasyon test istatistiğidir.
* işareti, %5 düzeyinde anlamlılığı göstermekte olup, hata terimleri arasında otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 41’de, söz konusu değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisinin araştırılması için UECM’den hesaplanan F istatistiği ve kritik değerler yer almaktadır. Burada İMKB ve LNPY değişkenlerinin ikisi de I(0) olduğundan, hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001)’deki alt kritik değer ile karşılaştırılmaktadır.

Tablo 41: Model 7’nin Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değer (%5)
		Alt Sınır
1	13.18059	4.94

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)’deki Tablo CI (iii)’ten alınmıştır.

Tablo 41’den görüleceği gibi, hesaplanan F istatistiği alt kritik değerden büyük olduğu için, H_0 : eşbütünlük yok, sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bunun anlamı, portföy yatırımları ile İMKB endeksi arasında eşbütünlük ilişkisinin var olduğudur. Eşbütünlük ilişkisinin varlığı belirlendiğinden, söz konusu değişkenlere ait uzun ve kısa dönem katsayıları uygun ARDL modeli ile tahmin edilmiştir.

İMKB ile LNPY arasındaki uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı ARDL modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$\dot{IMKB}_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \dot{IMKB}_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 LNPY_{t-i} + e_t$$

Uzun dönemli ilişkinin sınırdığı ARDL modelindeki gecikme uzunlukları, İMKB için 11, LNPY için 0 olarak belirlenmiştir. Yani, uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model ARDL(11,0) modelidir. Tablo 42’de ARDL(11,0) modeline ilişkin uzun dönem tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 42: Model 7'nin Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (11,0) Modeli		
C	-0.84896	-2.0439 (0.043)
İMKB(-1)	1.0459	13.6210 (0.000)
İMKB(-2)	-0.24057	-2.1515 (0.033)
İMKB(-3)	0.12715	1.1290 (0.261)
İMKB(-4)	-0.11294	-1.0059 (0.316)
İMKB(-5)	-0.065914	-0.59582 (0.522)
İMKB(-6)	-0.038790	-0.34952 (0.727)
İMKB(-7)	0.23713	2.1410 (0.034)
İMKB(-8)	-0.17868	-1.5938 (0.113)
İMKB(-9)	0.076416	0.67235 (0.502)
İMKB(-10)	0.021208	0.18241 (0.855)
İMKB(-11)	-0.15243	-1.9917 (0.048)
LNPY	0.25049	2.2222 (0.028)
K01 ₀₃	-0.058243	-1.5678 (0.119)
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
C	-3.0161	-1.8820 (0.062)
LNPY	0.88989	2.0429 (0.043)
K01 ₀₃	-0.20692	-1.6222 (0.107)
R2 = 0.84541 DW = 2.0513		

Bağımlı değişken İMKB'dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Tabloya 42'ye bakıldığında, LNPY değişkenine ait uzun dönem katsayısının pozitif işaretli ve anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre, portföy yatırımlarında meydana gelen %1'lik bir artış İMKB endeksini yaklaşık %0.89 oranında arttırmaktadır. Yani hisse senetlerine yönelik portföy yatırımları arttıkça, hisse senetlerinin fiyatlarındaki artışa bağlı olarak endeksin getirisi de yükselmektedir. İMKB'de yabancı yatırımcıların payının %70 civarında olduğu dikkate alındığında, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki hisse senetlerine yönelik taleplerinin artması, İMKB endeksini yükseltici ve dolayısıyla getirileri arttırıcı bir rol oynamaktadır.

Yapısal kırılma testinin sonuçları, 2001 yılının Mart ayında İMKB serisinde bir yapısal kırılma meydana geldiğini ortaya koymaktadır. 2001 yılının Şubat ayında yaşanan finansal krizi işaret eden söz konusu kırılma tarihi için oluşturulan K01₀₃ kukla değişkeninin uzun dönem katsayısının, negatif işaretli ve %10 düzeyinde

anlamli olduğu görülmektedir. Bu durum, 2001 yılında yaşanan kriz sürecinde yatırımcıların İMKB'deki portföylerini boşaltarak piyasa dışına çıkması nedeniyle endeksteki düşüşten kaynaklanmaktadır.

İlgili değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisinin araştırıldığı, ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ise aşağıdaki gibi oluşturulmuş ve sonuçlar Tablo 43'de verilmiştir.

$$DIMKB_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 DIMKB_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 DLNPY + u_t$$

Tablo 43: Model 7'nin ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (11,0) Modeli		
C	-0.84896	-2.0439 (0.043)
DIMKB 1	0.32743	4.4166 (0.000)
DIMKB 2	0.086854	1.1048 (0.271)
DIMKB 3	0.21400	2.7434 (0.007)
DIMKB 4	0.10106	1.2849 (0.201)
DIMKB 5	0.035142	0.45851 (0.647)
DIMKB 6	-0.0036475	-0.048859 (0.961)
DIMKB 7	0.23348	3.1184 (0.002)
DIMKB 8	0.054806	0.71907 (0.473)
DIMKB 9	0.13122	1.6666 (0.098)
DIMKB 10	0.15243	1.9917 (0.048)
DLNPY	0.25049	2.2222 (0.028)
ECM(-1)	-0.28148	-5.6038 (0.000)
DK01 ₀₃	-0.058243	-1.5678 (0.119)
R ² = 0.27736 DW = 2.0513		

Bağımlı değişken DİMKB'dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Hata düzeltme modeli sonuçlarına göre, hata düzeltme teriminin negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamli olduğu görülmektedir. Bu durum hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermekte ve uzun dönemli ilişkinin sonuçlarını desteklemektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı (-0.28), portföy yatırımları ile İMKB endeksi arasındaki uzun dönem ilişkisinde meydana gelebilecek bir sapmanın her ay %28 oranında giderileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla uzun döneme uyumun tamamı yaklaşık 3,5 ayda tamamlanmaktadır.

Kısa dönem katsayılarına baktığımızda, DLNPY değişkeninin uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de pozitif işaretli ve anlamlı olduğu görülmektedir. Yani portföy yatırımlarındaki artış İMKB getiri oranını kısa dönemde de olumlu yönde etkilemektedir. Ancak bu olumlu etkinin uzun dönemde daha yüksek olduğu dikkati çekmektedir.

8. Sermaye Hareketleri ve İMKB İşlem Hacmi

UECM'nin tahminine dayanan sınır testi, portföy yatırımlarının İMKB işlem hacmi üzerindeki etkisinin araştırıldığı Model 8'e aşağıdaki gibi uyarlanmıştır.

$$DLNİMKBH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 DLNİMKBH_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 DLNPY_{t-i} + \beta_3 LNİMKBH_{t-1} + \beta_4 LNPNY_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tablo 44: Model 8'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Sayısı	AIC	χ^2_{BG}
1	-0.593437	2.260689
2	-0.591737	0.524801
3	-0.575135	3.410404*
4	-0.577786	1.918997
5	-0.572226	1.996729
6	-0.553006	1.414120
7	-0.540929	1.206269
8	-0.548738	1.057843
9	-0.533078	0.839590
10	-0.522556	0.392009
11	-0.502443	0.469976
12	-0.484046	0.743264

χ^2_{BG} , Breusch-Godfrey otokorelasyon test istatistiğidir.
* işareti, %5 düzeyinde anlamlılığı göstermekte olup, hata terimleri arasında otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 44'de, Model 8 için oluşturulan UECM'nin uygun gecikme uzunluğunun nasıl belirlendiği görülmektedir. En küçük AIC değerini veren gecikme uzunluğu 1'dir ve bu gecikmede hata terimlerinde otokorelasyon sorunu da

olmadığından, sınır testi 1 gecikmeli model ile yapılmıştır. Uygun gecikme uzunluğu belirlendikten sonra, UECM 1 gecikme ile tahmin edilerek, eşbütünleşme ilişkisinin sınanması için F istatistiği hesaplanmıştır. Aşağıdaki tabloda, LNİMKBH ile LNPY değişkenleri arasında eşbütünleşme olmadığını ifade eden ($H_0: \beta_3=\beta_4=0$) hipotezini sınamak için hesaplanan F istatistiği ve kritik değerler yer almaktadır. Burada hem LNİMKBH hem de LNPY I(0) olduğundan, hesaplanan F istatistiği alt kritik değerle karşılaştırılmaktadır.

Tablo 45: Model 8'in Sınır Testi Sonucu

k	F-ist	Kritik Değer (%5)
		Alt Sınır
1	6.006978	4.94

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler, Pesaran vd. (2001, s.300)'deki Tablo CI (iii)'ten alınmıştır.

Hesaplanan F istatistiği alt kritik değerinin üzerinde olduğundan, LNPY'den LNİMKBH'ye doğru eşbütünleşme ilişkisinin olduğu kabul edilmektedir.

İlgili değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin analizi için ARDL modeli aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$$LNİMKBH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 LNİMKBH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 LNPY_{t-i} + e_t$$

Uzun dönemli ilişkiyi sınavan ARDL modelindeki gecikme uzunlukları AIC kriteri kullanılarak; LNİMKBH için 1 ve LNPY için 0 olarak belirlenmiştir. Yani uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model ARDL(1,0) modelidir. Tablo 46'da ARDL(1,0) modeli tahmin sonuçları ve bu sonuçlara dayanılarak hesaplanan uzun dönem katsayıları gösterilmektedir.

Tablo 46: Model 8'in Uzun Dönem ARDL Modeli Tahmin Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (1,0) Modeli		
C	0.25676	0.70856 (0.480)
LNİMKBH(-1)	0.78173	16.7748 (0.000)
LNPY	0.19373	2.4575 (0.015)
K01 ₀₁	-0.10548	-1.8360 (0.068)
Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
C	1.1764	0.77152 (0.441)
LNPY	0.88760	2.1494 (0.033)
K01 ₀₁	-0.48325	-1.9308 (0.055)
$R^2 = 0.66677$ $DW = 2.2412$		

Bağımlı değişken LNİMKBH'dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin yönü ve büyüklüğünü belirleyen uzun dönem katsayıları incelendiğinde, LNPY değişkeninin pozitif işaretli ve anlamlı olduğu görülmektedir. Yani portföy yatırımlarında meydana gelen %1'lik bir artış İMKB işlem hacmini yaklaşık %0.89 oranında arttırmaktadır. Finansal serbestleşme çerçevesinde GOÜ'lere yönelen portföy yatırımları, özellikle yüksek getiriler sunan borsaları tercih etmekte, bu da söz konusu borsalardaki işlem hacmini arttırmaktadır. İMKB'de, sermaye hareketlerinin tümüyle serbestleştirildiği 1989 yılından sonra, yüksek getiri sağlayan borsalar arasında yer alarak yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiş ve borsadaki işlem hacmi yabancı yatırımcıların katılımıyla artış göstermiştir.

Yapısal kırılma testinin sonuçlarına göre oluşturulan K01₀₁ kukla değişkeni, LNİMKB serisinde 2001 yılının Ocak ayında meydana gelen yapısal kırılmayı temsil etmektedir. K01₀₁ kukla değişkenine ait uzun dönem katsayısının negatif işaretli ve anlamlı olması, 2001 yılında yaşanan krizin İMKB'deki işlem hacmini olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Kriz nedeniyle yatırımcıların portföylerini boşaltarak borsa dışına çıkmaları İMKB işlem hacminin düşmesine neden olmuştur.

LNİMKBH ile LNPY arasındaki kısa dönemli ilişkiyi araştırmak üzere oluşturulan ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli aşağıdaki gibidir.

$$DLNİMKBH_t = \beta_0 + \beta_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 DLNİMKBH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 DLNPY + u_t$$

Tablo 47’de, LNİMKBH ile LNPY arasındaki kısa dönemli ilişkiyi gösteren hata düzeltme modeli sonuçları yer almaktadır.

Tablo 47: Model 8’in ARDL Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
ARDL (1,0) Modeli		
C	0.25676	0.70856 (0.480)
DLNPY	0.19373	2.4575 (0.015)
EC(-1)	-0.21827	-4.6837 (0.000)
DK01 ₀₁	-0.10548	-1.8360 (0.068)
R ² = 0.14421 DW = 1.2.2412		

Bağımlı değişken DLNİMKBH’dir. Parantez içindeki değerler, istatistiklere ilişkin olasılık değerlerini göstermektedir.

Hata düzeltme modeli sonuçlarına baktığımızda, hata düzeltme teriminin negatif işaretli ve anlamlı olması, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermekte ve uzun dönem ilişkisinin sonuçlarını desteklemektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı, portföy yatırımları ile İMKB işlem hacmi arasındaki uzun dönem ilişkisinde meydana gelebilecek bir bozulmanın her ay yaklaşık %22 oranında düzeleceğini göstermektedir. LNPY değişkenine ait kısa dönem katsayısı pozitif işaretli ve istatistiki olarak anlamlıdır. Yani uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de, portföy yatırımlarında meydana gelen artış İMKB işlem hacmini pozitif yönde etkilemektedir. Ancak söz konusu olumlu etkinin uzun dönemde daha yüksek olduğu dikkati çekmektedir. 2001 krizinin etkisini yansıtan K01₀₁ kukla değişkeninin negatif işaretli ve anlamlı (%7 düzeyinde) olması, 2001 yılında yaşanan krizin İMKB işlem hacmini olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymaktadır.

SONUÇ

Son yıllarda ekonomi ve finans yazınının en çok tartışılan kavramlarından biri olan finansal serbestleşme, bir ülkedeki yurtiçi finans piyasaları ve sermaye hareketleri üzerindeki her türlü baskı ve kısıtlamaların kaldırılmasını öngören bir düzenlemeler bütünü olarak tanımlanabilir. 1960'lar ve 1970'ler boyunca gelişmiş ülkelerin büyük bir bölümü ve GOÜ'ler tarafından denetim altında tutulan sermaye hareketleri, 1970'lerin sonundan başlayarak önce gelişmiş ülkeler daha sonra da GOÜ'ler tarafından yürürlüğe konulan finansal serbestleşme politikaları doğrultusunda, kısmen veya tamamen serbestleştirilmiştir. 1970'li yılların sonlarında yaşanan petrol şokları ve borç krizleri sonrasında GOÜ'lerin karşı karşıya kaldıkları kaynak daralması, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorlanan bu ülkelerin, uluslararası finans kuruluşlarının da baskı ve telkinleriyle, iç ve dış finansal kaynakların arttırılması, durgunluktan çıkış ve ekonomik büyümenin sağlanması için finansal serbestleşmeyi benimsemelerine neden olmuştur.

Finansal serbestleşme sürecinde birçok GOÜ'de; faiz oranlarının serbest bırakılması, seçici kredi politikalarının kaldırılması, ulusal paranın konvertibilitesinin sağlanması, sermaye giriş ve çıkışlarına yönelik sınırlamaların kaldırılması, bankacılık sisteminin ve sermaye piyasalarının yabancılara açılması gibi uygulamalar yürürlüğe konmuştur. GOÜ'lerde finansal serbestleşmeye yönelik bu tür politikalar sürerken, gelişmiş ülkelerde büyüme hızlarının yavaşlaması ve arbitraj kazançlarının azalması, gelişmiş ülkelerde biriken tasarrufların, GOÜ'lere yönelmesine ve böylece bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır. Özellikle 1990'lı yıllarda finansal serbestleşme olgusunun hız kazanması ile birlikte, GOÜ'lere yönelik sermaye akımları büyük bir artış göstererek önemli boyutlara ulaşmıştır. Yaşanan bu süreçte, hızla büyüyen hacminin yanı sıra görece daha kısa vadeli ve spekülatif bir niteliğe bürünen ve resmi kanallardan özel piyasalara kayan sermaye hareketleri, bu özellikleri ile en çok GOÜ ekonomilerini etkilemektedir.

Sermaye akımlarının yöneldikleri ülkede ortaya çıkan en olası makroekonomik sonuçlardan birisi, ülke parasının değer kazanmasıdır. Sermaye

hareketleri ulusal piyasalardaki görece yüksek reel faize yönelirken, yarattığı döviz arzı artışı, piyasalardaki aynı döviz talebi karşısında ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına neden olmaktadır. Sermaye girişlerinde meydana gelen artışlar, ulusal paranın değerlendirilmesine yol açarak cari işlem açıklarını arttırmaktadır. Ulusal paranın değerlendirilmesi ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ithalat hacmi ve ekonominin ithalata olan bağımlılığı artmaktadır. Böylece, hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlemler açığını yükseltmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarının en fazla etkilediği ve etkilendiği makroekonomik göstergelerden birisi de faiz oranlarıdır. Bir ülkede yurtiçi faiz oranları, uluslararası piyasaya göre ne kadar yüksekse, o ülkeye sermaye girişi de o kadar fazla olmaktadır. Sermaye girişlerini özendirilen en önemli faktörlerden birisi olan faiz oranları, aynı zamanda sermaye hareketlerinden de etkilenmektedir. Bu bağlamda, bir ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması, ülkedeki fon arzını artırarak yani likiditeyi genişleterek faiz oranlarını düşürmektedir. Ancak, sermaye akımlarının faiz oranlarını düşürücü etkisi her zaman ortaya çıkmayabilir. Sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin merkez bankaları tarafından APİ ile sterilize edilmesi durumunda, uygulanan sterilizasyon politikasının derecesine bağlı olarak, faiz oranları düşmeyebileceği gibi yükselebilir. Artan sermaye girişlerine karşın faiz oranlarının düşmemesinin bir nedeni de, sermaye girişlerinin devamlılığının sağlanabilmesi için yetkililer tarafından yüksek faiz politikası uygulanmasıdır.

Sermaye hareketlerindeki artışın neden olduğu bir başka gelişme ise, ülkelerin döviz rezervlerinde yaşanan artıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, GOÜ'lerde merkez bankaları, bir yandan aşırı sermaye girişlerinin neden olduğu ulusal paradaki değerlendirilmeyi engelleyebilmek, diğer yandan da finansal sermaye çıkışlarına karşı güvence sağlamak amacıyla giderek daha fazla rezerv biriktirmektedir. Sermaye girişlerinin neden olduğu döviz rezervlerindeki artış, merkez bankalarının pasif bir politika izlemeleri durumunda, ülkedeki para tabanını ve dolayısıyla para arzını arttırıcı bir etki yaratmaktadır.

Ancak döviz rezervlerindeki artışın, parasal tabanı genişleterek enflasyona yol açmaması için merkez bankaları tarafından sterilize edilmesi genellikle sık rastlanan bir durumdur. Sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisini önlemek için başvurulan sterilizasyon politikası ise faiz oranlarını yükseltici bir etki yaratabilmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerine açılan bir ülkenin karşı karşıya kaldığı durumlardan biriside, merkez bankalarının, aynı anda hem döviz kurunu hem de faiz oranını bağımsız birer politika aracı olarak kullanamamasıdır. Yani uluslararası sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde, ülkelerin kur istikrarından ya da bağımsız para politikası uygulamalarından vazgeçmesi zorunlu hale gelmektedir.

Portföy yatırımı kaynaklı sermaye akımlarının artması, birçok GOÜ’de daha önce varolmayan ya da yeterli derinliğe sahip olmayan sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmuştur. Sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin kaldırılmasıyla, yabancı yatırımcıların yüksek getiriler sunan GOÜ borsalarına yönelmesi, borsa endekslerini ve işlem hacmini arttırıcı bir rol oynamıştır. Ancak, GOÜ’lerdeki sermaye piyasaları yeterli derinliğe sahip olmadığından, bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin fiyatları, dışarıdan borsaya yönelen sermaye giriş çıkışlarının şiddetine bağlı olarak yapay ve ani dalgalanmalar gösterebilmektedir.

GOÜ’lere yönelen sermaye akımları, bir yandan ekonomik büyüme için gerekli olan dış finansmanı sağlarken, diğer yandan da ani giriş-çıkışları ile ekonominin dışsal faktörlere duyarlılığını arttırarak, finansal istikrarsızlıklara ve makroekonomik yapının kırılganlaşmasına yol açmıştır. Özellikle makroekonomik istikrarın henüz sağlanmamış olduğu GOÜ’lerde, sermaye giriş-çıkışlarında yaşanan dalgalanmalar, söz konusu ülkelerde varolan istikrarsızlıkları daha da arttırmakta ve bekleyişlerin kötüleşmesi ya da herhangi bir güvensizlik ortamında sermaye girişlerinin yerini çıkışlara bırakması, yaşanan istikrarsızlık ortamının krizle son bulmasına neden olabilmektedir.

Birçok GOÜ’de sermaye hareketlerini serbestleştirdiği 1990’lı yıllar, bir taraftan uluslararası sermaye hareketlerinde önemli artışların gerçekleştiği, diğer taraftan da sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan ve bir ülkeden diğerine kolaylıkla yayılabilen şiddetli finansal krizlerin yaşandığı bir dönem olmuştur. Kriz yaşayan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın, hepsinin, finansal serbestleşme politikaları çerçevesinde sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimleri kaldırarak sermaye hareketlerini serbestleştirmiş olmaları, sermaye hareketlerinin yaşanan krizlerin sorumluluğunu taşıdığı yönündeki görüşlerin ağırlık kazanmasına yol açmıştır. Yaşanan krizler, gelişmiş ülkelerde de dahil olmak üzere birçok ülkede ve uluslararası finans çevrelerinde, sermaye hareketlerinin serbestliğini savunan politikaların sorgulanmasına ve alternatif politika uygulamalarının gerekliliğini ve önemini vurgulayan görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu görüşler doğrultusunda, üzerinde en çok tartışılan alternatif politika uygulaması olarak, sermaye hareketlerinin kısıtlanması fikri öne çıkmıştır. Sermaye denetimleri, ülkeler düzeyinde bireysel olarak uygulanabilmekle birlikte, uluslararası finansal sistem küresel olduğundan, küresel düzeyde uygulanacak sermaye denetimlerinin, amaca ulaşmak bakımından daha etkin olacağını söylemek mümkündür.

Bu bağlamda, küresel düzeyde işbirliğine dayalı denetimlerden en önemlisi, James Tobin’in ilk olarak 1972 yılında gündeme getirdiği ve Tobin vergisi olarak anılan, döviz işlemlerinden alınacak vergidir. Ancak sermaye sahibi gelişmiş ülkeler, böyle bir verginin uygulanmasına sıcak bakmamaktadırlar. Ayrıca, üye ülkelerin sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaları kaldırmalarını isteyen IMF ve diğer uluslararası finans kuruluşlarının da böyle bir verginin uygulanmasını benimsemeleri pek olası gözükmemektedir.

Türkiye’de dış ticaretin ve finansal sektörün serbestleşme süreci 24 Ocak 1980 Kararları ile başlamıştır. Kuramsal öngörüler doğrultusunda önce yurtiçi finans piyasalarındaki kısıtlamalar kaldırılmış, daha sonra dış ticaret ve sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. 1980 yılında başlayan finansal serbestleşme ve dışa açılma süreci, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılmasıyla tamamlanmıştır. Ancak, Türkiye’de finansal serbestleşme sürecine;

kamu kesimi dengesi sağlanmadan, enflasyon denetim altına alınmadan ve bankacılık sektörü düzgün çalışır hale getirilmeden başlanmış olması, birçok sorunu da beraberinde getirmiş ve bu durum 1990'lı yıllardan bu yana ortaya çıkan ekonomik krizlerle kendisini göstermiştir.

1990 yılından sonra, Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında önemli artışlar yaşanmış ve bu akımların belli başlı makroekonomik değişkenler üzerinde önemli etkileri olmuştur. Çalışmanın son bölümünde, sermaye hareketleri çerçevesinde Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin, seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi, zaman serisi verileri kullanılarak sınır testi ve ARDL yaklaşımına dayalı eşbütünlük yöntemiyle araştırılmıştır.

Portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkisinin araştırıldığı eşbütünlük analizi sonuçlarına göre, Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları, uzun dönemde YTL'nin reel olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır. Türkiye'ye yönelen finansal sermaye akımlarının belirgin bir şekilde artması, yarattığı döviz arzı artışına bağlı olarak, kurun düşmesine ve dolayısıyla YTL'nin değer kazanmasına neden olmuştur. YTL'nin değerli olmasının ekonomi üzerinde önemli etkileri olmaktadır. YTL'nin değerlendirilmesi, ithalata bağımlılığı yüksek olan ülkemizde, enflasyonu azaltıcı bir etki yaratmaktadır. Şubat 2001'den bu yana dalgalı kur rejimi uygulanan Türkiye'de, ilke olarak kurlar piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmekle birlikte, kurların belirlenmesinde rol oynayan temel faktör, sermaye girişleri nedeniyle oluşan döviz arz fazlasıdır. TCMB, 2002 yılından itibaren rezerv biriktirmek amacıyla düzenli olarak döviz alım ihaleleri gerçekleştirmekte ayrıca, gerekli gördüğü durumlarda piyasadan doğrudan alım yapabilmektedir. Ancak, 2002 yılından itibaren TCMB, düzenli olarak piyasadan döviz alımı yapmasına karşın, YTL değer kazanmaya devam etmiştir. Bu durum, TCMB'nin yaptığı döviz alımlarının kurları düşürecek düzeyde olmadığını ve Türkiye'ye yönelik sermaye akımları devam ettiği sürece, YTL'nin değer kazanmasının önlenmesi için, TCMB'nin piyasadan daha fazla döviz alımı yapması gerektiğini göstermektedir.

Bu bağlamda, düşük döviz kuru (değerli YTL) ithalatı ucuzlatarak enflasyonla mücadeleyi kolaylaştırdığından, özellikle ithal girdi bakımından büyük ölçüde dışa bağımlı olan Türkiye’de, uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, fiyat istikrarının sağlanabilmesi için kurun düşük düzeylerde kalarak YTL’nin değer kazanmasına belli ölçülerde izin verildiğini söylemek mümkündür. Ayrıca değerli YTL olgusunun, Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının devamlılığının sağlanabilmesi için gerekli olan yüksek faiz-düşük kur politikasının bir gereği olarak tercih edildiği de söylenebilir. Ancak, YTL’nin değer kazanması, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde fiyat istikrarına odaklanan TCMB’nin enflasyonu düşürme amacına hizmet etmek ve Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının devamlılığını sağlamaya yardımcı olmakla birlikte, ülkenin dış ticaret dengesini bozup cari açığın giderek yükselmesine neden olarak önemli bir risk unsurunu da beraberinde getirmektedir. Bu anlamda, YTL’nin değerlendirilmesinin Türkiye ekonomisi üzerinde yarattığı en önemli tehlike, cari açığın giderek artmasıdır.

Türkiye’ye yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları ile cari işlemler dengesi arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin araştırıldığı sınır testi ve ARDL yaklaşımı sonuçlarına göre, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu ve Türkiye’ye yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının, YTL’de meydana getirdiği değerlendirilmeye bağlı olarak, uzun dönemde cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir. Kısa dönem ARDL modeli bulguları ise portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının cari işlemler dengesini bozucu etkisinin kısa dönemde ortaya çıkmadığını göstermektedir.

Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun dönemde, cari işlemler dengesi üzerinde yarattığı bu olumsuz etki, sermaye hareketleri serbestleştirildikten sonra finansal sermaye akımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkinin bozulduğuna işaret etmektedir. Türkiye’de cari işlemler açığının en önemli nedeni, yüksek dış ticaret açıklarıdır. Finansal sermaye girişleri sonucu YTL’nin değerlendirilmesi, bir yandan ihraç mallarımızın uluslararası piyasalara göre

pahalılaşmasına yol açarak ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, diğer yandan da ithal mallarını yurtiçinde üretilen mallara göre ucuzlattığından ekonominin ithalata olan bağımlılığını arttırmaktadır. Türkiye'nin ihracat yapısının büyük ölçüde ithal girdi kullanımına bağımlı olduğu dikkate alındığında, YTL'nin değer kazanması, ihracat artışlarını aşan boyutlarda ithalat artışlarına yol açarak dış ticaret açıklarını arttırmakta ve böylece cari açığın giderek yükselmesine neden olmaktadır.

ABD ipotekli konut finansmanı piyasasında, 2007 yılında başlayan ve halen devam eden sorunların, önümüzdeki dönemlerde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki etkileri belirsizliğini korumaktadır. Bu bağlamda, söz konusu dalgalanmanın gelişmiş ülkeler üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkarak, çeşitli kanallardan GO'leri ve dolayısıyla Türkiye'yi de etkilemesi söz konusu olabilir. Nitekim, Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), 2002 yılından itibaren belirgin bir artış gösteren yükselen piyasa ekonomilerine yönelik net özel sermaye girişinin, 2008 yılında bir miktar azalacağını öngörmektedir. Bu nedenle, finansman niteliği artmış olsa da, Türkiye'de cari açığın boyutu, finansal istikrar açısından en önemli risk unsurlarından biri olmayı sürdürmektedir.

Ekonometrik analiz kapsamında, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının TCMB döviz rezervleri üzerindeki uzun dönem etkisinin araştırıldığı model sonuçlarına göre, Türkiye'ye portföy yatırımı şeklinde giren sermaye akımlarının hem uzun hem de kısa dönemde TCMB döviz rezervlerini arttırdığı ancak kısa vadeli sermaye akımlarının döviz rezervleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı saptanmıştır. Kısa vadeli sermaye akımları ile döviz rezervleri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmaması, son yıllarda kısa vadeli sermaye akımlarında net ıkışlar yaşanmasından kaynaklanıyor olabilir.

Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları arttıka TCMB döviz rezervlerinin de artması, TCMB'nin döviz piyasasına müdahale ettiğine işaret etmektedir. Kuramsal olarak bakıldığında, kurların piyasadaki arz ve talebe göre serbestçe belirlendiği dalgalı kur sisteminde, merkez bankaları kurlara müdahale etmediğinden, ülkeye

yönelik sermaye akımlarının artması döviz kurlarını düşürmekte ancak, merkez bankası rezervlerinde herhangi bir değişme ortaya çıkmamaktadır. Ayrıca, dalgalı kur rejimi altında, ilke olarak merkez bankalarının kurlara herhangi bir müdahalesi söz konusu olmadığından, döviz rezervlerinin büyüklüğü önemli değilmiş gibi görünmektedir. Ancak uygulamadaki durum bundan farklıdır. Dalgalı kur sisteminin benimsendiği birçok ülkede, merkez bankaları, sermaye akımlarının kurlar üzerinde neden olduğu istikrarsızlıklar nedeniyle, döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bu bağlamda, Türkiye’de dahil olmak üzere, dalgalı kur rejimi uygulandığı belirtilen birçok ülkede aslında yönetimli dalgalanma modeli uygulanmaktadır. Ayrıca, dalgalı kur sistemi uygulansa da, uluslararası sermaye akımlarında meydana gelen kısa vadeli ve spekülasyon hareketleri nedeniyle oluşan belirsizlik ve artan risk ortamında, merkez bankaları döviz rezervlerini yüksek tutmak zorunda kalmaktadırlar.

Türkiye’de de Şubat 2001’den bu yana dalgalı kur sistemi uygulanmasına karşın, TCMB; hem olası dışsal şoklara karşı güvence sağlamak amacıyla yaptığı düzenli döviz alım ihaleleriyle, hem de döviz arz fazlasının olduğu durumlarda doğrudan müdahalelerle döviz alımı yapmaktadır. Bu durum ise doğal olarak, TCMB’nin döviz rezervlerini arttırmaktadır. Genel olarak merkez bankaları, artan sermaye girişleri sonucu, ulusal paranın aşırı değerli olduğu koşullarda piyasaya müdahale ettiğinde, döviz rezervlerindeki artışa karşılık, ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesinin önüne geçilmiş olmaktadır. Ancak, finansal sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasındaki eşbütünlük ilişkisinin araştırıldığı modelde, Türkiye’ye portföy yatırımları şeklinde giren yabancı sermayenin, YTL’nin reel olarak değerlendirilmesine neden olduğu belirlenmişti. Yani, Türkiye’ye yönelik portföy yatırımları arttıkça, hem döviz rezervleri artmakta hem de YTL değerlendirilmeye devam etmektedir. Bu durum, Türkiye’ye yönelik sermaye akımları sürerken, TCMB’nin yaptığı döviz alımlarının YTL’nin değerini düşürmeye yetmediğini yani YTL’nin değer kazanmasına belli ölçülerde izin verildiğini göstermektedir. Bunun nedeninin ise, hem değerli YTL’nin enflasyonun düşmesine yardımcı olması hem de Türkiye’ye yönelik sermaye girişlerinin devamlılığının sağlanabilmesi için uygulanan, yüksek faiz-düşük kur politikasının sürdürülmesinin bir gereği olduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca, TCMB’nin döviz rezervlerinin yüksekliği, hem ani sermaye

çıkışlarına karşı bir güvence oluşturmakta, hem de bir anlamda yabancı yatırımcıya, herhangi bir şok karşısında kurun yüksek seyredip, kur riskinden dolayı zarar etmesine seyirci kalmayacağı mesajı veren bir çeşit kamusal garanti sağlamaktadır. Bu durum ise, yabancı yatırımcının kur riski algısını düşürerek Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını özendirici bir etki yaratabilmektedir.

Ancak olası içsel veya dışsal şoklara karşı koruma sağlamak amacıyla döviz rezervlerinin yüksek tutulmasının da bazı maliyetleri vardır. Bu maliyetlerden birisi, TCMB'nin döviz alımı karşılığı piyasaya sürdüğü YTL'yi, parasal genişlemeye yol açmaması için piyasadan geri çekmek amacıyla yaptığı APİ nedeniyle katlandığı yüksek faiz, bir diğeri ise, mevcut döviz rezervlerini yatırım ve üretimi arttırmak amacıyla kullanmak yerine, olası sermaye çıkışlarına karşı elde tutup, düşük faizli ABD hazine bonolarına yatırmakla katlandığı maliyettir.

Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile para arzı arasındaki eşbütünlüşme ilişkisinin araştırıldığı sınır testi sonuçlarına göre, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile para arzı arasında uzun dönemli bir ilişki elde edilememiştir. Bunun nedeni, TCMB'nin uyguladığı sterilizasyon politikası olabilir. Genellikle sermaye girişleri nedeniyle yapılan döviz alımlarının (artan döviz rezervlerinin), piyasadaki ulusal para miktarını arttırarak enflasyonist bir etkiye yol açmaması için merkez bankaları tarafından sterilize edilmesi sık rastlanan bir durumdur. Türkiye'de de 2002 yılından itibaren TCMB tarafından düzenli olarak yapılan döviz alımlarının sterilize edildiğini, APİ verilerinden anlamak mümkündür. Bu bağlamda, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının uzun dönemde para arzı üzerinde bir etkisinin olmaması, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki etkisinin sterilize edilmesinden kaynaklanıyor olabilir.

Finansal sermaye akımlarının bir ülkeye yönelmesinde önemli bir etkiye sahip olan faiz oranları, aynı zamanda finansal sermaye hareketlerinden de etkilenmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'ye yönelik finansal sermaye akımlarının üzerinde etkili olması beklenen makroekonomik değişkenlerden birisi de faiz

oranlarıdır. Türkiye'ye yönelik finansal sermaye akımlarının borsa dışında alan kısmı, büyük ölçüde DİBS'lere, daha sınırlı bir kısmı ise mevduatlara yönelik olduğundan, finansal sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin analizinde, DİBS faiz oranı ile mevduat faiz oranı olmak üzere iki farklı faiz oranı kullanılarak, portföy yatırımlarının DİBS faiz oranı üzerindeki etkisi ve kısa vadeli sermaye akımlarının da mevduat faiz oranı üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

DİBS faiz oranı ile ilgili analiz sonuçlarına göre, Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları ile DİBS faiz oranı arasında uzun dönemli bir ilişki (eşbütünleşme ilişkisi) olduğu belirlenmiştir. Bunun üzerine oluşturulan uzun ve kısa dönem ARDL modelleri sonuçlarına göre ise, portföy yatırımlarının DİBS faiz oranını uzun dönemde negatif yönde etkilediği saptanmış, kısa dönemde ise, hem negatif hem de pozitif işaretli anlamlı gecikmeli etkilerin varlığı nedeniyle, ilişkinin yönü hakkında kesin bir sonuca ulaşılamamıştır. Mevduat faiz oranı ile ilgili analiz sonuçlarına göre ise, kısa vadeli sermaye hareketleri ile mevduat faiz oranı arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı belirlenmiş ve oluşturulan uzun ve kısa dönem ARDL modellerine göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinin mevduat faiz oranını uzun dönemde pozitif yönde etkilerken, kısa dönemde negatif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Uzun dönemde portföy yatırımlarının DİBS faiz oranı üzerindeki etkisinin negatif olması ve kısa dönemde kısa vadeli sermaye akımlarının mevduat faiz oranı üzerindeki etkisinin negatif olması kuramsal beklentilerle uyumluyken, uzun dönemde kısa vadeli sermaye akımlarının mevduat faiz üzerindeki etkisinin pozitif olması kuramsal beklentilerle uyumlu olmayan bir durumun varlığına işaret etmektedir. Bu bağlamda, DİBS ve mevduat faiz oranı ile ilgili ekonometrik analiz sonuçları birlikte değerlendirildiğinde; finansal sermaye hareketleri ile faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı belirlenmesine karşın, uzun ve kısa dönem modellerinin tahmininden elde edilen bulgular, finansal sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkinin niteliği hakkında kesin bir yorum yapmayı güçleştirmektedir. Bu durum; faiz oranları ile ilgili olarak oluşturulan modellerde tek bir açıklayıcı değişkenin bulunmasından kaynaklanıyor olabileceği

gibi, Türkiye’de finansal sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki etkisinin belirsiz olmasından da kaynaklanıyor olabilir.

Türkiye’ye yönelik portföy yatırımlarının İMKB-100 endeksi ve İMKB işlem hacmi üzerindeki etkisinin araştırıldığı eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre, portföy yatırımları ile hem İMKB-100 endeksi, hem de İMKB işlem hacmi arasında uzun dönemli pozitif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bu durum, Türkiye’de portföy yatırımları arttıkça, hem İMKB işlem hacminin arttığını hem de hisse senetlerinin fiyatlarındaki artışa bağlı olarak endeksin getirisinin yükseldiğini göstermektedir. İMKB’de yabancı yatırımcıların payının 2007 yılı itibarıyla %70’e ulaştığı dikkate alındığında, yabancı yatırımcıların Türkiye’deki hisse senetlerine yönelik taleplerinin artması, hem işlem hacmini arttırmakta hem de İMKB endeksini yükselterek getirileri arttırıcı bir rol oynamaktadır.

Yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarının artması, sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunmakla birlikte, Türkiye gibi GOÜ’lerde bu tür piyasaların daha sığ olması, dışarıdan borsaya yönelen büyük miktarda giriş-çıkışların fiyatlarda ani iniş ve çıkışlar yaratmasına neden olabilmektedir. Diğer finansal sermaye akımlarında olduğu gibi, hisse senetleri fiyatlarına ilişkin beklentilerden kar etmek amacıyla gelen portföy yatırımları da içsel ya da dışsal konjonktürde ortaya çıkabilecek herhangi bir olumsuzluk durumunda ya da beklentiler kötüleştiğinde, hızla ülkeden çıkarak borsa endeksinde ve işlem hacminde önemli düşüşler yaşanmasına neden olabilmektedir. Nitekim, Türkiye ekonomisinde kriz yaşanan dönemlerde İMKB-100 endeksinde ve işlem hacminde yaşanan düşüşler bu durumu doğrulamaktadır. İMKB’de yatırım yapan kurumsal yatırımcıların oranının artması, ani giriş çıkışların yarattığı spekülasyon hareketlerinin önlenmesi açısından yararlı olabilir.

1990’lı yıllardan sonra birçok GOÜ’de yaşanan krizler, sermaye hareketlerinin finansal krizlere neden olduğu veya yaşanan krizlerin boyutlarını derinleştirdiği yönündeki görüşleri doğrulamakla birlikte, finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında, sermaye hareketlerinin tümüyle

kısıtlanması mümkün olmadığına göre, uzun vadede uluslararası sermaye hareketlerinden ülke ekonomisinin gereksinimleri doğrultusunda yararlanabilmek için gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir. Sermaye girişlerinin ağırlıklı olarak finansal sermaye akımlarından oluşmasının yaratabileceği riskleri azaltmak için, sermaye akımlarının ekonominin gereksinimlerine göre dengeli bir şekilde dağılımının sağlanması amacıyla diğer sermaye akımlarının da ülkeye yönelmesini sağlayacak bir düzenleme sürecine gidilmesi yararlı olacaktır. Bu çerçevede, ekonominin dış kaynak gereksiniminin; istikrarsız, kısa vadeli ve aniden tersine dönme özelliği yüksek olan finansal sermaye akımlarına dayandırmanın neden olabileceği riskleri azaltmak için, ülkenin istihdam ve üretim kapasitesinin artışına katkı sağlayan ve kısa vadede nakde dönüştürülüp yurtdışına çıkarılma esnekliği düşük olan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının arttırılmasına yönelik politikalar geliştirilmelidir.

Son dönemlerde özellikle 2005 yılından sonra, Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketleri içerisinde doğrudan yabancı yatırımlar ile diğer uzun vadeli sermaye akımlarının payı önemli ölçüde artarken, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının payının gerilemesi, sermaye hareketlerinin gelişimi ve ekonomi üzerindeki olası etkileri bakımından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Ancak bu durumu, Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının niteliğinin olumlu yönde değiştiği şeklinde yorumlamak, erken yapılmış fazla iyimser bir değerlendirme olacaktır. Çünkü, son yıllarda sermaye hareketleri içindeki payı belirgin bir şekilde artan ve bu nedenle cari işlemler açığının finansmanı ve sürdürülebilirliği açısından önemli bir kaynak durumuna gelen doğrudan yabancı yatırımların büyük bölümü, ekonominin sabit sermaye stokunun genişlemesine katkıda bulunacak yatırımlardan çok, özelleştirmeler ile banka ve şirket satın alma ve birleşmelerinden oluşmaktadır. Bu bağlamda, daha çok ticarete konu olmayan sektörlerde yoğunlaşan doğrudan yabancı yatırımların, uzun vadede ekonomideki istihdam ve üretim artışına katkı sağlayacağı şüphelidir. Ayrıca önümüzdeki dönemlerde özelleştirme faaliyetlerinin hız kesmesi ve doğrudan yabancı yatırımlarının kar transferlerinin artması durumunda, cari işlemler açığının finansmanı açısından önemli bir riskle karşılaşılması söz konusu olabilir.

2006 yılı Mayıs-Haziran döneminde meydana gelen küresel dalgalanmanın etkisiyle, 2006 yılının ilk yarısında Türkiye'den önemli miktarda portföy yatırımı kaynaklı sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Türkiye'de döviz kuru, enflasyon ve faizlerde yaşanan artışlar nedeniyle hükümet tarafından alınan önlemler çerçevesinde, sermaye çıkışlarını önlemek amacıyla, yapılan yasa değişikliği ile yabancıların DİBS'lerinden elde ettikleri kazançlar üzerindeki stopaj vergisi kaldırılmış, yurtiçi yerleşikler için ise stopaj oranı %15'den %10'a düşürülmüştür. Yapılan bu düzenleme, ekonomiyi yönetenlerin, Türkiye'ye yönelik finansal sermaye girişlerinin sürekliliğine karşı ne kadar duyarlı olduklarını ortaya koymaktadır. Bu nedenle, mevcut ekonomik koşullar ve ülkeyi yönetenlerin bu konudaki tutumları dikkate alındığında, Türkiye'de finansal sermaye akımlarının kısıtlanmasına yönelik politikaların uygulanması pek olası gözükmemektedir.

Tüm olumsuz etkilerine karşın, finansal sermaye hareketlerinin, Türkiye gibi gelişmekte olan ve ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için büyük ölçüde dış finansmana gereksinim duyan ülkelerde, sağladığı döviz girişi nedeniyle vazgeçilmez bir kaynak olduğu da göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Bu nedenle, sorunun çözümü için, Türkiye'nin finansal sermaye hareketlerine dayalı dış kaynak bağımlılığının azaltılması gerekmektedir. Bu bağlamda, ekonomik büyümenin, yalnızca kısa vadeli finansman sağlayan finansal sermaye akımlarına bağımlı olmaktan çıkarılarak verimlilik artışlarından kaynaklanan reel üretim büyümesi ve ihracata dayalı bir yapıya kavuşturulması büyük önem taşımaktadır. Ekonomik büyüme için gereksinim duyulan kaynakları kısa vadeli bir anlayışla sağlamaya çalışmak yerine, kaynak yaratabilmek açısından ülkenin ihracat yapısını geliştirici politikalara ağırlık verilmesi hem Türkiye'nin finansal sermaye hareketlerine olan bağımlılığının azaltılmasına hem de kalıcı bir büyümenin sağlanmasına katkı sağlayacaktır.

KAYNAKLAR

Ağcaer, Arzu, **Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müd., Ankara, 2003.

Akdiş, Muhammed, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:6, Sayı:36, Mayıs-Haziran 2004, <http://maksis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>, (21.09.2006).

Akdiş, Muhammet, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ., İstanbul, 2000.

Akkan, Nejla Adanur, “Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği”, **Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:13, 2007.

Akkan, Nejla Adanur, “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:7, Mayıs 2002.

Akmal, Muhammad Shahbaz, “Stock Returns and Inflation: An ARDL Econometric Investigation Utilizing Pakistani Data”, **Pakistan Economic and Social Review**, Volume:45, No:1, 2007, <http://www.pu.edu.pk/economics/pesr/PDF-CurrentIssue/4Akmal%20-%20Stock%20Returns%20and%20Inflation.pdf> (12.11.2007).

Akman, Vedat, **Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz, Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri**, Rota Yayınları, İstanbul, 1998.

Akyüz, Yılmaz ve Korkut Boratav, “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:17, Sayı:197, Ağustos 2002.

Alagöz, Mehmet ve Sinem Yapar, “Erken Uyarı Sinyali Olarak Sermaye Göstergeleri: Asya Krizi Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:21, Sayı:247, Ekim, 2006.

Alp, Ali, **Finansın Uluslararasılaşması**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2000.

Ankara Sanayi Odası, “Malezya Sermaye Kontrolleri”, **ASOMEDYA Dergisi**, Ağustos 2001, <http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedyaya/agustos2001-ft.html#buyutec> (17.10.2006).

Apak, Sudi, Ayhan Uçak ve Sadi Uzunoğlu, “Finansal Serbestleşmenin ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Ankara, 11-13 Eylül 2006.

Aramaki, Kenji, “Sequencing of Capital Account Liberalization-Japan’s Experiences and Their Implications To China”, **Public Policy Review**, Volume:2, No:1, January, 2006, http://www.mof.go.jp/english/pp_review/ppr002/ppr002f.pdf (12.12.2006).

Arasıl, Ömer, **Finansal Serbestleştirme ve Kamu Finansmanına İlişkin Sorunlar (Türkiye Deneyimi)**, Yayınlanmamış Çalışma, İzmir, 1995.

Arı, Ahmet Aydın, “Dışa Açıklık ve Enflasyon: Türkiye Örneği”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2001.

Arıkboğa, Aysel, “Tobin Vergisi Önerisi”, **Maliye Güncesi**, (İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Bölümü Bülteni), Sayı:7, Ekim 2001.

Arın, Tülay, “Türkiye’de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması”, **İktisat Üzerine Yazılar I, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar (Korkut Boratav’a Armağan)**, Edt: A.H.Köse, F. Şenses, E. Yeldan, İletişim Yayınları, İstanbul, 2004.

Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, İnci Otker-Robe, Jorge Ivan Canales-Kriljenko and Andrei Kirilenko, “Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization”, **IMF Occasional Paper**, No:190, 2000. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/> (25.11.2006)

Aslan, Nurdan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997.

Aşıkoğlu, Yaman, “Alternative Frameworks of Financial Liberalization and Financial Reform in Turkey”, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, SPK Yayın No: 24, Ankara, 1995(a).

Aşıkoğlu, Yaman, “Theories of Financial Liberalization: A Comparative Perspective”, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, SPK Yayın No: 24, Ankara, 1995(b).

Ata, Defne ve H. Serkan Silahşör, **Parasal Birlik, Avrupa Para Birliği ve Türkiye**, TC. Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müd., Ankara, 1999.

Atamtürk, Burak, “Finansal Liberalizasyonun Etkileri”, **İktisat Dergisi**, Sayı:438, Haziran 2003.

Atlas, Gökben, “Yabancı Yatırımcılar”, **Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi**, Sayı:66, Şubat 2008, <http://www.tspakb.org.tr>, (25.06.2008).

Aydın, M. Faruk ve Vuslat Us, “Carry Trade: Gelişmeler ve Riskler”, **TİSK Akademi Dergisi**, Cilt:2, Sayı:3, 2007.

Aysu, Gökçe, “Karanlığa Giden Yolda Arjantin: Nasıl Bu Hale Geldi? IMF Ne Kadar Suçlu?”, **Ekonomik Dergisi**, (Boğaziçi Üniversitesi, İşletme ve Ekonomi Kulübü), Sayı:4, Mayıs 2003, <http://www.buik.net/subcommittee/ekonomik/showarticle.asp?aid=189> (13.08.2007).

Bağımsız Sosyal Bilimciler, **2008 Kavşağında Türkiye: Siyaset, İktisat ve Toplum**, Yordam Kitap, İstanbul, 2008.

Bahçeci, Sema, **Ortodoks ve Heteredoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi**, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, Temmuz 1997.

Bali, B. Bülent ve Mustafa Çelen, “Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri ile Bir Karşılaştırma”, **18. Türkiye Maliye Sempozyumu Tebliğleri**, Girne, 13-16 Mayıs 2003,

<http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc> (20.07.2005).

Balseven, Hale ve M. Mustafa Erdoğan, “Mali Krizleri Önlemede Sermaye Kontrolleri: Malezya ve Şili Deneyimlerinden Türkiye İçin Dersler”, **2004 Türkiye İktisat Kongresi Gelişme Stratejileri ve Makroekonomik Politikalar Tebliğ Metinleri I**, DPT, Ankara, 2005.

Barbaros, Funda ve Ezgi Erol, “Türkiye’de Finansal Serbestleştirmenin Makro Ekonomik Etkileri”, **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Ankara, 11-13 Eylül 2006.

Barışık, Salih ve Ersin Açıkgöz, “Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: 1992-2005 Dönemi VAR Analizi”, **TİSK Akademi Dergisi**, Cilt:2, Sayı:3, 2007.

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

Baydur, Cem, “Yükselen Reel Faizler Türkiye’de Toplam Talebi Arttırır”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt:44, Sayı:508, 2007.

Baykal, C. Murat, “Hukuki Boyutlarıyla Finansal Krizler”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:60, Mart 2007.

BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu/Aralık 2007**, Sayı:8.

Bedestenci, H. Çetin ve M. Akif Kara, “Sermaye Hareketleri ve Kalkınma”, **Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular**, Edt: Sami Taban ve Muhsin Kar, Ekin Kitabevi, Bursa, 2004.

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

Berument, Hakan ve Nergiz Dinçer, “Do Capital Flows Improve Macroeconomis Performance In Emerging Markets?: The Turkish Experience”, **Emerging Markets Finance and Trade**, Volume:40, Number:4, 2004.

Bilgin, Gazi, “Rusya Krizinin Orta Asya Türk Cumhuriyetlerine Etkisi”, **Dış Ticaret Dergisi**, Ocak 2002,
<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/Rusya.doc>
(07.08.2007).

Binay, Şükrü ve Kürşat Kunter, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü:1980-1997”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No:9803, Ankara, 1998.

Blöndal, Sveinbjörn ve Hans Christiansen, “The Recent Experience With Capital Flows to Emerging Market Economies”, **OECD Economic Department Working Paper**, No:211, February 1999.

Boratav, Korkut, “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:16, Sayı:186, Eylül 2001.

Boratav, Korkut, **Yeni Dünya Düzeni Nereye**, İmge Kitabevi, Ankara, 2000.

Bustelo, Pablo, Clara Garcia and Iliana Olivie, “Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons From the East Asian Episodes (1997-1999)”, **ICEI Working Paper**, No:16, November 1999,
<http://www.ucm.es/info/eid/pb/ICEIwp16.pdf> (14.04.2008).

Celasun, Merih, “Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001”, **Doğu-Batı Dergisi**, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001,2002.

Charemza, Wojciech W. and Derek F. Deadman, **New Directions in Econometric Practice**, Second Edition, Edward Elgar Publishing Cheltenham-UK, 1997.

Chuhan, Punam, G. Perez Quiras and Helen Popper, “International Capital Flows: Do Short Term Investment and Direct Investment Differ?” **World Bank Policy Research Working Paper**, No:1669, October, 1996.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, “What Caused The Asian Currency and Financial Crisis? Part I:A Macroeconomic Overview”, **NBER Working Paper**, No:6833, December 1998.

Çağlar, Ünal, **Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003.

Çeviş, İsmail ve Cem Kadılar, “The Analysis of The Short-Term Capital Movements by Using The VAR Models: The Case of Turkey”, **The Pakistan Development Review**, Volume:40, Number: 3, Autumn 2001.

Çulha, Ali, “A Structural VAR Analysis of The Determinants of Capital Flows Into Turkey”, **TCMB Research and Monetary Policy Department Working Paper**, No:06/05, October 2006.

Day, Kathleen and Julie Tousignant, “Helt Spending, Healt Outcomes and Per Capita Income in Canada: A Dynamic Analysis”, **Economic and Fiscal Policy Branch, Department of Finance Canada Working Paper**, No: 2005-07, June 2005, <http://www.fin.gc.ca/wp/2005-07e.html> , (15.04.2008).

Delice, Güven ve Erdinç Tutar, “Uluslararası Sermaye Akımlarının Bileşimi ve Finansal Krizler”, **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Edt: Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız, Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2006.

Delice, Güven, “Uluslararası Finansal Entegrasyon ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Cumhuriyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas, 2000(a).

Delice, Güven, “Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:55, No:1, Ocak-Mart 2000(b).

Demirtaş, Özgür ve Zülal Güngör, “Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama”, **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, Cilt:1, Sayı:4, Temmuz 2004.

Doğukanlı, Hatice, **Uluslararası Finans**, Nobel Kitabevi, Adana, 2001.

DPT, “Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri”, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf> (07.08.2007).

DPT, **9.Kalkınma Planı Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık) Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, Ocak 2006.

DPT, **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006)**, Mart 2007.

DTM, “Arjantin ve Türkiye Ekonomik Krizleri”, DTM Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://www.dtm.gov.tr/dtadmin/upload/EAD/KonjonkturIzlemeDb/arjantin.doc>, (13.08.2007).

Durusoy, Serap, “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:18, Temmuz 2000, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/finans.doc> (16.06.2008).

Edwards, Sebastian, “How Effective Are Capital Controls”, **NBER Working Paper**, No: 7413, November 1999, <http://www.nber.org/papers/w7413.pdf> (20.02.2007).

Edwards, Sebastian, “The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?”, **NBER Working Paper**, No: 6334, December 1997, <http://www.nber.org/papers/w6334.pdf> (20.02.2007).

Edwards, Sebastian, “Two Crises: Inflationary, Inertia and Credibility”, **The Economic Journal**, Volume:108, May 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119104986/PDFSTART> (26.03.2007).

Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması**, 3. Baskı, Om Yayınevi, İstanbul, 2002.

Ekinci, Nazım, “Türkiye’de 1980 Sonrasında Para Politikaları”, **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Edt: Korkut Boratav ve Taner Berksoy, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993.

Emek, Uğur, “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri”, **Rekabet Dergisi**, Cilt:1, Sayı:3, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000.

Emil, M. Ferhat ve M. Tuğrul Vehbi, “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği”, **Hazine Dergisi**, Sayı:15, Mayıs-Aralık 2002.

Eroğlu, Nadir, “Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri”, **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, Der: Alkan Soyak, Om Yayınevi, İstanbul, 2002.

Esen, Oğuz, “Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:9, Sayı:30, 1998(b).

Esen, Oğuz, “Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:8, Sayı:27, 1997.

Esen, Oğuz, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:13, Sayı:145, Nisan 1998(a).

Eser, Kadir, “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, **Hazine Dergisi**, Sayı:1, Ocak 1996.

Eser, Kadir, “Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:4, Sayı:10, 1993.

Eşiyok, B. Ali, **İstihdam, Birikim, Büyüme ve Sektörel Gelişme Dinamikleri**, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma Müdürlüğü, Ankara, 2003.

Fischer, Bernard and Helmut Reisen, “Towards Capital Account Convertibility”, **OECD Development Centre Policy Brief**, No:4, 1992.

Stanley Fischer, “The Asian Crisis: A View From The IMF”, **Journal of International Financial Management and Accounting**, Volume:9, No:2, 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119128929/PDFSTART> (04.08.2007).

Gökbunar, Ramazan ve Mustafa Miynat, “Türkiye’de Finansal Liberalleşme Sürecinde İç Borçlanma Politikalarının Bankacılık Sektörüne Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:231, Haziran 2005.

Güloğlu, Bülent ve A. Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:27, Ekim 2002, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz.pdf>, (09.02.2007).

Güran, Nevzat, **Makro Ekonomik Analiz**, 2. Baskı, Anadolu Mat., İzmir, 1999.

Güriş, Burak ve Burcu Kıran, “Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri: Sınır Testi Yaklaşımı”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:22, Sayı:255, Haziran 2007.

Güven, Samih, “Türkiye’de Banka Kredileri ve Büyüme İlişkisi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:17, Sayı:197, Ağustos 2002.

Hazine Müsteşarlığı, **Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar**, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara, Mayıs 2001.

IMF, “The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002”, **IMF Independent Evaluation Office Issues Paper**, July 2003,

<http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/arg/070403.pdf> (15.08.2007).

IMF, World Economic Outlook April 2008.

IMF, World Economic Outlook September 2004.

IMF, World Economic Outlook September 2006.

IMF, World Economic Outlook, May 1998.

Ishii, Shogo and Karl Habermeier, “Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability”, **IMF Occasional Paper**, No:211, 2002.

Işık, Gözde, “Finansal Krize Karşı Politika Tepkileri: IMF Programlarına Alternatif Olarak Sermaye Kontrolleri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:18, Sayı:209, Ağustos 2003.

Işık, Sayım, Harun Doğan ve Cem Kadılar, “Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi’nin Türkiye İçin Testi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:233, Ağustos 2005.

Işık, Sayım, **Para Finans ve Kriz**, Akçağ Yayınları, Ankara, 2004.

İnan, Alpan, “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:42, 2002.

İnandım, Şeyda, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005.

İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 1989:III – 1999:IV”, **TEK Tartışma Metni**, No:2003/8, Aralık 2003,
<http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> (30.01.2007).

İşeri, Müge ve Zeynep Aktaş, “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler, 1997-2005 Dönemi”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:151, Temmuz 2005.

Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, “Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now”, **The American Economic Review**, Vol:28, No:2, May 1998.

Kansu, Aydan, **Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, Derin Yayınları, İstanbul, 2004.

Kaplan, Ethan, Dani Rodrik, “Did The Malaysian Capital Controls Work?”, **NBER Working Paper**, No: 8142, February 2001,
<http://www.nber.org/papers/w8142.pdf> (25.12.2006).

Kar, Muhsin ve Akif Kara, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:29, Temmuz 2003,
<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003.finans.htm>
(04.11.2004).

Kar, Muhsin ve Mehmet Tuncer, “Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme”, **Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:17, Sayı:3, 1999,
<http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/6/muhsin/muhsin.html>, (07.06.2003).

Kar, Muhsin ve Seyhan Taş, “ İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri”, **Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular**, Edt: Sami Taban ve Muhsin Kar, Ekin Kitabevi, Bursa, 2004.

Kara, M. Akif ve Muhsin Kar, “Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi, **İktisat İşletme Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:228, Mart 2005.

Karaca, Orhan, “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?”, **TEK Tartışma Metni**, No:2005/14, Ekim 2005, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/karaca-05.pdf> (10.05.2006).

Karagöl, Erdal, Erman Erbaykal ve H. Murat Ertuğrul, “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ile Elektrik Tüketimi İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:8, Sayı:1, 2007.

Karluk, Rıdvan, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”, **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Edt: Ali Tarhan, TCMB İnsan Kaynakları Genel Müd. Eğitim Müd., Ankara, 2001.

Kasman, Adnan, Evrim Turgutlu ve Gonca Konyalı, “Cari Açık Büyümenin mi Aşırı Değerli TL’nin mi Sonucudur?”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:20, Sayı:233, Ağustos 2005.

Kasman, Saadet ve Duygu Ayhan, “Avrupa Birliği’nin Genişleme Sürecinde Satın Alma Gücü Paritesi Sağlanıyor Mu?”, **2. Ulusal İktisat Kongresi: “Türkiye’nin İktisadi Dönüşüm Süreci”**, Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, İzmir, 20-22 Şubat 2008.

Kaya, Ayten Ayşen ve Mehmet Güçlü, “Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:16, Sayı:55, 2005.

Kazgan, Gülten, **Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2002.

Kepek, Yakup ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 18. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2005.

Kesriyeli, Mehtap, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Çalışma Tebliği**, Yayın No:97/4, Ankara, Mart 1997.

Keyder, Nur, **Para: Teori, Politika, Uygulama**, Geliştirilmiş 10. Baskı, Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım, Ankara, 2005.

Kont, Bayram, “Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)”, **İktisat Politikası (Seçme Konular, Para Politikası, Maliye Politikası ve Uluslararası İktisat Politikası)**, Edt: Vildan Serin, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 1998.

Korkmaz, Turhan, “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, **İMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı:17, 2001.

Krugman, Paul, “Currency Crisis”,
<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>. (07.08.2007).

Krugman, Paul, **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Çev: Neşenur Domaniç, 2.Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul, 2001.

Kwiatkowski, D., P.C.B. Philips, P. Schmidt and Y. Shin, “Testing the Null Hypothesis of Stationary Against the Alternative of a Unit Root”, **Journal of Econometrics**, Volume:54, 1992.

Lee, Junsoo and Mark C. Strazicich, “Minimum LM Unit Root Test with One Structural Break”, **Appalachian State University, Department of Economics Working Paper**, No: 04-17, December 2004,
<http://econ.appstate.edu/REPEc/pdf/wp0417.pdf> ,(26.04.2008).

Mahlebiciler, Özge, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, Ekim 2006.

Martinez, Guillermo Ortiz, “What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?”, **Finance and Development**, Vol:35, No:2, June 1998.

Moreno, Ramon, “What Explains Capital Flows?”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, Vol:22, July 2000, <http://www.frbsf.org/econrsch/wklyltr/2000/e12000-22.html>, (05.03.2007).

Neely, Christopher J. “An Introduction To Capital Controls”, **Review**, November-December 1999.

Obstfeld, Maurice and Alan M. Taylor, “Globalization and Capital Markets”, **NBER Working Paper**, No:8846, March 2002, <http://www.nber.org/papers/w8846.pdf> (08.01.2008).

Öçal, Tezer, Ömer Faruk Çolak, Selahattin Togay ve Kadir Eser, **Para Banka Teori ve Politika**, Gazi Kitabevi, Ankara, 1997.

Öçal, Tezer ve Ö. Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti., Ankara, 1999.

Ökten, Zeynep ve Mehmet Yıldırım, “Sermaye Hareketleri ve Tobin Vergisi”, **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, Ankara, 11-13 Eylül 2006.

Öniş, Ziya, “Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, Ekim 2002, <http://home.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalsinirPDF.pdf>, (13.08.2007).

Özçam, Mustafa, “Türk Sermaye Piyasalarının Profili: Kriz Eğilimi Açısından Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **SPK Araştırma Raporu**, Ankara, 30.11.1999.

Öztürk, Salih “Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Para Politikasına Etkileri: 1980 Sonrası Türkiye Uygulaması”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2001.

Öztürk, Salih, “Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım–2001 Şubat Türkiye Krizleri”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:10, Sayı:1, 2003.

Parasız, İlker, **Enflasyon, Kriz ve Ayarlamalar**, 2. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2002.

Parasız, İlker, **İkinci Kuşak Kalkınma Politikaları ve Reformlar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2003.

Parasız, İlker, **Türkiye Ekonomisi: 1923’den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları Uygulamaları**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998.

Paya, M. Merih, **Makro İktisat**, 2. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2001.

Payne, James, Junsoo Lee and Richard Hofler, “Purchasing Power Parity: Evidence from a Transition Economy, **Journal of Policy Modeling**, Vol:27, 2005.

Pesaran, M. Hashem, Yongcheol Shin and Richard J. Smith, “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, Volume:16, No:3, 2001.

Radalet, Steven and Jeffrey D. Sachs, “The Onset of The East Asian Financial Crises”, **NBER Working Paper**, No:6680, August 1998(a).

Radelet, Steven and Jeffrey D. Sachs, “The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects”, **Brookings Papers on Economic Activity**, No:1, 1998(b).

Rodrik, Dani and Andres Velasco, “Short-Term Captial Flows”, **NBER Working Paper**, No:7364, September, 1999, <http://www.nber.org/papers/w7364.pdf> (12.05.2007).

Sabır, Hasan, “Küreselleşme Sürecinde Ekonomik Kriz ve Tobin Vergisi”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı: 170, Kasım 2002.

Sağlam, Yıldız ve Mehmet Yıldırım, “2001 Krizi Sonrası Uygulanan Faiz ve Kur Politikalarının Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **Güncel Ekonomik Sorunlar Kongresi (26-28 Ekim 2007, Kuşadası) Bildiri Kitabı**, Adnan Menderes Üniversitesi Yayınları, No:27, Aydın, 2008.

Sakarya, Burçhan, “Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları”, **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008, <http://www.bddk.org.tr> (01.10.2008).

Saraçoğlu, Fatih ve Özgür Şahan, “Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı:55, Ekim-Aralık 2004.

Sarno, Lucio and Mark P. Taylor, “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?”, **Journal of Economic Literature**, Volume: 39, September 2001.

Savaş, Vural, “Türkiye’de Liberalizasyon Sürecinde Maliye Politikalarının Özel Ekonomi Üzerindeki Görelî Etkinliği”, **XI. Maliye Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Maliye Bölümü Yayını, İzmir, 1997.

Seyidoğlu, Halil, “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2, 2003.

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası Finans**, 3. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001(b).

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası İktisat**, 14. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001(a).

Skorski, Trevor M. **Financial Liberalization in Developing Countries**, Edward Elgar Publishing Ltd., UK, 1996.

Somçağ, Selim, “Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı”, **Doğu-Batı Dergisi**, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak, 2001-2002.

Somel, Cem, “Az Gelişmiş Ülkelerde Finans Politikaları”, **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Edt: Korkut Boratav ve Taner Berksoy, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993.

Sönmez, Sinan, “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü Mü? Kalkınmanın İtici Gücü Mü?”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:14, Sayı:49, 2003.

SPK, Faaliyet Raporu (2002 ve 2006).

Suvanto, Antti, Seppo Honkapohja, Tom Berlund and Anne Mikkola, “Promoting The Stability of International Capital Movements”, **Ministry of Finance Finland Research Report**, No:1/2001, Helsinki, November, 2000. http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/01_publications/07_financial_market/20010131Promot/3505.pdf ,(10.01.2007).

Şengönül, Ahmet ve Süleyman Değirmen, “Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye’nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı”, **Ekonomik Büyümenin Dinamikleri ve İstihdam: Kaynaklar ve Etkiler**, Edt: Bilin Neyaptı, TEK, Ankara, 2006.

Şengönül, Ahmet, Metin Altıok ve Rana Gürbüz, “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:22, Sayı:252, Mart 2007.

Şiriner, İsmail ve Timur Turgay, “Parasal İstikrarın Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Etkinliği Sorunu”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt:44, Sayı:509, 2007.

TBB, 40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi:1958-1997, TBB Yayın No: 207, İstanbul, Ekim 1998.

TBB, Bankalarımız 1994, TBB Yayınları No: 194, İstanbul, Mayıs, 1995.

TBB, **Bankalarımız 2006**, TBB Yayınları No:251, İstanbul, Mayıs 2007.

TC. Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor (2006 ve 2007)**.

TCMB, **2008 Yılında Para ve Kur Politikası**, TCMB, Ankara, 18 Aralık 2007.

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:5, Kasım 2007.

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:6, Mayıs 2008.

TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, TCMB, Ankara, Mayıs 2002.

TCMB, **Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması**, TCMB İstatistik Genel Müd., Ödemeler Dengesi Müd., Ankara.

TCMB, **Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması**, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisim/odemeler_dengesi.htm, (07.11.2006).

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu (2006-IV ve 2007-IV)**.

TCMB, **Para Politikası Raporu (Kasım 2001 ve 2005-III)**.

TCMB, **Üç Aylık Bülten-2008:1 (Ocak-Mart)**.

TCMB, **Yıllık Rapor (1999, 2001 ve 2004)**.

Temurlenk, M. Sinan ve Sabiha Oltulular, “Türkiye’nin Ekonomik Değişkenlerinin Bütünleşme Dereceleri Üzerine Bir Araştırma”, **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi Tebliğleri**, İnönü Üniversitesi, Malatya, 24-25 Mayıs 2007.

Tezcanlı, Meral Varış, Sibel Kumbasar Bayraktar, Oral Erdoğan, Handan Görgünay, Ebru Tan ve Efser Uytun, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları No: 3, İstanbul, 1994.

TSPAKB, **Türkiye Sermaye Piyasası 2006**, TSPAKB Yayın No:33, İstanbul, Mayıs 2007.

TSPAKB, **Türkiye Sermaye Piyasası 2007**, TSPAKB Yayın No:34, İstanbul, Mayıs 2008.

Turagay, R. Tuna, “Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal ve Ekonomik krizin Genel Değerlendirmesi ve Dünya Ekonomisi ve Ticareti Üzerinde Yaratacağı Muhtemel Etkiler”, **Dış Ticaret Dergisi**, Asya Krizi Özel Sayısı, Mart 1998.

Türel, Oktar, “Türkiye’de Finansal Yapı ve Politikalar”, **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Edt: Korkut Boratav ve Taner Berksoy, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993.

Ulusoy, Ahmet, Birol Karakurt, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:9, Sayı:223, Ekim 2004.

Ural, Mert, “Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003.

Utkulu, Utku, “Cointegration Analysis: An Introduction Survey with Application to Turkey”, **I. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Bildirileri**, Ege Üniversitesi Basımevi, İzmir, 11-12 Kasım 1993.

Utkulu, Utku, “How to Estimate Long-Run Relationships in Econometrics: An Overview of Recent Developments”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:12, Sayı:2, 1997.

Utkulu, Utku, “Testing for Unit Roots with Structural Change: An Application of the Peron Additive Outlier Test to the Turkish Macroeconomic Time-Series Data”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:12, Sayı:1, 1997.

Utkulu, Utku ve Hakan Kahyaoğlu, “Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye’de Ekonomik Büyümeyle Ne Yönde Etkiledi?”, **TEK Tartışma Metni**, No:2005/13, Ekim 2005, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/Utkulu-2005.pdf>, (12.01.2008).

Uygur, Ercan, “Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey”, **Financial Liberalization in Turkey**, Edt: Yaman Aşıkoglu and Hasan Ersel, TCMB, Ankara, 1993.

Uygur, Ercan, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **TEK Tartışma Metni**, No: 20001/1, 22 Mart 2001.

Uzunoğlu, Sadi, Kerem Alkin ve Can Fuat Gürlelel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6, İstanbul, 1995.

Uzunoğlu, Sadi, **Para ve Döviz Piyasaları**, Literatür Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2003.

Ünsal, Erdal, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2005.

Ünsal, Erdal, **Makro İktisat**, 5. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003.

Vergil, Hasan, “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri”, **Kocaeli Üni. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:3, Sayı:1, 2002.

Williamson, John ve Molly Mahar, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev: Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, 2002.

Yamak, Nebiye ve Banu Tanrıöver, “Türkiye’de Nominal Faiz Oranı-Fiyat Düzeyi İlişkisi: Gibson Paradoksu”, **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi Tebliğleri**, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.

Yamak, Rahmi ve Abdurrahman Korkmaz, “Reel Döviz Kuru ve Dış Ticaret Dengesi İlişkisi”, **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı:2, 2005.

Yay, Turan, “Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme, **İktisat Dergisi**, Sayı:438, Haziran 2003.

Yay, Turan, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2001-47, İstanbul, 2001.

Yeldan, Erinç, “Türkiye Ekonomisi’nde Dış Açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri”, **Çalışma ve Toplum Dergisi** (Birleşik Metal-İş Ekonomi ve Hukuk Dergisi), No:2005/4, 2005.

Yeldan, Erinç, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2001.

Yentürk, Nurhan ve Ahmet Çimenoğlu, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003.

Yentürk, Nurhan, “Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2004.

Yentürk, Nurhan, “Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde İstikrar Uygulaması: 2000 İstikrar Paketinin İncelenmesi”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2003.

Yentürk, Nurhan, “Kısa Dönemli Sermaye Girişinin Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri: Türkiye ve Meksika İçin Bir Uygulama”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2004.

Yıldırım, Hilal, “Yabancı Sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları”, **İş-Güç Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, 2003,
<http://www.isgucdergi.org/index.php?cilt=5&sayi=2year&=2003>, (09.01.2007).

Yılmaz, Celali, “Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi”, **Geleneksel Finans Sempozyumu 2004 Bildirileri CD’si**, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, 27-28 Mayıs, İstanbul, 2004.