



**T.C.  
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK  
FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ  
VE KRİZLER**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Volkan ÇOLPAN**

**200412505001**

**Balıkesir 2008**

**T.C.  
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK  
FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZLER**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**VOLKAN ÇOLPAN**

**Danışman: YRD.DOÇ.DR.ÖZCAN KARAHAN**

**BALIKESİR - 2008**

Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü .....İKTİSAT.....  
Ana Bilim Dalında hazırlanan Yüksek Lisans / Doktora tezi jürimiz tarafından  
incelenerek, aday .....VOLKAN ÇOLPAN....., 04/03/2008 tarihinde tez  
savunma sınavına alınmış ve yapılan sınav sonucunda sunulan tezin ...BASARILI....  
olduğuna oy ÇOKLUĞU ile karar verilmiştir.

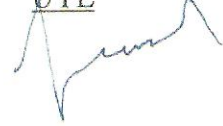
Yrd. Doç. Dr. Özcan KARAHAN

ÜYE



Doç. Dr. Cangiz TORAMAN

ÜYE



Prof. Dr. Kerim ÖZDEMİR

ÜYE



ÜYE

ÜYE

## ÖZET

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZLER

Volkan ÇOLPAN

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman : Yrd. Doç. Dr. Özcan KARAHAN

Mart 2008, 134 sayfa

Bu çalışmanın amacı 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizleri uluslararası sermaye hareketlerinin krizlerdeki etkisini dikkate alarak incelemektir. Çalışmada öncelikle uluslararası sermaye hareketleri kavramı ve gelişimini etkileyen faktörler incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomiye etkileri anlatılmaya çalışılmıştır. Burada özellikle sermaye hareketlerinin krizlerle ilişkisi ele alınarak sınıflandırılmasına çalışılmıştır. Bunun için sermaye hareketlerinin kriz göstergeleri ile ilişkisi belirlenerek, ekonomik krizleri açıklayan modellerle ilişkileri ortaya konmaya çalışılmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler incelenmiştir. Söz konusu krizler analiz edilerek hangi kriz modelleriyle açıklanabileceği anlatılmıştır. Sonuçta krizlerin gelişimleri sırasında uluslararası sermaye hareketleri ile etkileşimi krizlerdeki etkileri ortaya konmaya çalışılmıştır.

*Anahtar Kelimeler: Uluslararası Sermaye Hareketleri, Ekonomik Kriz Göstergeleri, Ekonomik Kriz Modelleri*

## ABSTRACT

### FINANCIAL CAPITAL MOVEMENTS TO DEVELOPING COUNTRIES AND ECONOMIC CRISES

Volkan ÇOLPAN

Master Thesis, Economics Department

Supervisor : Assistant Prof. Özcan KARAHAN

March 2008 , 134 pages

The objective of this study is to examine the economic crises in developing countries in 1990's with considering international capital movements to these countries. In the study firstly, concept of international capital movements and the factors which effects to international capital movements was examined. In the second part of the study, the effects of international capital movements on economy were explained. In this part also economic crises was defined and classified with the help of international capital movements. Economic crisis indicators which developed for suggesting crisis was researched and the relationship between capital movements and crisis indicators was showed to find the working principles of economic crisis models.

In the last part of this study, economic crises in some chosen developing countries examined. The economic crises were defined and determined the crisis models that explain those crises. Eventually interaction of international capital movements and economic crises was tried to find and show, in progress of economic crisis.

*Key Words: International Capital Movements, Economic Crisis Indicators, Economic Crisis Models*

## ÖNSÖZ

Ekonomik krizler iktisat biliminin her zaman en çok dikkat çeken konularından birisi olmuştur. Neredeyse ekonomi kavramının oluşmasıyla birlikte ortaya çıkan kriz kavramı, 1929'da yaşanan büyük buhran ile birlikte bir çok araştırmanın konusu haline gelmiş ancak yaşanan ekonomik krizlerin sıklıkları artarak devam etmiştir.

Özellikle bütün dünyayı etkileyen küreselleşme ve liberalleşme akımlarıyla birlikte 1980'lerden itibaren gelişmekte olan ülkeleri etkilemeye başlayan krizler ciddi anlamda uluslararası sermaye hareketleri ile ilişkili hale gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri, krizlerde bazen krizi başlatan bazen de derinleştiren unsur olarak değerlendirilmiştir.

Bu çalışmada uluslararası sermaye hareketleri ve ekonomik krizler arasındaki ele alınacak, krizleri açıklayan modeller ve kriz göstergeleri ortaya konmaya çalışılacaktır. Ardından bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler incelenerek krizler arasındaki benzerlikler ve farklılıklarla gösterilmeye çalışılacaktır. Böylece ekonomik krizlerin daha iyi tanımlanmasında, ve dolayısıyla yaşanacak krizlerin etkilerinin azaltılmasında uygulanacak politikaların belirlenmesine katkı sağlamaya çalışılacaktır.

Bu tez çalışmamın hazırlanmasında emeği geçen ve bana büyük katkıları olan danışman hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Özcan Karahan'a çok teşekkür ederim. Ayrıca bana yardımlarından dolayı tüm Balıkesir Üniversitesi Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Akademik Personeline ve Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü görevlilerine de ayrıca teşekkür ederim.

# GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZLER

ÖZET	i
ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar LİSTESİ	vi
GRAFİKLER LİSTESİ	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1

## 1. BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

1.1 Küreselleşme ve Sermaye Hareketleri	3
1.2 Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri (Kompozisyonu)	5
1.2.1 Direkt Uluslararası Sermaye Yatırımları	7
1.2.2 Uzun Vadeli Uluslararası Sermaye Yatırımları	8
1.2.3 Kısa Vadeli Uluslararası Sermaye Yatırımları	9
1.2.4 Portföy Yatırımları	10
1.3 Sermaye Hareketlerinin Önemi ve Tarihsel Gelişimi	11
1.3.1 Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonundaki Gelişmeler	11
1.3.2 Sermaye Hareketlerinin Bölgelerarası Dağılımı	18
1.4 Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler	19
1.4.1 İçsel Faktörler	20
1.4.1.1 Ekonomik Yapı Özellikleri	20
1.4.1.1.1 Fiyat İstikrarı	20
1.4.1.1.2 Döviz Kuru İstikrarı	23
1.4.1.1.3 Sermaye Piyasalarının Derinliği	26
1.4.1.2 Ekonomi Politikası Özellikleri	28
1.4.1.2.1 Liberal Politikalar	28
1.4.1.2.2 Özelleştirme Uygulamaları	30
1.4.1.2.3 Yasal Düzenlemeler	32
1.4.1.2.4 Sermaye Piyasalarına Yönelik Vergi Politikaları	33
1.4.2 Dışsal Faktörler	34
1.4.2.1 Uluslararası Faiz Oranları	35
1.4.2.2 Uluslararası Ekonomik Konjonktür	37

1.4.2.3 Bölgesel Entegrasyonlar	39
1.4.2.4 Teknolojik Gelişmeler	40

## **2. BÖLÜM: FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ**

2.1 Finansal Sermaye Hareketlerinin Olumlu Etkileri	42
2.1.1 Tasarruf ve Sermaye Birikimi Arttırma Fonksiyonu	42
2.1.2 Ülkenin Uluslararası Kredibilitesini Arttırma Fonksiyonu	44
2.1.3 Makroekonomik İstikrarı Sağlanması Fonksiyonu	45
2.1.4 Sermaye Piyasalarının Gelişimine Katkı Sağlama Fonksiyonu	47
2.2 Finansal Sermaye Hareketlerinin Olumsuz Etkileri ve Krizler	49
2.2.1 Kriz Göstergeleri	50
2.2.1.1 Makroekonomik Göstergeler	50
2.2.1.2 Mikroekonomik Göstergeler	53
2.2.2 Kriz Türleri	57
2.2.2.1 Bankacılık Krizi	57
2.2.2.2 Para Krizi	60
2.2.2.3 Finansal Kriz	63
2.2.3 Krizleri Açıklayan Modeller	66
2.2.3.1 Birinci Nesil Kriz Modelleri	66
2.2.3.2 İkinci Nesil Kriz Modelleri	70
2.2.3.3 Yeni Nesil Kriz Modeller	74

## **3. BÖLÜM: FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN KRİZLER**

3.1 Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Krizler	79
3.2 Latin Amerika'da Yaşanan Krizler	79
3.2.1 Meksika 1994 Ekonomik Krizi (Tekila Krizi)	79
3.2.2 Arjantin 2001 Ekonomik Krizi	88
3.3 Güneydoğu Asya'da Yaşanan Krizler	94
3.3.1 Tayland 1997 Ekonomik Krizi	94
3.3.2 Güney Kore 1997 Ekonomik Krizi	100
3.4. Türkiye'de Yaşanan Ekonomik Krizler	105
3.4.1 Nisan 1994 Ekonomik Krizi	106
3.4.2 Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizleri	114

<b>SONUÇ</b>	124
--------------	-----

<b>KAYNAKÇA</b>	126
-----------------	-----

<b>ÖZGEÇMİŞ</b>	
-----------------	--



## TABLÖLAR LİSTESİ

<b>Tablo 1. 1989-1998 Yılları Arasında Başlıca Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Resmi ve Özel Sermaye Hareketlerinin Toplam Uluslararası Sermaye Hareketlerine Oranı (%)</b>	<b>14</b>
<b>Tablo 2. 1995 – 2005 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Piyasalarına Yönelen Uluslararası Net Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)</b>	<b>16</b>
<b>Tablo 3. 1997-2006 Yılları Arasında Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (%)</b>	<b>19</b>
<b>Tablo 4. Portföy Yatırımlarının 2000’li Yıllarda Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Seyri (Milyon Dolar)</b>	<b>25</b>
<b>Tablo 5. 2004-2007 Yıllarında AB Ülkeleri ile Türkiye Borsalarında Derinlik ve Sermaye Hareketleri Etkileşimi</b>	<b>27</b>
<b>Tablo 6. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Liberalizme Geçiş Tarihleri</b>	<b>29</b>
<b>Tablo 7. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasası Kazançlarından Alınan Vergilerin Oranları</b>	<b>34</b>
<b>Tablo 8. 1998-2006 Yılları Arasında Gelişmiş Piyasalarda Kısa Dönem Faiz Oranları ve Libor Oranları (%)</b>	<b>35</b>
<b>Tablo 9. Dünya Geneline Kişi Başına Düşen Milli Gelir Seviyelerindeki Değişim Oranları (%)</b>	<b>38</b>
<b>Tablo 10. Dünya Borsalarında Yoğunlaşma (2001)</b>	<b>48</b>
<b>Tablo 11. Kriz Öncesinde Meksika Ekonomik Verileri</b>	<b>80</b>

<b>Tablo 12. Meksika’da İç Borcun Yapısı (Milyon Dolar)</b>	<b>82</b>
<b>Tablo 13. 1990-1995 Yılları Arasında Meksika’ya Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)</b>	<b>86</b>
<b>Tablo 14. Kriz Öncesi Arjantin Ekonomik Verileri</b>	<b>88</b>
<b>Tablo 15. Kriz Öncesinde Tayland Ekonomik Verileri</b>	<b>95</b>
<b>Tablo 16. 1992 – 1997 Yılları Arasında Tayland’a Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSYİH’nın Yüzdesi)</b>	<b>99</b>
<b>Tablo 17. Kriz Öncesi Güney Kore Ekonomik Verileri</b>	<b>101</b>
<b>Tablo 18. 1992 – 1997 Yılları Arasında Güney Kore’ye Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSYİH’nın Yüzdesi)</b>	<b>104</b>
<b>Tablo 19. Türkiye’nin 1989-1995 Yılları Arası Başlıca Ekonomik Göstergeleri</b>	<b>106</b>
<b>Tablo 20. Türkiye’de 1994 Krizi Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSMH’nın %’si)</b>	<b>109</b>
<b>Tablo 21. Türkiye’de Hazine Bonolarının Karlılığı (1990 – 1994)</b>	<b>111</b>
<b>Tablo 22. Türkiye’nin 1997-2002 Yılları Arası Başlıca Ekonomik Göstergeleri</b>	<b>116</b>
<b>Tablo 23. 1998 – 2000 Yılları Arasında Türkiye’de Bankacılık Sektöründe Açık Pozisyonların Gelişimi</b>	<b>120</b>
<b>Tablo 24. Türkiye’de 2000 ve 2001 Krizleri Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSMH’nın %’si)</b>	<b>122</b>

## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik 1. 1998 – 2006 Yılları Arasında Başlıca Uluslararası Kuruluşlardan Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Fon Hareketleri (Milyar Dolar)</b>	<b>15</b>
<b>Grafik 2. 1995 – 2005 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ükelerin Piyasalarına Yönelen Uluslararası Net Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)</b>	<b>17</b>
<b>Grafik 3. 1970-2005 Yılları Arası Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ükelerde Tüketici Fiyat Endekslerinde Ortalama Değişimi (%)</b>	<b>21</b>
<b>Grafik 4. 2000’li Yıllarda Dünya’da Enflasyon ve Çekirdek Enflasyon Oranlarının Değişimi (%)</b>	<b>22</b>
<b>Grafik 5. 1975 – 2003 Yılları Arasında Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Dünya ve Gelişmekte Olan Ükeler GSYİH’larına Oranı (%)</b>	<b>23</b>
<b>Grafik 6. Dünya’da 1990 Yılı Baz Alındığında 2000’li Yıllarda Reel Döviz Kuru Değişimleri (%)</b>	<b>24</b>
<b>Grafik 7. 1980 – 2005 Yılları Arasında Gelişmiş Ülke Piyasalarında Reel Faiz Oranları(%)</b>	<b>35</b>
<b>Grafik 8. 2000’li Yıllarda Başlıca Gelişmekte Olan Ülke Piyasalarında Faiz Oranları (%)</b>	<b>37</b>
<b>Grafik 9. 1980-1994 Yılları Arasında Meksika’da İthalat – İhracat Dengesi (%)</b>	<b>81</b>
<b>Grafik 10. Meksika’da Bankaların Sağladıkları Kredilerin GSYİH’ya Oranı (%)</b>	<b>83</b>
<b>Grafik 11. ABD’de 10 Yıllık Hazine Bonosu Faizlerinin Gelişimi (%)</b>	<b>84</b>

<b>Grafik 12. 1990 – 2001 Yılları Arasında Arjantin’de Reel Kurun Değerlenmesi</b>	<b>90</b>
<b>Grafik 13. Arjantin’de Yabancı Para Cinsinden Mevduatların, Toplam Mevduatlara Oranı (%)</b>	<b>91</b>
<b>Grafik 14. Arjantin’de Sermaye Girişleri ve Ekonomik Büyüme</b>	<b>92</b>
<b>Grafik 15. 1995 – 2000 Yılları Arasında Tayland’da Reel Döviz Kuru Değişimi (1995 =100)</b>	<b>96</b>
<b>Grafik 16. Güney Kore’de Bankaların Dış Yükümlülüklerinin Vade Yapıları</b>	<b>102</b>
<b>Grafik 17. Güney Kore’de Dış Yükümlülüklerin Sektörel Dağılımı</b>	<b>103</b>
<b>Grafik 18. Türkiye ve Arjantin Ekonomilerinin GSYİH Büyüme Oranları</b>	<b>107</b>
<b>Grafik 19. Türkiye’de Ticaret ve Cari İşlemler Dengesinin GSMH’ya Oranı (%)</b>	<b>108</b>
<b>Grafik 20. 1994 Krizi Öncesinde Türkiye’ye Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri</b>	<b>112</b>
<b>Grafik 21. Türkiye’de Bankacılık Sektöründe Kriz Öncesinde Geri Dönmeyen Kredilerin Toplam Kredilere Oranı (%)</b>	<b>119</b>

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1. Az Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Fakirlik Kısırdöngüsü</b>	<b>43</b>
<b>Şekil 2. IMF'e Göre Makroekonomik Kriz Göstergeleri</b>	<b>51</b>
<b>Şekil 3. IMF'e Göre Mikroekonomik Kriz Göstergeleri</b>	<b>54</b>
<b>Şekil 4. Bankacılık Krizi Göstergeleri</b>	<b>59</b>
<b>Şekil 5. Para Krizi Göstergeleri</b>	<b>63</b>
<b>Şekil 6. Finansal Kriz Göstergeleri</b>	<b>65</b>

## KISALTMALAR

AB	:Avrupa Birliği
APEC	:Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği
ASEAN	:Güneydoğu Asya Uluslar Birliği
CPIS	:Portföy Yatırımları Genel Görünümü
DPT	:Devlet Planlama Teşkilatı
GATT	:Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
IFC	:Uluslararası Finans Kurumu
IMF	:Uluslararası Para Fonu
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
NAFTA	:Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
S&P	:Standart & Poor's
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Tri & Tob	:Trinidad Tobago
TSPAKB	:Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
WDI	:Dünya Kalkınma Göstergeleri

## GİRİŞ

1990'lı yıllardan itibaren ekonomik krizler dünya genelinde gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına almış ve her ekonomik kriz sonrasında uluslararası sermaye hareketleri krizlerle ilgili olarak gündeme gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri ile ekonomik krizlerin etkileşim içinde oldukları konusunda ekonomi çevrelerinde çeşitli teoriler ortaya atılmıştır. Bu teorilerin önemli bir kısmında sermaye hareketlerinin ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında önemli bir sebep olduğu iddia edilmiştir.

Çalışmada gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına alan bu krizler, uluslararası sermaye hareketleri ile etkileşimi dikkate alınarak incelenmeye çalışılmıştır. Yaşanan belli başlı ekonomik krizlerin benzerlikleri ve farklılıkları kriz göstergelerinden ve ekonomik kriz modellerinden yararlanılarak değerlendirilmiştir. Buradan yola çıkarak uluslararası sermaye hareketleri ile gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler arasındaki ilişki ortaya konmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde uluslararası sermaye hareketleri tanımlanarak dünya genelinde gelişimi verilerle gösterilmeye çalışılmıştır. Ardından sermaye hareketlerinin özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan faktörler ayrıntılı olarak değerlendirilmeye çalışılmıştır. Ancak tezin ilerleyen bölümlerinde tezin asıl konusu gereği direkt uluslararası sermaye yatırımları üzerinde durulmayarak finansal sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu sebeple direkt uluslararası sermaye yatırımları çalışmanın ilk bölümünde sadece genel olarak tanımlanarak değerlendirilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomiye etkileri üzerinde durulmuş, krizlerin önceden tahmin edilebilirliği üzerinde yapılan çalışmalarla ortaya konan ekonomik kriz göstergeleri makroekonomik ve mikroekonomik açıdan ele alınmıştır. Kriz göstergelerinden hareketle krizlerin sınıflandırılması ve buradan hareketle kriz modelleri ele alınmıştır. Özellikle Güneydoğu Asya krizi ardından son yıllarda

geliştirilen, yeni nesil kriz modelleri incelenerek, ilerleyen bölümlerde ele alınan gelişmekte olan ülkelerde yaşanmış ekonomik krizlerin analizine temel oluşturulmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler ele alınmıştır. Bu bölümde yaşadıkları ekonomik krizlerin tipik özelliklerini gösteren ve iktisadi açıdan farklı yapıdaki bazı ülkeler ile Türkiye'nin yaşadığı ekonomik krizler ele alınmış, bu krizlerin uluslararası sermaye hareketleri göz önüne alınarak, öncü göstergeleri ve işleyiş mekanizmaları ele alınmış, aralarındaki benzerlik ve farklılıkları gösterilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın önemi uluslararası sermaye hareketleri, ekonomik krizler ve kriz gösterge ve modelleri ile ilgili olarak yapılan çalışmaların tek bir çatı altında toparlanmaya çalışılmış olması ve ekonomik kriz modelleri ile ekonomik kriz göstergelerinin arasındaki ilişkinin kapsamlı bir biçimde ortaya konmaya çalışılmış olmasıdır.

Çalışma nitel bir yapıda olduğu için ikincil istatistiki verilerden yararlanılmıştır. Bu veriler özellikle IMF'in ve Dünya Bankası'nın istatistik kaynaklarından ve çalışmada yaşadıkları ekonomik krizler ele alınan ülkelerin, başta TCMB olmak üzere merkez bankası ve istatistik kurumu verilerinden elde edilmiştir. Ayrıca çalışmada ele alınan kavramlar için bu konularda yapılan ulusal ve uluslararası bilimsel çalışmalar, makale ve kitaplardan yararlanılmıştır.



# 1. BÖLÜM

## ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

### 1.1 Küreselleşme ve Sermaye Hareketleri

Küreselleşme 20. yüzyılın ortalarından itibaren dünyadaki gelişmelere yön veren bir kavram haline gelmiştir. Küreselleşme ülkeler arasında var olan gümrükler ve kotalar gibi birçok ekonomik sınırı ortadan kaldırarak, üretim faktörlerinin serbest hareket etme olanağını arttırmıştır. Küreselleşme, dünyayı giderek tek bir dev pazar haline getirme yolunda ilerlemektedir. Küreselleşmenin altında yatan düşünce yapısının temelleri merkantalist dönemlere kadar uzanmakla birlikte, küreselleşme serbest dış ticaret fikriyle birlikte gelişmeye başlamıştır. Liberal felsefenin etkisiyle Avrupa ve Amerika'da küreselleşmenin ekonomik altyapısı hazırlanmış, buradan tüm dünyaya yayılarak günümüz dünyasına siyasi, sosyal ve ekonomik olarak yön vermeye başlamıştır. Küreselleşme; ülkeler arasındaki iktisadi, siyasi, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması şeklinde tanımlanmaktadır (DPT, 1995: 1). Sosyal unsurlar da içermesine rağmen küreselleşmenin ana unsuru iktisadidir.

Küreselleşmenin ekonomik yönü; ticari, üretim ve finansal olmak üzere üç ayrı koldan ilerlemiştir. Özellikle 2. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan Dünya Bankası, IMF ve GATT gibi uluslararası ekonomik organizasyonlar dünya ekonomisinde piyasa kurallarının işlemlerini sağlamak için çalışmalar yapmıştır. Böylece ticari anlamda küreselleşme başlamıştır. GATT'in bağlayıcı nitelikte olması ve küresel ticaretin ekonomik büyümeye katkıları, engellemelere rağmen küreselleşmenin desteklenmesine sebep olmuştur. Ülkeler arası ticaretin artmasıyla birlikte bölgesel ekonomik entegrasyonlar ortaya çıkmış ve uluslararası ticaretin daha da yaygınlaşmasını sağlayarak, küreselleşme yolunda büyük bir

sıçramaya sebep olmuştur. Günümüzde Dünya Ticaret Örgütü'ne göre yaklaşık 220 bölgesel ekonomik entegrasyon bulunmaktadır. Bu entegrasyonların yarıya yakını son 15 yıl içerisinde gerçekleştirilmiştir. Bu entegrasyonların başlıcaları kuruluşu 1957 Roma Antlaşması'na uzanan Avrupa Birliği; ABD, Kanada ve Meksika arasında 1993 yılında kurulan NAFTA ile 1989'da Asya – Pasifik ülkeleri arasında kurulan ve ABD, Çin, Kanada, Japonya, Hong Kong, Singapur, Avustralya ve Kore başta olmak üzere 18 ülkeden oluşan APEC'tir. Dünya Ticaret Örgütüne göre bu ekonomik entegrasyonlardan AB dünya ticaretinin %38'ini, NAFTA %22'sini ve APEC ise %31'ini gerçekleştirmektedir. Bölgesel entegrasyonlar ticaretin yani ticari malların serbest dolaşımını sağlamakla birlikte, üretim faktörlerinin de ülkeler arasında dolaşımını fikrini gündeme getirerek finansal liberalleşmeye de katkıda bulunmuştur.

Bölgesel ekonomik entegrasyonların yanı sıra çok uluslu şirket kavramı da ikinci dünya savaşından sonra ortaya çıkmış, bu şirketlerin güçlenmesi üretimin ana ülkeden pazar ülkeye yönelmesi eğilimine sebep olmuştur. Küresel üretime yön veren çok uluslu şirketler direkt uluslararası sermaye yatırımlarında, yabancı ülkedeki fiziki sermayeye sahip olan ve bunu işleten firmalar, olarak tanımlanmaktadır (Oksay: 1998: 1). Bugün dünya genelinde faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin sayısı 60 binin üzerine çıkmış durumdadır, bu şirketler dünya toplam üretiminin üçte ikisini, dünya ticaretinin ise yaklaşık %60'ını gerçekleştirmektedir. Bankalar ve mali kuruluşlar hariç, çok uluslu en büyük 100 işletmenin varlıkları toplamı 1,8 trilyon Dolar'a, yıllık satışları ise 2,5 trilyon Dolar'a ulaşmaktadır (Tağraf, 2002: 38). Dünya genelinde toplam varlıklar, net satışlar ve piyasa değeri bakımından yapılan değerlendirmeye göre en büyük beş çok uluslu firma sırasıyla Citi Group, General Electric, Bank of America, America Intl Group ve HSBC Group'tur. Avrupa Birliği başta olmak üzere gelişmiş ekonomilerde, sosyal haklardaki gelişmelerin etkisiyle artan işgücü maliyetleri, çevre fonları ve diğer bazı maliyet arttırıcı unsurlar, çok uluslu firmaların üretimlerini, maliyetlerin daha düşük olduğu gelişmekte olan ülkelere yönlendirmesine sebep olmuştur. Ticari küreselleşmenin etkisiyle dünya genelinde ürünlerini ve kendilerini tanıtabilen çok uluslu firmalar, finansal küreselleşmenin de yardımıyla üretimi, ana ülke dışına taşıyarak, yüksek miktarlarda uluslararası sermaye hareketlerinin gerçekleşmesine sebep olmuşlardır. Özellikle 2000'li yıllarla birlikte Çin Halk Cumhuriyeti 1990'lı yıllarda başlattığı ekonomik reformların karşılığını almaya başlamış ve çok uluslu şirketlerin yatırımlarını çekmeyi başarmıştır. 2000'li yılların başından itibaren üretim başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülkelere doğru yönelme eğilimi göstermektedir.

1980’li yıllardan itibaren ise küreselleşmenin bir boyutu olarak finansal liberalleşmenin yaygınlık kazandığı görülmektedir. Finansal liberalleşme; ülkelerin değişik ülke piyasalarına yönelmekte olan uluslararası sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırarak, ülke içi finansal piyasaların dünya piyasaları ile bütünleşmesine izin vermeleridir (Seyidoğlu, 2006: 171). Kendisine yatırım olanağı arayan fon sahipleri de, dünya genelinde ki finansal serbestlik sayesinde çeşitli ülke piyasalarına yatırım yapma imkanına sahip olmuş, bu iki gelişmeyle birlikte finansal küreselleşme büyük ölçüde gerçekleşmiştir. 1990’lı yılların hemen başında ABD’de tahvil piyasasının yabancılara açılmasını sağlayan “SEC 144 A Yasası”, aynı yıllarda Japonya finansal piyasalarına yabancıların girme serbestliğini sınırlandıran 65 sayılı yasanın yürürlükten kaldırılması ve AB ülkelerinin tüm sınırları kaldırma girişimlerinin finansal piyasaları da kapsıyor olması, küreselleşme olgusuna hız katmıştır (Parasız, 1995: 147). Teknolojik devrimle el ele gelişen, sermayenin yeni coğrafyaları hızla etki alanına almasıyla ilerleyen bu sürecin, kapitalizmin 1870-1911 yılları arasındaki hızlı yayılma ve gelişme dönemine benzediği de görülmektedir (Akkaya, 1998: 430).

Sonuç olarak günümüzde ekonomik küreselleşmenin en önemli unsurlarından birisini sermaye hareketleri oluşturmaktadır. Direkt yatırımlar şeklinde ya da finansal piyasalara yapılan yatırımlar şeklinde gelişen sermaye hareketleri ekonomi politikalarına ciddi oranda etki edebilecek büyüklüğe kavuşmuştur. Ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyleri ve ekonomi politikalarının ihtiyaçları yüzünden ortaya çıkan sermaye hareketleri dünyayı finansal piyasalar alanında birleştirme yönünde ilerlemektedir.

## **1.2 Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri (Kompozisyonu)**

Uluslararası sermaye kavramı genel olarak bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan yani diğer ülkelerden elde edip ekonomik gücüne ekleyebileceği mali veya teknolojik kaynaklar olarak nitelendirilebilir. Ancak uluslararası sermaye hareketleri kavramı derinlemesine incelendiğinde farklı türleri nedeniyle kategorilere ayrılarak tanımlanması ve incelenmesi gerektiği görülür.

Uluslararası sermaye hareketleri sınıflandırıldığında öncelikli olarak yapılan yatırımın sermayesinin kaynaklarına göre devlet veya özel sektör sermayeli yatırımlar olarak iki gruba

ayrıldığı görülmektedir. Resmi sermaye veya devlet sermayesi kaynaklı uluslararası sermaye hareketlerinin, fon kaynaklarını devletler ya da uluslararası kuruluşlar oluşturduğundan, hibeler ve uluslararası kuruluş fonları olarak iki ayrı kısımda incelenebilirler. Hibeler devletlerin yada uluslararası kuruluşların bir başka devlete karşılıksız olarak sağladıkları parasal fonlardan oluşmaktadır. Uluslararası kuruluşlardan sağlanan fonları ise Dünya Bankası gibi kuruluşların büyük ölçekli yada kalkınma amaçlı yatırımlara ve sosyal amaçlı projelere sağladığı krediler ve yardımlar ile IMF gibi kuruluşların sağladığı makroekonomik istikrarı sağlama amacı güden krediler oluşturmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin diğer kolunu ise özel sektör kaynaklı uluslararası sermaye hareketleri oluşturmaktadır. Özel sermaye hareketlerinin de niteliklerine göre sınıflandırılması, tanımlanmasını kolaylaştıracaktır. Ancak özel sermaye hareketlerinin sınıflandırılması konusunda literatürde kesin bir görüş birliği yoktur. Örneğin Avrupa Birliği mevzuat ve yönetmeliklerinde yabancı sermaye hareketleri 13 ayrı kalem halinde sınıflandırılmıştır. Bunlar; direkt yatırımlar; taşınmaz mal yatırımları; sermaye piyasasında işlem gören senetlere ilişkin transferler; kolektif yatırım şirketleri katılma belgelerine ilişkin transferler; para piyasasında işlem gören senetler ve diğer araçlara ilişkin transferler; mali kurumlardaki cari ve mevduat hesaplarına ilişkin işlemler; toplulukta oturan bir kişinin taraf olduğu ticari işlemlere veya hizmet edimine ilişkin krediler; ticari ikraz ve krediler; teminat mektupları, diğer garantiler ve rehinatı; sigorta sözleşmelerinin ifasına ilişkin transferler; kişisel sermaye hareketleri; mali kıymetlerin fiziki ithal ve ihracı; diğer sermaye hareketleri şeklinde sıralanmaktadır (Töre, 2001: 75). Böylesine geniş bir sınıflandırma, etkin bir tanımlama yapılmasına yardımcı olmayacaktır. Zira bu sınıflandırmada ekonomik etkileri ve vadeleri açısından birbirine benzer veya miktarı oldukça küçük olan bazı kalemler bulunmaktadır.

Daha genel bir sınıflandırmaya göre ise özel sektör kaynaklı uluslararası sermaye hareketleri dolaylı ve dolaysız sermaye hareketleri olarak ikiye ayrılmaktadır (Soydemir, 1998: 4). Buna göre dolaysız sermaye hareketleri uluslararası şirketlerin yabancı bir ülkede doğrudan yada iştirak halinde fiziki sermaye yatırımları ile gerçekleştirdikleri sermaye hareketleridir. Dolaylı sermaye hareketleri ise uzun yada kısa vadeli sermaye yatırımları ile portföy yatırımları gibi parasal nitelikte ve yabancı ülkelerin finansal piyasalarına yönelen uluslararası sermaye hareketleridir. Bir başka görüşe göre uluslararası sermaye hareketleri ise; doğrudan yatırım ve portföy yatırımları olarak ikiye ayrılmaktadır. (İşeri, 2005: 1). Bu

ayırımı göre de doğrudan yatırımlar sadece direkt fiziki sermaye yatırımlarını içermektedir. Portföy yatırımları ise bütün kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları ile portföy yatırımlarını kapsayan bir anlamda kullanılmıştır.

Sermaye hareketlerinin yüzeysel olmayan ve aynı etkilere sahip kalemlere ayrılmadan sınıflandırılması gerekmektedir. Bu yüzden uluslararası sermaye hareketlerinin yönedikleri piyasalar da dikkate alınarak, ödemeler dengesinde de yer alan biçimiyle sınıflandırılması daha sağlıklı olacaktır (Kar - Kara, 2003: 4). Buna göre uluslararası yatırımlar; direkt uluslararası sermaye yatırımları, uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları, kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımları ve portföy yatırımları olarak dörde ayrılmaktadır.

### **1.2.1 Direkt Uluslararası Sermaye Yatırımları**

Direkt uluslararası sermaye yatırımları, özel sektör firmalarının kendi kurulu oldukları ülke dışındaki bir ülkede; bir firmayı satın alma, yeni kuracağı bir firma için kuruluş sermayesi sağlama ya da mevcut bir firmanın sermayesini arttırarak kendilerine bağlı duruma getirmeleri yoluyla yaptıkları yatırımlardır (Seyidoğlu, 1996: 645). Bir başka deyişle direkt uluslararası sermaye yatırımları, bir firmanın yabancı bir ülkede doğrudan veya iştirak halinde yatırım yapması ve yatırımın yönetimine katılması demektir (Aktan, 1999: 1). Bu yatırımları gerçekleştiren firmalara ise çok uluslu işletme adı verilir (Oksay, 1998: 1).

Mevcut işletmelere yönelik ya da yeni bir işletme kurulmasına yönelik yapılan direkt uluslararası sermaye yatırımlar, yatırımı yapan çok uluslu şirketlere fonları karşılığında üretimden kar elde etme imkanı vermektedir. Dolayısıyla yatırımcıların kar elde edebilmesi üretim sürecine bağlıdır. Bu durum direkt uluslararası sermaye yatırımlarının en önemli karakteristik özelliğinin, uzun vadeli yatırımlar olmalarına yol açmaktadır. Direkt uluslararası sermaye yatırımlarının bir diğer özelliği de yatırımcıya karar alma mekanizmalarında söz sahibi olma yetkisini verebilmesidir. Bu durum hisse senetlerine yönelik olarak yapılan direkt yatırımlarla, portföy yatırımlarının bir başka karakteristik özelliğini göstermektedir. Direkt uluslararası sermaye yatırımlarının tanımlanmasında karşılaşılan hataların en önemlisi, aslında direkt uluslararası sermaye yatırımlarının bir başka karakteristik özelliğini göstermektedir. Bu hata, direkt uluslararası sermaye yatırımlarının bazı kaynaklarda sadece finansal akış olarak değerlendirilebilmesinden kaynaklanır (Çapraz - Demircioğlu, 2003: 89). Ancak bu

yatırımlar gerçekte teknoloji, işletmecilik ve teknik bilgi yatırımları gibi parasal olmayan unsurları da içermektedir (Alp, 2000: 220).

### **1.2.2 Uzun Vadeli Uluslararası Sermaye Yatırımları**

Uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin; bankalar, yatırım bankaları ve uluslararası finans kuruluşlarından bir yıl yada daha uzun vadelerde aldıkları kredileri ifade eder (Kar - Kara, 2003: 6).

Makro ekonomik dengelerin acil olarak sağlanabilmesi veya büyük projelerin finansmanı gibi amaçlarla verilen bu krediler, uzun vadeleri dolayısıyla ekonomik dengeleri bozucu etkiler göstermez. Üstelik verimli kullanılmaları ekonomik istikrarı sağlama yönünde başarı sağlanmasına yardımcı olacak ve projeler sayesinde üretimin arttırılmasına katkı sağlayacaktır. Bankacılık sektörünün fon ihtiyacını uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları şeklinde kredi ve sendikasyon kredileri ile sağlaması ise uzun vadeleri sayesinde bankaların yükümlülüklerini karşılamalarını kolaylaştırarak, mali yapılarını güçlendirecektir. Bu durum bankacılık sektörünü şoklardan koruyacak ve finansal piyasaların derinleşmesine katkıda bulunacaktır. Sonuç olarak uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları bankacılık sektörü vasıtası ile de ekonomik istikrara katkıda bulunabilecektir.

Uzun vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin çok ciddi bir kısmı özel sektör değil kamu kaynakları ile sağlanan fonlarla gerçekleşir. Başta diğer ülkeler olmak üzere IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar bu tür resmi kaynaklı sermaye hareketlerini finanse etmektedirler. Son yıllarda özellikle Dünya Bankası'na bağlı olarak çalışan başta IFC (International Finance Corporation) gibi kuruluşlar uzun vadeli uluslararası sermaye hareketleri içerisinde ağırlık kazanarak yönlendirici rol almaya başlamışlardır. IFC'nin gerçekleştirdiği en önemli fonksiyon, uzun vadeli sermaye hareketlerini kamu sektörüne fon sağlamak için değil, özel sektör yatırımlarına fon sağlamakta kullanılması için yönlendirmesi ve bizzat yatırımcı olarak sermaye hareketlerine sebep olmasıdır. 1950'li yıllardan itibaren faaliyette olmasına rağmen 2000 yıllardan itibaren küçük ve orta boy işletmelere de kredi ve yatırım olanakları sağlaması uzun vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin önemli ölçüde artmasına sebep olmuş ve bu kuruluşun önemini arttırmıştır. Çok uzun vadelerde olmaları ve piyasalara doğrudan yönelmemeleri uzun vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik dengeler üzerinde ciddi etkileri olmamasına sebep olmaktadır.

### 1.2.3 Kısa Vadeli Uluslararası Sermaye Yatırımları

Kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımları; vadesi bir yılın altında olan krediler, kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır (Alp, 2000: 183). Kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının gerçekleşmesinin ve çeşitli ülkelere yönelmesinin en önemli sebebi, yatırımcıların faiz - kur arbitrajından yararlanma ve finansal aktiflerden yüksek getiri sağlama isteğidir (Kar - Kara, 2003: 6). Kamu kesiminin yada firmaların genellikle kısa vadeli açıklarını karşılayabilmek için kullandıkları kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımları çok yüksek likiditeye sahiptirler.

Kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının en önemli özelliği olan sahip oldukları yüksek likidite, yabancı sermayenin ister spekülatif amaçlı olsun, ister ihtiyat yada kar amaçlı olsun, yöneldikleri ülkeleri çok kısa sürede terk edebilmelerine imkan sağlamaktadır. Örneğin Türkiye’de yaşanan Şubat 2001 krizinin, sadece ilk birkaç gününde yaklaşık 4.9 milyar Dolar’lık kısa vadeli uluslararası sermaye yurtdışına çıkmıştır. Güneydoğu Asya krizinde ise sadece 1998 yılında krizden etkilenen ülkeleri terk eden kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının miktarı 45 milyar Dolar’dan fazla olmuştur (Aktan - Vural, 2004: 1). Kriz boyunca krizden etkilenen ülkelerin borsalarından çıkan uluslararası fonların toplam miktarı ise 200 milyar Doları bulmuştur (Akdiş, 2002: 13). Bu büyüklükte ve çabuklukta ülkeleri terk eden uluslararası sermaye yatırımları makro ekonomik dengeleri kolaylıkla bozabilecektir. Örneğin döviz piyasasını ele alırsak, kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının ülkeleri terk ederken uluslararası konvertibilitesi olan para birimlerine dönüştürülmesi, ülke para birimlerinin değerlerini düşürebilecektir. Yaşanan sermaye çıkışının örneklerdeki boyutlara ulaşması ise ülke ekonomilerinde yıkıcı etkiler oluşturabilecektir.

Kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının veya bir başka deyişle sıcak paranın ekonomi üzerinde sahip olabileceği bu tür olumsuz etkiler, gelişmiş ülkelerde sorunlara yol açmazken, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik krizlere kadar ilerleyen gelişmelere sebep olabilmektedir. Bu durumun başlıca sebepleri gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarının sahip olduğu yüksek etkinlik ile bu ülkelerin ve şirketlerinin sahip oldukları yüksek kredibilitedir (Alp, 2000: 185). Gelişmiş ülkeler etkin ve derinleşmiş sermaye piyasaları sayesinde ödemeler dengesini dikkate alarak uluslararası sermaye kalemlerini nitelikleri itibarıyla birbirlerine kolaylıkla değiştirebilmektedir. Ayrıca sahip oldukları düşük ülke riskinin sağladığı yüksek kredibilite ile gelişmiş ülkeler daha uzun vadeli kredi bulabilme imkanına

sahip olmaktadır. Oysa gelişmekte olan ülkeler ekonomik özellikleri, sermaye piyasalarının yapıları ve sahip oldukları yüksek ülke riski sebebiyle uluslararası sermaye yatırımları nitelik yada vade yönünden değiştirmekte zorlanmakta, düşük kredibiliteleri sebebiyle kısa vadeli uluslararası sermayeye mecbur kalmaktadırlar. Yatırımcılar, bu tür ülkelere uzun vadeli fon sağlama konusunda çekimser davranmaktadır.

#### **1.2.4 Portföy Yatırımları**

Portföy yatırımları yatırımcısına sahiplik ve kontrol hakkı vermeyen, yöneldiği ülkenin demeler dengesi ve döviz kurlarına direkt olarak etki edebilen fon akımlarıdır (Krugman - Obstfeld, 1991: 3). Portföy yatırımları; özel sektör menkul kıymetleri, kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları yöneldikleri finansal araçların yapıları itibari ile kısa, orta ve uzun vadeli yatırımlar olabilmektedir (DPT, 1995: 26). Ancak vadelerinden bağımsız olarak portföy yatırımları yüksek likiditeye sahip menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Yöneldikleri piyasalardan istedikleri anda çıkabilmeleri portföy yatırımlarının böylesine yüksek bir likiditeye sahip olmasını sağlamaktadır. Bu durum makro ekonomik dengeler üzerinde, kısa vadeli yatırımlarla aynı etkilere sahip olmalarına sebep olmaktadır (Alp, 2000: 197). Portföy yatırımlarının ağırlıklı kısmını özel sektör işletmeleri ve fon sahibi bireylerin, kısa vadeli yatırımları oluşturmaktadır. Uluslararası portföy yatırımları 1980'lere kadar genellikle banka kredilerinden oluşmaktayken, 1982 yılında yaşanan dünya borç krizinin ardından eurotahvil, yabancı tahvil, futures, opsiyonlar ve hisse senetleri gibi sermaye piyasası alet ve işlemleri şeklinde gelişmişlerdir (DPT, 1995: 22). Özellikle uluslararası sermaye piyasalarının gelişen teknolojinin de yardımıyla birlikte giderek entegre olması, hisse senetlerine yönelen portföy yatırımlarının likiditesini daha da arttırmakta, fon sahiplerinin piyasalar arasında daha sık geçiş yapabilmesine olanak vermektedir. Bu durum portföy yatırımlarının genel yapısı içinde kısa vadeli portföy yatırımlarının ağırlığını nispi olarak, özellikle banka mevduatlarından oluşan orta ve uzun vadeli diyebileceğimiz portföy yatırımlarına göre büyük lde arttırmaktadır.

Uluslararası portföy yatırımlarının makroekonomik değişkenlere, dolayısıyla ekonomik dengelere direkt etkileri olduğu için ekonomi politikalarının belirlenmesi ve uygulanmasında dikkate alınmaları gerekmektedir. Zira sahip oldukları likidite, ülkeden yaşanabilecek bir uluslararası sermaye kaçışı halinde ülkedeki mali piyasalar üzerinde yıkıcı



etkilere sebep olabileceği gibi kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarında olduğu gibi döviz piyasalarında da şoklara sebep olabilecektir.

Portföy yatırımları ve kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının ekonomik dengeler üzerinde oluşabilecek olumsuz etkiler bakımından aynı özelliklere sahip olmaları, portföy yatırımlarının son yıllarda genellikle kısa vadeli olarak piyasalara yönelmesi ve uluslararası sermaye hareketleri içerisinde gittikçe rakamsal olarak büyüyerek önem kazanması nedeniyle; IMF, TCMB gibi kuruluşlar sermaye hareketleri ile ilgili bazı istatistiklerde kısa vadeli yatırımlar yerine portföy yatırımlarını dikkate almaktadır (İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü, 2006: 4). Portföy yatırımlarının sahip olduğu yüksek likidite ve spekülasyon amaçlı olarak kullanılabilmesi, kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımları ile birlikte sıcak para terimi ile adlandırılmasına sebep olmaktadır. IMF istatistik ve çalışmaları da incelendiğinde uluslararası sermaye hareketlerinin veya bir başka deyişle yatırımlarının sınıflandırmasında portföy yatırımları ve kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımlarının aynı anlamda kullanıldığı görülebilmektedir (IMF, 2006: 240). Bu sebeplerle çalışmanın ilerleyen bölümlerinde kısa vadeli yatırımlar ile nitelikleri itibarı ile vadeleri kısa olan araçlara yönelen portföy yatırımları yer yer aynı anlamda kullanılacaktır.

### **1.3 Sermaye Hareketlerinin Önemi ve Tarihsel Gelişimi**

Uluslararası sermaye hareketlerinin rakamsal büyüklüğü genel olarak 1990'lerden itibaren artış eğilimine girmiş olmakla birlikte, uluslararası konjonktüre bağlı olarak bazı yıllarda düşüş eğilimi göstermiştir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketleri bölgelere göre de farklılıklar göstermiştir.

#### **1.3.1 Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonundaki Gelişmeler**

İkinci dünya savaşından sonra savaş sırasında yaşanan teknolojik gelişmeler, yıkılan ülkelerin inşasının oluşturduğu ekonomik canlanma, Avrupa ülkelerinin Marshall Planı çerçevesinde aldıkları büyük miktarlarda yardımlar ile Okyanusya ve Güneydoğu Asya Ülkelerinin bağımsızlıklarına kavuşması dünya ekonomisinde hızlı bir büyümeye yol açmıştır (DPT, 2001: 1). Aynı dönemde GATT piyasaların serbestleşmesi yolunda çalışmaları başlatmış, liberalizasyon hareketlerinin ilk örnekleri görülmeye başlamıştır. İlerleyen yıllarda

savaş sonrası oluşan konjonktüründe etkisiyle ekonomileri hızla gelişen Kuzey Atlantik ülkeleri ile Japonya'da büyük oranda sermaye birikimi sağlanmıştır. 1960'lı yıllara gelindiğinde Avrupa Birliği entegrasyon sürecini devam ettirmek ve oluşan sermaye birikiminin Birlik içerisinde paylaşımını sağlamak için, sermayenin serbest dolaşımı ile ilgili ilk yazılı direktifi onaylamıştır (Töre, 2001: 75).

1970'lere gelindiğinde ise büyüme oranları hızla düşmüş, ekonomi literatürüne stagflasyon terimini dahil eden ekonomik durgunluk ve hızla artan enflasyon sorunu bir arada ortaya çıkmıştır (Yılmaz, t.y.: 10). Dolar-altın bağının kopartılmasıyla Bretton Woods sistemi çökmüş, liberal ekonomiler krize girmiştir (İnsel - Sungur, 2000: 2). Keynesyen politikaların stagflasyon krizine çözüm bulamaması, Neo-klasik politikaların ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Yaşanan ekonomik krizden çıkış için önerilen politikalar ise deregülasyon, üretim ve mali piyasalarda serbestlik, dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasını içermektedir (İnsel - Sungur, 2000: 2). Uygulanan Neo-klasik yada Neo-liberal politikalar; ekonomiyi devlet müdahalesinden uzak tutmuş, liberal iktisadi öğretinin laissez faire felsefesini yeniden canlandırmıştır (Yılmaz, t.y.: 10). Yaşanan krizin uygulanan yeni politikalar neticesinde atlatılmaya başlanması, Neo-klasik akımın önerdiği bu politikalara desteği arttırmıştır. Gelişmiş ülkelerde 1970'li yıllara kadar artan sermaye birikimi ile oluşan fonlar, yaşanan finansal serbestlik ile birlikte ülkeler arasında daha çok kar elde edebileceği piyasalara geçiş yapmaya başlamıştır. Kriz sonrasında reel yatırımlardan kaçınan yatırımcıların, finansal piyasalara yönelmesiyle kısa vadeli uluslararası yatırımlar ve portföy yatırımları dünya ekonomisinde etkili bir değişken haline gelmeye başlamıştır.

1980'li yıllara kadar gelişmekte olan ülkelerin borç stoklarında yaşanan sürekli artışlar, bu ülkeleri ciddi bir borç ödeme sorunuyla baş başa bırakmıştır. 1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon krizinden olumsuz etkilenen gelişmekte olan ülkeler, bu dönemde ortaya çıkan petrol krizi ile birlikte ekonomilerinde ciddi sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Siyasi istikrarsızlıklarında etkisiyle, liberal reformları hayata geçirmekte tam olarak başarılı olamadıklarından, makroekonomik dengeleri bozulmuştur. Ekonomik istikrarı yakalayarak büyümeyi gerçekleştirmek isteyen gelişmekte olan ülkeler içinde buldukları ekonomik darboğazdan kurtulmak, yatırımlarını finanse edebilmek ve borç stoklarını daha fazla arttırmamak için kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerine yönelmiş, portföy yatırımlarının önündeki engelleri kaldırma yoluna gitmişlerdir. Aynı dönemde doğu bloğunun

çökmesi uluslararası sermayenin hareket alanını genişletmiş, özellikle yaşanan özelleştirmeler küresel sermayenin dünya geneline yayılmasına sebep olmuştur.

1990'lara gelindiğinde liberal reformların büyük ölçüde dünya geneline yayılmış olması yani finansal serbestleşmenin gerçekleşmesi, dünya genelinde yaşanan sermaye hareketlerinin tarihin en üst seviyelerine ulaşmasını sağlamıştır. Bu dönemde kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin ve portföy yatırımlarının parasal büyüklüğü, direkt uluslararası sermaye yatırımlarının hatta dünya üretim ve ticaretinin önüne geçmiş, başta gelişmekte olan ülkeler de olmak üzere dünya genelinde yüksek bir mobilite kazanmıştır (İnsel - Sungur, 2000: 3). Bu dönemde uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili olarak en çok dikkat çeken özelliklerden birisi ise sermaye akımlarının, kamu kaynaklı olmaktan hızla çıkmaya başlayarak, özel sektör kaynaklı bir yapıya dönüşmesidir. Tablo 1'de görüldüğü gibi gelişmekte olan ülkelere yönelen resmi ve özel nitelikli sermaye hareketlerinin, toplam sermaye hareketleri içindeki oranı ciddi bir biçimde değişmiştir. 1989 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin %50'si resmi kaynaklı iken, bu oran her geçen yıl düşmüş 1993 yılında %26'ya, 1998 yılında ise %18'e kadar gerilemiştir. Aynı dönemde özel kaynaklı uluslararası sermaye hareketlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki oranı ise %50'den, %82'ye çıkmıştır. 2000'li yıllarda ise resmi sermaye hareketlerinin özel sermaye hareketlerine oranı düşmeye devam etmiş 2001 ve 2005 yılları dışında %10 seviyesinin altında kalmıştır. Özel kaynaklı uluslararası sermaye hareketlerinin oranının bu şekilde artması 1990'lı yıllardan itibaren artık ülkelerin borçlanma ihtiyaçlarını yada cari açıklarının finansmanını başka ülkelere değil, özel sektör kaynaklı uluslararası finans piyasalarından sağlamaya başladığını ortaya koymaktadır. Bu durum 1970'lerde yaşanan borç krizinin bir daha tekrarlanmasını güçleştirirken, borçlanma ile dış politika ve siyaset arasındaki bağda azalmaya başlamıştır.

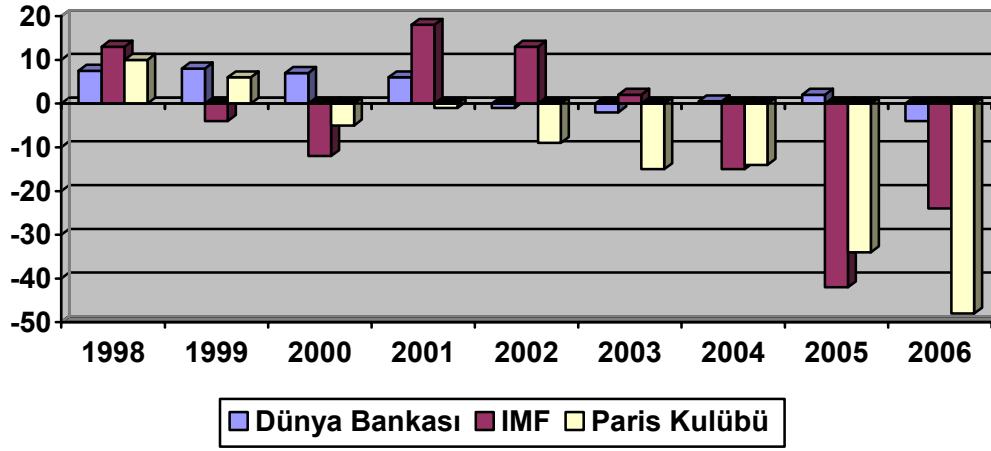
**Tablo 1. 1989-1998 Yılları Arasında Başlıca Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen  
Resmi ve Özel Sermaye Hareketlerinin Toplam Uluslararası  
Sermaye Hareketlerine Oranı (%)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Resmi Sermaye Akımları</i>	50	57	52	35	26	23	28	22	19
<i>Özel Sermaye Akımları</i>	50	43	48	65	74	77	72	78	81
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Resmi Sermaye Akımları</i>	18	8	4	15	3	4	6	15	12
<i>Özel Sermaye Akımları</i>	82	92	96	85	97	96	94	85	88

Kaynak: Alp, 2000: 188 Worldbank, 2007: 37 Verilerinden Derlenmiştir

Özellikle 1998 yılından sonra oransal olarak resmi kaynaklı uluslararası sermaye hareketleri azalsa da, miktarlarında ciddi bir artış yaşanmıştır. Bu durumun ardında ise 1990'ların sonundan itibaren gelişmekte olan ülkelere ard arda yaşanan ekonomik krizler yatmaktadır. IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kurumları ve bazı gelişmiş ülkeler kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelere krizlerin yayılmaması ve krizin etkilerinin azaltılması için bu dönemde büyük miktarlarda krediler sağlamıştır. Grafik 1'de 1998-2006 yılları arasında başlıca uluslararası finans kuruluşları olan Dünya Bankası, IMF ve Paris Kulübünün gelişmekte olan ülkelere sağladıkları kredilerin ve kredi ödemelerinin yani resmi sermaye hareketlerinin net miktarları Dolar bazında görülmektedir. 1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizinin ardından bölge ülkelerine yapılan ekonomik yardımların etkisiyle bu dönemde resmi sermaye hareketlerinde grafik 1'de görüldüğü gibi artış yaşanmıştır. 2001–2002 yıllarında ise Arjantin ve Türkiye'nin yaşadıkları ekonomik krizler resmi sermaye hareketlerinde yine bir artışa sebep olmuştur. Ancak 2003 yılından itibaren bu kuruluşlardan gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketleri negatif değerler almaya başlamıştır. Bu durumun sebebi ise Rusya, Türkiye, Uruguay gibi birçok ülkenin başta IMF olmak üzere uluslararası kuruluşlara olan borçlarını hızla geriye ödemeleridir (World Bank, 2007: 40).

**Grafik 1. 1998 – 2006 Yılları Arasında Başlıca Uluslararası Kuruluşlardan Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Fon Hareketleri (Milyar Dolar)**



Kaynak: World Bank, 2007: 40

Özel sektör kaynaklı uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir sonucu olarak gelişmekte olan ülkelerin serbest piyasa koşullarına uyma konusunda ciddi bir zorlama ile karşı karşıya kaldığı görülmüştür. Zira özellikle gelişmekte olan ülkeler, düşük faiz oranları ile sermaye ihtiyaçlarını uluslararası sermaye hareketleri ile karşılayabilmek için sermaye hareketlerini kendi piyasalarına çekme ihtiyacıyla karşılaşmıştır. Sermaye hareketlerini çekebilmek için ise yabancı yatırımcıları ikna etme konusunda diğer gelişmekte olan ülkelerle rekabet içine girmek zorunda kalmışlardır. Böylece aynı zamanda piyasalardaki yatırımcıların istikrarlı ve disiplinli piyasaları ödüllendirme, aksi halde ise yüksek faiz oranları ve hatta sermaye çıkışları ile cezalandırmaları imkanı oluşmuştur. Pareto Optimalitesi dikkate alındığında; bu şekilde rekabetçi hale gelen sermaye hareketleri piyasalarının daha etkin çalışacağı varsayımı ortaya atılabilecektir. (İnsel - Sungur, 2000: 4). Pareto Optimalitesi'ne göre; bir bireyin faydasının yada bir malın üretiminin artırılmasının bir başka bireyin faydasının yada bir başka malın üretiminin azaltılmadan yapılamaması, bir piyasada etkinliğin sağlandığını göstermektedir. Pareto Optimalitesi'nin genel koşulu ise tam rekabet piyasası varsayımlarıdır. Dolayısıyla bir piyasada tam rekabet piyasası koşullarına yaklaşılması, o piyasanın etkinliğinin optimum seviyeye yaklaşmasını sağlayacaktır. Uluslararası sermaye hareketlerinin rekabetçi bir ortama yönelmesi, bu piyasada etkinliği artırarak optimal seviyeye ulaşılmasına yardımcı olacaktır.

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, özel sektör kaynaklı uluslararası sermaye hareketlerinin artan önemi ile paralel bir biçimde spekülatif sermaye hareketlerinin payının da

hızla geliştiği yolunda görüşler ileri sürülmeye başlanmıştır. Spekülatif sermaye hareketleri ileride oluşabilecek fiyat dalgalanmalarından yararlanarak kazanç sağlama amacıyla çeşitli ülke piyasalarına yönelen kısa vadeli ve yüksek likiditeye sahip sermaye hareketleridir. Başta 1994’de yaşanan Meksika ve 1997’de yaşanan Güneydoğu Asya krizi olmak üzere Latin Amerika, Rusya ve Türkiye’de yaşanan ekonomik krizler kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin veya bir başka deyişle sıcak para hareketlerinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Bazı gelişmekte olan ülkeler yaşanan bu krizlerin ardından sıcak para hareketlerinin engellenmesi için kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin ve yabancı portföy yatırımlarının sınırlanması yolunda önlemler almışlardır (Akdiş, 2004: 17).

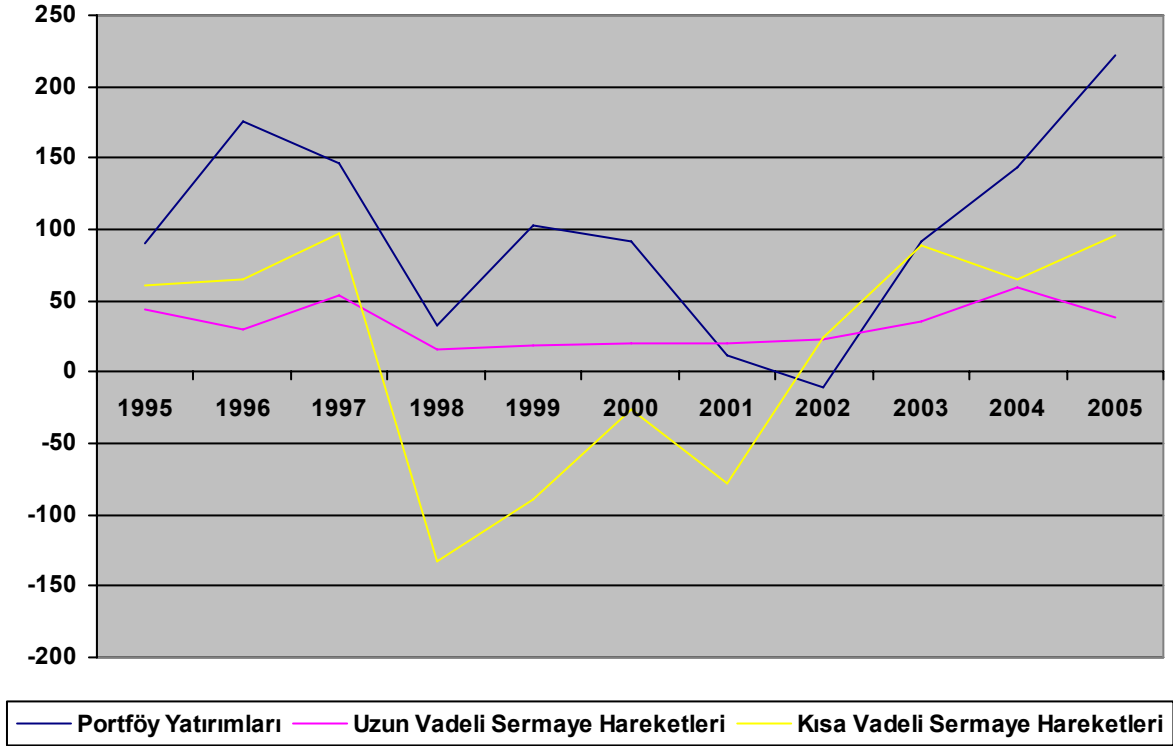
Tablo 2’de gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli ve uzun vadeli uluslararası sermaye hareketleri ve uluslararası portföy yatırımlarının 1995-2005 yılları arasındaki değerleri görülmektedir.

**Tablo 2. 1995 – 2005 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Piyasalarına Yönelen Uluslararası Net Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Portföy Yatırımları</i>	89,5	176,0	146,9	32,3	102,7	91,7	11,4	-10,7	91,1	143,6	221,7
<i>Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	43,4	30,1	53,5	16,3	18,7	20,3	20,5	23,1	35,6	59,5	38,2
<i>Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	61,2	65,4	96,8	-132,8	-88,9	-26,2	-78,1	24,9	88,4	64,5	95,2

Kaynak: IMF, 2006: 154 , Worldbank WDI, 2007 Verilerinden Derlenmiştir

**Grafik 2. 1995 – 2005 Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerin Piyasalarına Yönelen Uluslararası Net Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)**



Kaynak: IMF, 2006: 154

Grafik 2’de de görülebileceği gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketleri 1995 – 1997 yılları arasında yükseliş eğilimi göstermiştir. Bu dönemde uzun vadeli sermaye hareketleri 43,4 milyar Dolar seviyelerinde gerçekleşmiş, 1997’ de ise 53,5 milyar Dolar’a yükselmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri 1995 yılında 61,2 milyar Dolar seviyesindeyken 1997 yılında 96,8 milyar Dolar seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde portföy yatırımları ise 89,5 milyar Dolar seviyesinden 146,9 milyar Dolar seviyesine yükselmiştir. 1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya ekonomik krizinin ardından 1998 yılından itibaren ise uluslararası sermaye hareketleri grafik 2’de de görülebileceği gibi bir düşüş içerisine girmiştir. Yatırımcıların gelişmekte olan ve krizden etkilenen ülkelerdeki yatırımlarını çekmesiyle özellikle kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinde ciddi düşüş yaşanmıştır. 1998 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli uluslararası sermaye hareketleri -132,8 milyar Dolar seviyesine gerilemiştir. 2001 yılına kadar negatif değerler almaya devam eden kısa vadeli net uluslararası sermaye hareketleri rakamları bu yıldan itibaren tekrar artmaya başlamıştır. Dalgalı bir seyir izlemekle birlikte 2003 yılında 88,4 milyar Dolar, 2005 yılında ise 95,2 milyar Dolar seviyesine yükselmiştir. Uzun vadeli

sermaye hareketlerini ise kriz yılında 16,3 milyar Dolar'a kadar düşmüştür, 2002 yılından itibaren de yükselmeye başlamış 2004 yılında 59,5 milyar Dolar, 2005'te 38,2 milyar Dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Tablo 2'de görüldüğü gibi Güneydoğu Asya krizinin yaşandığı 1997 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımları da ciddi bir düşüş eğilimi içine girmiştir. 1999 – 2000 yılları arasında yaklaşık 100 milyar Dolar seviyesinde gerçekleşirken 2001 yılında Türkiye ve Arjantin gibi bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler portföy yatırımlarının 2001 yılında 11,4 milyar Dolar, 2002 yılında ise -10,7 milyar Dolar seviyesine düşmesine sebep olmuştur. Krizlerin etkilerinin ortadan kalkmasıyla birlikte uluslararası portföy yatırımları, kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları gibi yükselişe geçmiş, 2005 yılında 221,7 milyar Dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

### **1.3.2 Sermaye Hareketlerinin Bölgelerarası Dağılımı**

Gelişmekte olan ülkelere yönelen özel sektör kaynaklı uluslararası sermaye hareketlerinin kompozisyonu kadar bölgesel dağılımının belirlenmesi de önemlidir. Tablo 3'de kısa vadeli ve uzun vadeli uluslararası sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının toplamı dikkate alınarak, yüzdesel olarak hangi bölgedeki gelişmekte olan ülkelere ne kadar uluslararası sermayenin yöneldiği gösterilmiştir. 1997 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketlerinin %42,79'unun Latin Amerika'ya, %14,75'inin Orta ve Doğu Avrupa'ya, %4,21'inin ise Afrika ve Ortadoğu'ya, %38,25'inin ise Güneydoğu Asya'ya yöneldiği görülmektedir. Bu veriler uluslararası sermayenin çok büyük bir kısmının Latin Amerika ve Güneydoğu Asya'daki gelişmekte olan ülkelere yöneldiğini, Afrika ve liberal ekonomiye yeni geçen Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine ise oldukça düşük miktarlarda uluslararası sermayenin yöneldiği görülmektedir. Ancak 1997-1998 yıllarında yaşanan Güneydoğu Asya krizinin bölge ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketlerini azalttığı görülebilmektedir. Zira krizin etkilerinin geçmeye başladığı 1999 yılından itibaren bölgeye yönelen sermaye hareketlerinde artışlar olmuş, 2003 yılında %54,64'e kadar yükselmiştir. Latin Amerika dikkate alındığında bölgeye yönelen sermaye hareketlerinde 2000'li yıllardan itibaren ciddi bir düşüş eğilimi yaşandığı görülmektedir. 1990'lı yıllarda sürekli ekonomik kriz yaşayan bölge ülkeleri 1994 Meksika ve 1997 Brezilya krizinin ardından son olarak 2001'de Arjantin'de yaşanan ekonomik krizle sarsılmış, uluslararası sermaye hareketlerini çekme konusunda başarısız olmaya başlamıştır. 2000 yılında toplam uluslararası sermaye hareketlerinin %35,83'ü bölgeye yönelirken 2003 yılında bu oran %13,65'e, 2006 yılında ise %9,18'e kadar gerilemiştir.



**Tablo 3. 1997-2006 Yılları Arasında Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (%)**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Latin Amerika</b>	42,79	44,14	44,65	35,83	30,23	27,35	13,65	10,82	13,48	9,18
<b>Orta - Doğu Avrupa</b>	14,75	11,7	11,26	11,25	12	15,85	29,4	35,69	39,28	40,85
<b>Afrika Ortadoğu</b>	4,21	4,25	4,05	3,33	4,44	4,08	2,31	8,91	4,81	4,5
<b>Güneydoğu Asya</b>	38,25	39,91	40,04	49,59	53,33	52,72	54,64	44,58	42,43	45,47

Kaynak: World Bank WDI, 2007 - IIF, 2006: 8 - IIF, 2007: 6 Verilerinden Derlenmiştir

Orta ve Doğu Avrupa'daki eski doğu bloğu ülkeleri ise Latin Amerika ülkelerinin aksine 2000'li yıllardan itibaren toplam sermaye hareketlerinin içinden sürekli daha fazla bir bölümü kendilerine çekmiştir. Tablo 3'de görüldüğü gibi 1997 yılında %14,75'lik uluslararası sermaye hareketi bölgeye yönelmiştir. 1998'de Rusya ve 1997'de Brezilya 2000'lerin başında ise Türkiye ve Arjantin'i etkileyen ekonomik krizler ardından 2000 yılında bölgeye yönelen uluslararası sermayenin oranı %11 seviyesine düşmüştür. Ancak bölge ülkelerinin liberal ekonomiye geçiş reformlarını son derece hızlı yapmaları ve Avrupa Birliğine üye olmalarıyla uluslararası sermaye hareketlerini ciddi bir biçimde çekmeye başlamışlardır. 2004 yılında bölge ülkelerine toplam uluslararası sermaye hareketlerinin %35,69'u yönelmiş, 2006 yılında ise bu oran %40,85'e kadar yükselmiştir. Afrika ve Ortadoğu ülkeleri ise ekonomileri ve finansal piyasaları yeterince gelişmediği için uluslararası sermaye hareketlerinin sadece yaklaşık %4'lük bir kısmını bölgeye çekebilmektedirler.

#### **1.4 Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler**

Uluslararası sermaye hareketlerinin ortaya çıkma sebepleri genel olarak iki başlık altında incelenmektedir (Alp, 2000: 190). Bunlardan birincisi bu fon akımlarının yöneldiği veya bu akımları çekmek isteyen ülkelerin ekonomilerinin yapıları açısından oluşan sebepler, yani içsel (pull) faktörlerdir. İkincisi ise uluslararası konjonktürün durumu ve fon sahipleri açısından ortaya çıkış sebepleri, yani dışsal (push) faktörlerdir. Bu faktörlerin hangilerinin daha etkili olduğuna dair iktisatçılar arasında önemli bir tartışma mevcuttur, Calvo,

Leiderman ve Reinhart gibi bazı iktisatçılar dışsal faktörlerin; Corbo ve Hernandez gibi bazı iktisatçılar ise içsel faktörlerin uluslararası sermaye hareketlerini çekme açısından daha önemli ve daha etkili olduğunu iddia etmektedirler (Kaya, 1998: 27). Konuya ilişkin tartışma özellikle 1990'lı yıllarda Latin Amerika'ya yönelen uluslararası sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik araştırmalarla yapılmaya başlanmıştır. Bu konuda iktisat literatüründe kesin bir görüş birliği olmamakla beraber her iki faktörün de sermaye hareketlerini açıklamada etkili olduğu görülmektedir.

### **1.4.1 İçsel Faktörler**

Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen içsel faktörler, ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanan (Kaya, 1998: 27) veya ülkelerin ekonomileri ve finansal piyasalarında kendi mevzuat ve iç dinamikleriyle uluslararası sermaye hareketlerini çekebilmek için gerçekleştirdikleri reformlardan kaynaklanan faktörlerdir (Alp, 2000: 190). İçsel faktörleri bu tanımından da yola çıkarak ülkenin ekonomik yapısının kendisine ait özelliklerinden ortaya çıkan “ekonomik yapı özellikleri” ve ülkede otoriteler tarafından seçilip uygulanan ekonomi politikaları ile tercihlerinden kaynaklanan “ekonomik politika özellikleri” olarak iki ayrı grup altında incelemek mümkün olacaktır.

#### **1.4.1.1 Ekonomik Yapı Özellikleri**

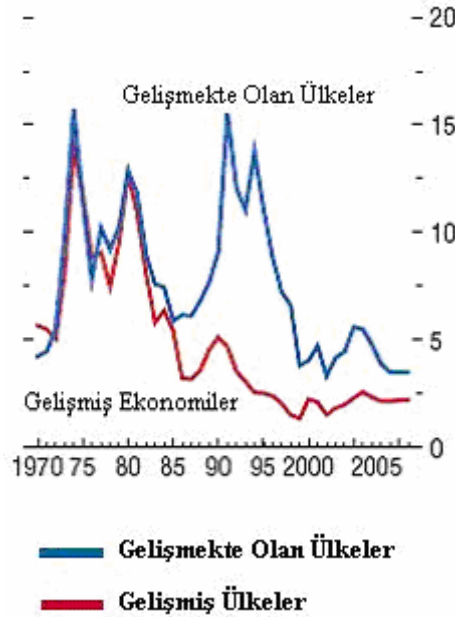
Ekonomik yapı özellikleri ülke ekonomilerinin kendi dinamikleri yüzünden ortaya çıkan, ekonominin yapısal özelliklerinden kaynaklanan içsel faktörlerdir. Ekonomik yapı özellikleri ekonomi otoritelerinin kararlarından bağımsız olarak gelişen unsurlardır. Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen içsel faktörlerden; fiyat istikrarı, döviz kuru istikrarı, ve sermaye piyasalarının derinliği fonksiyonları ekonomik yapı özelliklerinden kaynaklanmaktadır.

##### ***1.4.1.1.1 Fiyat İstikrarı***

Ekonomik yapı özellikleri açısından bakıldığında uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen içsel faktörlerin başlıcası, makroekonomik istikrarın sağlandığının da en önemli göstergelerinden biri olan fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarının sağlanmış olması uluslararası yatırımcıların ülke ekonomisinin genel durumu hakkında olumlu bir canya sahip olmalarına

neden olacaktır. Özellikle Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkede, ciddi bir ekonomik problem olarak uzun yıllar devam eden yüksek enflasyon oranları ekonomik istikrarın gerçekleşmesi önünde ciddi bir engel ve risk oluşturmuştur. Ancak 1980’li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik reformlar bu ülkelerde fiyat istikrarı başta olmak üzere makroekonomik istikrar üzerinde olumlu etkiler göstermiştir. Gelişmekte olan ülkeler enflasyon, döviz kuru, faiz oranları ve kamu açıkları olmak üzere ekonomik göstergelerde, olumlu yönde ilerleyen istikrarlı bir görüntü sağlama yolunda önemli adımlar atmışlardır (Kaya, 29: 1998). Grafik 3’de de görüldüğü gibi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon oranları 1980’lerden itibaren düşme eğilimine girmiş, 1990’lı yıllarda özellikle gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan çeşitli ekonomik krizlerle yükselme eğilimi gösterse de 2000’li yıllarla birlikte tekrar düşük bir seyir izlemeye başlamıştır.

**Grafik 3. 1970-2005 Yılları Arası Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Tüketici Fiyat Endekslerinde Ortalama Değişimi (%)**

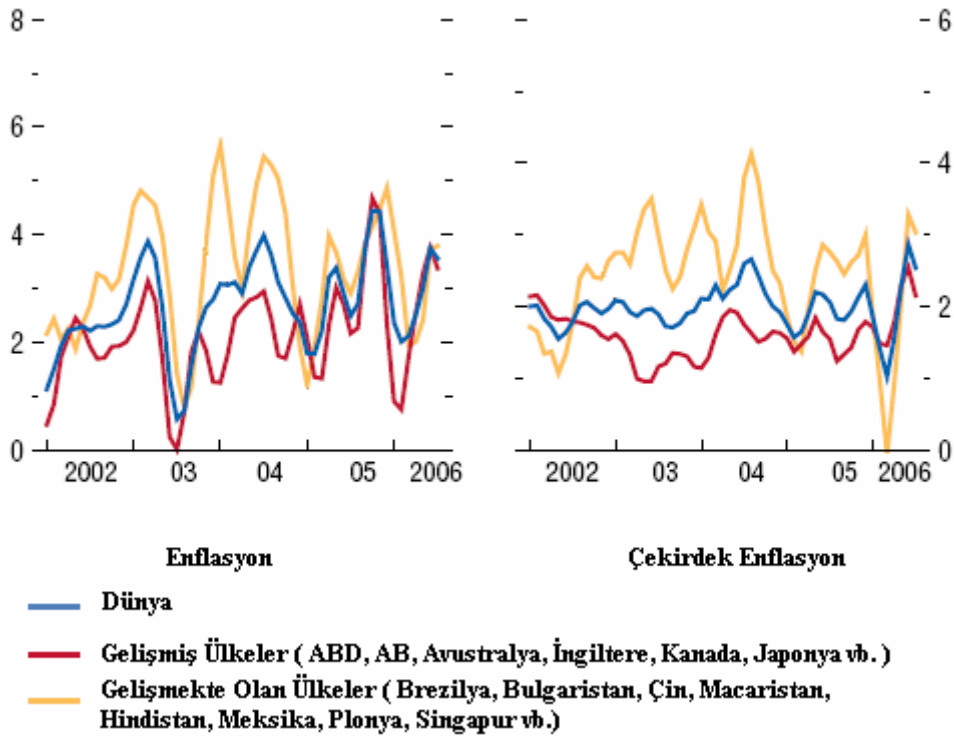


Kaynak: IMF, 2006: 5

Bütün dünya da enflasyon oranlarının ciddi anlamda düşmesiyle, hiper-enflasyon sorunu yaşayan ülke kalmamış genel bir fiyat istikrarı sağlanması yolunda olumlu ilerlemeler sağlanmıştır. Latin Amerika ve Asya’da 1990’larda yaşanan ekonomik krizlere rağmen, kriz yaşayan ülke ekonomilerinin krizlerin ardından toparlanma süreçlerinin hızlı olması ve grafik 3’de görüldüğü gibi enflasyon oranlarının krizlerin ardından tekrar düşük bir seyir izlemesi de bu görünümü desteklemektedir. Petrol fiyatlarında son yıllarda yaşanan dalgalanmaların

dünya genelinde yarattığı enflasyon baskısına rağmen, enflasyon oranları hem gelişmekte olan ülkelerde hem de dünya genelinde yatay bir seyir göstermekte, gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranları birbirine yakınlaşmaktadır (IMF, 2006: 5). Çekirdek enflasyon oranları da aynı şekilde birbirlerine yakın ve düşük seviyelerdedir. Grafik 4’de görüldüğü gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranları 2000’li yıllardan itibaren birbirine yaklaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin bu yıllarda yakaladıkları yüksek büyüme oranları da dikkate alındığında bu ülkelerin fiyat istikrarı ile birlikte makroekonomik açıdan da istikrarlı bir görüntüye sahip oldukları görülmektedir.

**Grafik 4. 2000’li Yıllarda Dünya’da Enflasyon ve Çekirdek Enflasyon Oranlarının Değişimi (%)**

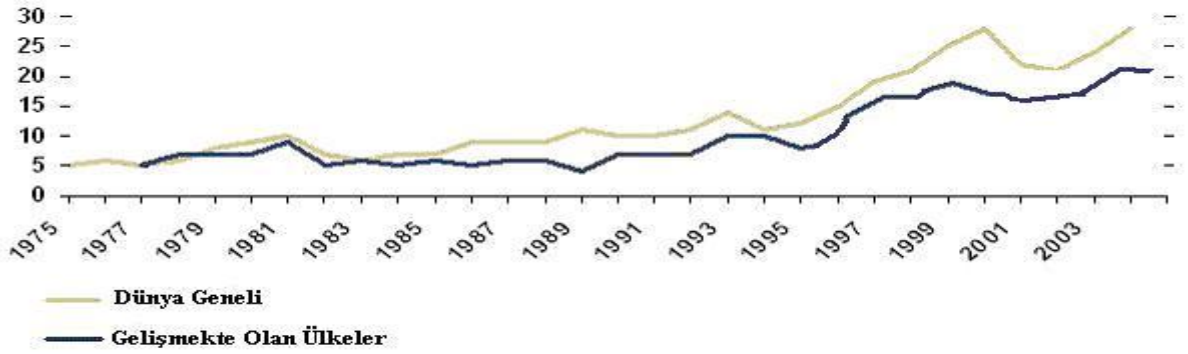


Kaynak: IMF, 2006: 5

Yabancı yatırımcılar açısından fiyat istikrarının sağlanmış olması yatırım kararı için en önemli unsurlardan birisidir. Zira yatırımcılar açısından fiyat istikrarı hem yatırım kararı alma aşamasında hem de yatırımlarını planlama aşamasında çok önemli bir etkidir. Uluslararası yatırımcılar, özellikle piyasalara yakın olmadıkları gelişmekte olan ülkelerde fiyat hareketlerini tahmin etmede yerli yatırımcılar kadar başarılı olamayacaklardır. Bu durumda uluslararası yatırımcılar enflasyon oranlarını dikkate alacak ve fiyat istikrarını sağlayamamış ülkelere yatırım yapmaktan kaçınacaklardır. Aksi durumda fiyat istikrarını

sağlamış olan ülkeler ise yatırımcılara güven verecekleri ve yatırımlarını uzun vadeli olarak planlamalarına olanak sağlayacağı için uluslararası yatırımları çekmede önemli bir avantaj kazanacaklardır. Bu sebeple enflasyon oranlarını büyük ölçüde düşürerek fiyat istikrarı sağlayan gelişmekte olan ülkeler uluslararası sermaye hareketlerini çekmede önemli bir avantaj sağlayacaklardır.

**Grafik 5. 1975 – 2003 Yılları Arasında Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Dünya ve Gelişmekte Olan Ülkeler GSYİH'larına Oranı (%)**



Fiyat istikrarının uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki etkisini görebilmek için grafik 3'deki gelişmekte olan ülkelerin tüketici fiyat endekslerinin gelişimi ile grafik 5'de yer alan sermaye akımlarının karşılaştırılması yeterlidir. Grafik 5'de görüldüğü gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli uluslararası sermaye akımları ciddi bir artış içerisindedir. Enflasyon oranlarındaki düşüş yani ekonomik istikrara paralel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin artış gösterdiği ortadadır.

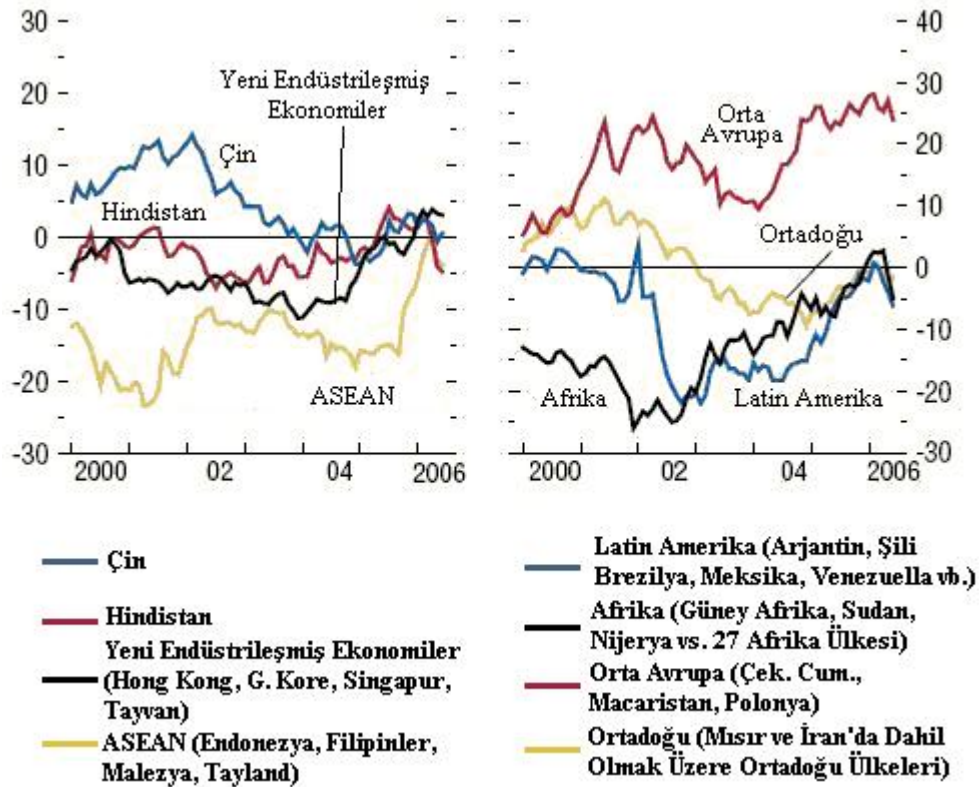
#### **1.4.1.1.2 Döviz Kuru İstikrarı**

Ekonomik yapı açısından uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen içsel faktörlerden bir diğeri ise yine makro ekonomik dengenin sağlanmasıyla bağlantılı olarak ülkelerin başarılı döviz kuru rejimleri uygulayarak döviz kuru istikrarını sağlamış olmalarıdır.

Döviz kuru istikrarı uluslararası yatırımcıların yatırım kararlarını iki ayrı bakımdan etkilemektedir. Öncelikle döviz kuru istikrarının sağlanması, tıpkı fiyat istikrarının sağlanmasındaki gibi makroekonomik dengenin sağlanmış olduğunun en önemli göstergelerinden birisidir. Döviz kuru istikrarının sağlanmadığı bir ülkede döviz kurunda

yaşanan dalgalanmalar, piyasayı yeterince tanımayan yabancı yatırımcıların risklerini arttıracığından ve istikrarsız döviz kurunun ülke ekonomisi için kriz riski oluşturmasından dolayı, güvenlerini kaybetmelerine sebep olacağından yatırım yapmaktan kaçınmalarına sebep olacaktır. İkinci olarak istikrarsız bir döviz kuru yatırımcılar açısından konvertibilite sorununa yol açacaktır. Uluslararası yatırımcılar özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik yatırımlar gerçekleştirdiklerinde sahip oldukları fonları, yatırımı gerçekleştirdikleri ülkenin para birimine çevireceklerdir. Yatırımlarını belirli bir süre sonra geri almak istediklerinde fonlarını tekrar uluslararası konvertibiliteye sahip Dolar yada Euro gibi para birimlerine çevireceklerdir. Döviz kuru istikrarını sağlayamamış bir ülkede yerel para biriminin aşırı değer kaybetmesi uluslararası yatırımcıların ülkeden çıkarken yatırımlarını konvertibil para birimine çevirdiklerinde getirilerinin, hatta fonlarının çok büyük bir kısmını kaybetmelerine sebep olabilecektir. (Alp, 2000: 191). Bu sebeple başarılı döviz kuru rejimleri ve politikaları uygulayabilen ülkeler yatırımcıları çekmede daha başarılı olacaklardır.

**Grafik 6. Dünya’da 1990 Yılı Baz Alındığında 2000’li Yıllarda Reel Döviz Kuru Değişimleri (%)**



Kaynak: IMF, 2006: 9

Grafik 6’da görüldüğü gibi tüm dünyada döviz kurlarında 2000 yılından itibaren genel bir istikrar eğilimi gözlenmektedir. 90’lı yılların sonlarında yaşanan Güneydoğu Asya ekonomik krizine rağmen 2000’li yıllarda döviz kurlarında istikrarın giderek sağlandığı ve tüm dünyada reel döviz kurlarının birbirlerine yaklaştığı görülmektedir. Orta Avrupa ülkeleri olarak grafikte gösterilen Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya’da döviz kurlarının yüksek bir seyir izlemesinin sebebi ise bu ülkelerin para birimi olarak Euro kullanmaları ve Euro’nun Dolar karşısında yüksek bir değer izlemesidir.

**Tablo 4. Portföy Yatırımlarının 2000’li Yıllarda Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Seyri (Milyon Dolar)**

	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Dünya Toplamı</i>	12 710 831	14 115 834	19 035 886	23 260 711	25 716 812
<i>Hong Kong</i>	205 600	244 068	334 912	400 863	436 570
<i>Malezya</i>	2 279	2 534	1 865	3 248	3 781
<i>Arjantin</i>	11 543	11 774	13 115	14 741	16 270
<i>Güney Afrika</i>	29 741	30 068	40 752	47 304	64 686
<i>Polonya</i>	1 537	2 729	4 143	6 712	8 769
<i>Mısır</i>	1 307	1 121	1 389	1 790	2 151

Kaynak: IMF, 2007: 1

Portföy yatırımlarının likiditesinin çok fazla olması ve döviz kurlarını rahatlıkla etkileyebilmesi gibi portföy yatırımlarının da döviz kurlarından etkilenebilmesi söz konusudur. Dolayısıyla uluslararası sermaye hareketlerinin döviz kuru istikrarı ile ilişkisini değerlendirebilmek için; döviz kurlarındaki değişimle gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası portföy yatırımlarının değişimini incelemek yeterli olabilecektir. 2000’li yıllarda dünya genelinde gerçekleşen uluslararası portföy yatırımlarına bakıldığında, döviz kurlarında istikrara yönelen hareketlere paralel olarak döviz kuru istikrarını sağlayan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının giderek arttığı tablo 4’de görülmektedir. Örnek olarak alınan, grafik 6’da da yer alan Hong Kong, Malezya, Arjantin, Güney Afrika, Polonya, Mısır gibi bazı ülkelerin döviz kuru istikrarını genel olarak sağladıkları 2000’li yıllarda, bu ülkelere yönelen uluslararası portföy yatırımlarının bazı istisnai dalgalanmalar dışında düzenli olarak arttığı

tablo 4’de görülmektedir. Bu durum döviz kuru istikrarı ile uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmektedir.

#### ***1.4.1.1.3 Sermaye Piyasalarının Derinliği***

Sermaye piyasalarının derinliğinin sağlanmış olması ekonomik yapıdan kaynaklanan uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer içsel faktördür. Uluslararası yatırımcılar özellikle portföy yatırımlarını yönlendirirken, yatırım yapacakları ülkenin sermaye piyasalarının derinliğinin sağlanmış olmasına dikkat edeceklerdir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının derinliğinin sağlanamaması ciddi ekonomik sorunlar oluşturmaktadır. Derinliği sağlanamamış sermaye piyasaları hem uluslararası hem de yerli yatırımcılara güven vermeyeceğinden, bu piyasalara fonların yönlendirilmesi ciddi ölçüde zorlaşacaktır. Ayrıca derinliğin sağlanamamış olması piyasaların sık sık dalgalanmalara maruz kalmasına ve konjonktürel etkilere sert fiyat düşüşleriyle karşılık vermesine sebep olacaktır. Sermaye piyasalarının bu kırılgan yapısı spekülative sermaye hareketlerine de zemin hazırlayacak, ekonomik krizler yaşanması ihtimalini güçlendirecektir. Bu olumsuz etkilerin giderilerek makro ekonomik istikrarın tehlikeye atılmaması için gelişmekte olan ülkeler sermaye piyasalarını derinleştirme yolunda önlemler almakta böylece uluslararası sermaye hareketlerini de çekerek, derinleşmeyi daha da arttırmaya çalışmaktadırlar.

Sermaye piyasalarında derinleşmeyi sağlamanın başlıca yolu borsada derinleşmenin sağlanmasıdır. Borsada derinleşmeyi sağlayacak unsurlar ise; borsaya kote olan şirket sayısını arttıracak önlemler alınması, borsanın piyasa değerinin arttırılması, borsalarda yoğunlaşmanın önlenmesi, işlem hacminin arttırılması ve yeni sermaye piyasası araçları üretilerek sermaye piyasalarında çeşitliliğin arttırılmasıdır. Bu uygulamalar derinleşmeyi sağlayarak uluslararası yatırımcıları çekme konusunda etkili olacak uygulamalardır. Çünkü sığ olmayan, derinleşmiş sermaye piyasaları ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenecek ve sermaye piyasalarına yapılan yatırımlar daha güvenli hale gelecektir. Ancak derinleşmeyi sağlayacak bu unsurlar, ekonomi otoritelerinin kararlarından çok, ekonomik yapının gelişmesiyle sağlanabilecek unsurlardır.



**Tablo 5. 2004-2007 Yıllarında AB Ülkeleri ile Türkiye Borsalarında  
Derinlik ve Sermaye Hareketleri Etkileşimi**

<i>Ülke</i>	<i>Borsa</i>	<i>Piyasa Değeri (mil. Euro)</i>	<i>Piyasa Değeri / GSYİH</i>	<i>Şirket Sayısı</i>	<i>İşlem Hacmi (mil. Euro)</i>	<i>Yabancı Sermaye / GSYİH</i>
<i>Almanya</i>	Deutsche Börse	855 452	%40	866	1 142 607	%23
<i>Avusturya</i>	Viyana	44 811	%30	125	9 792	%35
<i>Danimarka</i>	Kopenhag	93 679	%50	194	59 765	%37
<i>Finlandiya</i>	Helsinki	135 001	%95	145	145 645	%42
<i>Fr., Hol., Bel., Por.</i>	Euronext	1 646 178	%68	1 047	1 702 990	
<i>İngiltere</i>	Londra	1 950 266	%123	2 692	3 175 111	%68
<i>İrlanda</i>	İrlanda	67 444	%51	66	38 758	%349
<i>İspanya</i>	İspanya	575 766	%77	3 223	820 517	%37
<i>İsveç</i>	Stockholm	232 295	%87	282	267 155	%33
<i>İtalya</i>	İtalya	487 446	%37	279	721 659	%18
<i>Lüksemburg</i>	Lüksemburg	29 598	%126	242	364	%2 031
<i>Yunanistan</i>	Atina	82 264	%54	340	34 887	%26
<i>Türkiye</i>	İstanbul	54 665	%26	285	87 047	%7

Kaynak: World Bank, 2007 ve TSPAKB, 2004: 54

Sermaye piyasalarında ekonomik yapılarına uygun bir şekilde derinleşmeyi sağlamış olan Avrupa Birliği'nin 15 eski üye ülkesi ile, derinleşmenin tam olarak sağlanamadığı Türkiye'nin sermaye piyasalarının, derinlik açısından tablo 5 yardımıyla karşılaştırılması mümkündür. Öncelikli olarak piyasa değeri açısından Türkiye'de borsanın, Lüksemburg borsası dışında bütün ülkelerin borsalarından geride olduğu dikkat çekmektedir. Her ne kadar borsaya kote olan firma sayısı açısından Türkiye tablo 5 içerisinde 6. sırada yer alsa da, dünya genelinde 26. sırada yer alabilmektedir (IFC, 2001: 40). 87 milyar Euro'yu aşan işlem hacmi

ise İMKB'nin Finlandiya ve İsveç gibi ülke borsalarının bile gerisine düşmesine sebep olmaktadır.

Sonuç olarak tabloda yer alan ülkelere yönelen yıllık uluslararası sermaye miktarının GSYİH'lara oranları dikkate alındığında, sermaye piyasalarında derinliğin sağlanmasının uluslararası sermayeyi çekme açısından önemi ortaya çıkmaktadır. Piyasa değeri ve işlem hacmi bakımından Türkiye'yi geride bırakan Avrupa Birliği ülkeleri ile Türkiye; uluslararası sermaye hareketlerini çekme konusunda kıyaslandığında, tablo 5'de görüldüğü gibi GSYİH'sının %7'lik oranında uluslararası sermaye yatırımlarını çekebilen Türkiye'nin çok geride kaldığını göstermektedir.

Oysa ekonomik büyüklüğü Türkiye'ye yakın olan İspanya örnek alındığında bu ülkenin piyasalarında sağladığı derinliğin de yardımıyla GSYİH'sının %37'si kadar uluslararası sermaye yatırımını tablo 5'de görüldüğü gibi kendi piyasalarına çekebilmiştir. Yine tablo 5'den örnek olarak Yunanistan değerlendirildiğinde, 82 milyar Euro'luk yüksek piyasa değeri sayesinde, sığ sayılabilecek 34 milyar Euro'luk yıllık işlem hacmine rağmen piyasalarında derinliğin sağlanmış olması sebebiyle GSYİH'sının %26'sı kadar uluslararası sermaye yatırımını piyasalarına çekebilmektedir.

#### **1.4.1.2 Ekonomi Politikası Özellikleri**

Uluslararası sermaye faktörlerini etkileyen ekonomi politikası özelliklerinden kaynaklanan içsel faktörler; liberal politikalar, özelleştirme uygulamaları, sermaye piyasalarına yönelik vergi politikaları ve yasal düzenlemelerdir.

##### ***1.4.1.2.1 Liberal Politikalar***

Ekonomi politikaları açısından uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörlerin ilki liberal politikalarlardır. Uluslararası sermaye hareketlerini çeken içsel faktörlerin belki de en önemlisi, başta gelişmekte olan ülkelerde olmak üzere dünya genelinde gerçekleşen liberal reformlar ve liberal ekonomi politikalarıdır. Özellikle ekonomi politikaları açısından ortaya çıkan faktörlerin aslında tamamının çıkış noktası liberal ekonomi politikalarıdır.

1980’li yıllardan itibaren dünya genelinde liberal ekonomik politikalar etkinlik kazanmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin bir çoğu 1970’lerin sonlarından itibaren liberal ekonomi politikaları uygulamaya başlamıştır. Aynı dönemlerden itibaren özellikle Avrupa Birliği içindeki gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarındaki bazı engelleri kaldırmış, ekonomilerinde tam olarak liberal politikalar uygulamaya başlamışlardır (Wyplosz, 2001: 26). IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası ekonomik kuruluşların ve gelişmiş ekonomilere sahip ABD, AB ve Japonya gibi ülkelerde yönlendirmesiyle hızlanan liberalleşme hareketleri, 1990’larda doğu bloğunun dağılmasıyla dünya genelinde kabul görmeye başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketleri önündeki sınırlandırmaları kaldırarak finansal liberalizasyona gitmeleri, uluslararası sermaye hareketlerinin bu ülkelere yönelmesinin önündeki engelleri kaldırmış, uluslararası sermaye hareketlerinin bu ülkeler tarafından kendi ekonomilerine çekilmesini sağlamıştır (Kaya, 1998: 29).

**Tablo 6. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Liberalizme Geçiş Tarihleri**

Arjantin 1977	Meksika 1989	Güney Kore 1983	Ürdün 1988	Zambiya 1992
Bolivya 1985	Paraguay 1990	Malezya 1991	Kenya 1991	Guatemala 1989
Brezilya 1975	Uruguay 1976	Tayland 1989	Tanzanya 1993	Peru 1980
Şili 1980	Venezüella 1976	Filipinler 1981	Türkiye 1987	El Salvador 1991
Kolombiya 1980	Endonezya 1989	İsrail 1990	Mısır 1991	

Kaynak: Wyplosz, 2001: 26

Tablo 6’da da görüldüğü gibi 1970’lerin ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizm uygulanmaya başlanmıştır. 80’li yıllardan itibaren hız kazanan liberal politikalar 1990’lardan itibaren İsrail, Mısır gibi Ortadoğu ülkelerinde ve siyasi istikrarı sağlayan Zambiya, Tanzanya, Kenya gibi bazı Afrika ülkelerinde de uygulanmaya başlanmıştır. 1990’lardan itibaren doğu bloğunun dağılmasıyla bu ülkelerde de liberal politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Günümüzde Çin ve Vietnam gibi bazı ülkelerinde liberal politikaları benimsemeleriyle Kuzey Kore ve Küba gibi bazı istisnalar dışında siyasi istikrarını sağlamış bütün ülkelerde liberal politikaların uygulandığı söylenebilmektedir.

Grafik 5’de de görüldüğü gibi dünya genelinde yaşanan uluslararası sermaye hareketleri finansal liberalizmin uygulanma alanı bulduğu 1975’lerden itibaren düzenli bir artış eğilimi içine girmiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketleri ise bu ülkelerde özellikle finansal piyasalarda liberal politikaların uygulanmaya başlandığı

1970'lerin ikinci yarısından itibaren ortaya çıkmıştır. Uluslararası sermaye hareketleri 1980'lerde durgun bir seyir izlemiştir, doğu bloğunun dağılması ve böylece Orta Avrupa ülkelerinde de liberal politikaların uygulama alanı bulmasıyla 1990'lı yıllardan itibaren uluslararası sermaye hareketleri tekrar artış eğilimine girmiştir. Liberal politikaların ilk uygulanmaya başlandığı 1970'li yıllarda dünyadaki toplam GSYİH'nın %5'i kadar olan uluslararası sermaye hareketleri, 2005 yılı itibarıyla dünya toplam GSYİH'sının %28'ine ulaşmıştır (World Bank WDI, 2007: 1).

Dünya genelinde yapılan finansal reformlar ve yaşanan liberalleşme süreci, finansal piyasaların bütünleşerek tek bir piyasa gibi hareket etmesine neden olmaktadır. Bu durumun sonucunda ise piyasaların yapıları, yasal mevzuatlarda benzeşmeler olmakta, piyasalardaki kazanç oranları ve faizler birbirine yakınlaşmaktadır. Böylece liberal politikalar uluslararası sermaye hareketlerinin hem ülkelere girerken karşılaşıcağı muhtemel engelleri kaldırmakta, hem de ekonomilere kazandırdığı dinamizmle uluslararası sermaye hareketlerini arttırıcı yönde etki yapmaktadır.

#### ***1.4.1.2.2 Özelleştirme Uygulamaları***

Özelleştirme uygulamaları da uluslararası sermaye hareketlerini büyük ölçüde etkileyen bir başka içsel faktördür. Özellikle direkt uluslararası sermaye yatırımları, özelleştirme uygulamaları gerçekleştiren ülkelerde büyük oranlarda artmaktadır. Bunun yanı sıra özelleştirme uygulamaları mali sistemin ilerlemesini hızlandırmakta, özellikle sermaye piyasalarının oluşumunu ve gelişmesini sağlamakta ve ülkenin mali yönden güçlenmesine katkıda bulunmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmesi ise dolaylı olarak kısa vadeli uluslararası sermaye yatırımları ile portföy yatırımlarını arttırıcı bir rol oynamaktadır. 1980'li yıllardan itibaren hızlanan özelleştirme uygulamaları özellikle gelişmekte olan ülkelerde yoğunlaşmıştır. 1990'lardan itibaren doğu bloğunun dağılmasının ardından liberal ekonomiye geçiş dönemi yaşayan ülkelerin ortaya çıkmasıyla ve genişleme sürecine giren Avrupa Birliği'nin, birliğe aday ülkeleri yönlendirmesiyle özelleştirme uygulamaları hızlanmıştır. Başta IMF ve Dünya Bankası olmak üzere uluslararası ekonomi kuruluşları da yapısal reform ve istikrar politikaları uygulayan ülkelerde, özelleştirmeyi teşvik eden politikalar benimsemişlerdir.

Özellikle, geçiş ekonomileri olarak da adlandırılan, eski doğu bloğu ülkelerinde kamu kuruluşları büyük oranda özelleştirilmiş, uluslararası yatırımcılar bu kuruluşlara cazip fiyatlarla sahip olmaya başlamışlardır (Esen, 1998: 61). Bu ülkelerde özelleştirme uygulamalarının başladığı 1990'lı yıllarda uluslararası sermaye hareketleri büyük bir artış göstermiştir. Ekonomik dönüşümün başladığı 1990-1995 yılları arasında Doğu Avrupa'daki geçiş ekonomilerinin başlıcaları olan Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya'ya yönelen uluslararası sermaye hareketlerinin %48.5'ini, 8,5 milyar Dolar'lık özelleştirme kapsamında gerçekleşen yabancı yatırımlar oluşturmuştur (Karabalık, 1998: 3).

Özelleştirmelerin yavaşlamasına rağmen devam ettiği 2000'li yıllarda ise, Polonya örnek alındığında 2000'li yıllarda gerçekleşen özelleştirmeler ile bu ülkeye yönelen uluslararası sermaye yatırımları arasında doğrudan bir ilişki olduğu gözlenebilmektedir. Polonya'da 2000 - 2005 yılları arasında 14 708 milyar Dolarlık özelleştirme gerçekleşirken (World Bank, 2007), aynı dönemde Polonya'ya yönelen direkt uluslararası sermaye yatırımının miktarı 443 939 milyar Dolar'a, ülkeye giriş yapan portföy yatırımlarının miktarı ise 357 721 milyar Dolar'a ulaşmıştır (National Bank of Poland, 2007). Macaristan'da ise 2000 – 2005 yılları arasında 6 286 milyar Dolar'lık özelleştirme gerçekleştirirken (World Bank, 2007), bu dönemde Macaristan'a giriş yapan uluslararası portföy yatırımlarının toplam miktarı 9 795 milyar Dolar'a ulaşmıştır (Magyar Nemzeti Bank, 2007).

Bu rakamlar uluslararası sermaye yatırımları ile özelleştirme uygulamaları arasındaki bağlantıyı açıkça göstermektedir. Özelleştirilen kuruluşları satın alan uluslararası yatırımcılar ülkeye yönelen direkt uluslararası yatırımların miktarının artmasını sağlamakta, ayrıca başka direkt uluslararası yatırımlarında önünü açmaktadır. Bunun yanı sıra başarılı özelleştirme uygulamaları uluslararası yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde, yatırımcıların ülkelerin ekonomi politikalarına bakışını olumlu yönde değiştirmektedir. Özelleştirme uygulamalarıyla ülkeye yönelen direkt uluslararası yatırımlar, ülkenin yatırımcılar açısından güvenilirliğini arttırmaktadır. Ayrıca özelleştirilen kuruluşları satın alan ülke içi yatırımcıların, finansman için yurtdışı yatırımcılara başvurarak krediler kullanması, ülkeye yönelik uluslararası portföy yatırımlarının ve kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin de artmasına sebep olmaktadır.

#### ***1.4.1.2.3 Yasal Düzenlemeler***

Uluslararası sermaye hareketlerini çeken ekonomi politikası özelliklerinden kaynaklanan içsel faktörlerin sonuncusu ise yasal düzenlemelerdir. Bu yasal düzenlemeler uygulanan sermaye piyasası politikaları ile ilgili yasalar, sermaye piyasalarına giriş çıkışın serbest olması ve yabancı yatırımlarla ilgili yasalardan oluşmaktadır.

Liberal ekonomik reformlar sonucunda dünya genelinde büyük ölçüde sermaye piyasalarına giriş çıkış serbestliği yasalarla sağlanmış olmakla birlikte halen bazı ülkeler, başta ekonomik krizler olmak üzere çeşitli sebepler ileri sürerek sermaye piyasalarına uluslararası sermaye giriş çıkışına çeşitli kısıtlamalar getirmeye yönelebilmektedir. Özellikle Güneydoğu Asya ekonomik krizinden sonra, krizden etkilenen bölge ülkelerinden Endonezya, Filipinler, Malezya ve Tayvan, uluslararası sermaye yatırımlarının anaparalarının yada getirilerinin yurtdışına çıkışına çeşitli yasal kısıtlamalar uygulamıştır (IFC, 2001: 419). Bu ülkelerin sağladıkları kısmi ekonomik başarılarından sonra, bazı gelişmekte olan ülkelerde de benzer ekonomik politikalar uygulanmaya başlansa da, krizin etkilerinin sona ermesinin ardından giriş çıkış serbestliği uygulamalarına tekrar geri dönülmüştür. Ancak planlı ekonomik politikaları benimseyen Çin ve Hindistan hala sermaye piyasalarına uluslararası yatırımcıların girişleri konusunda engelleyici yasaları yürürlükte tutmaktadır. Bu ülkelerde sadece izin verilen yatırımcıların, önceden belirlenmiş hisse senetleri yada finansal enstrümanlara yatırım yapmalarına izin verilmektedir.

Bunun dışında yatırımcıları koruyacak yasal önlemlerin alınması da, uluslararası yatırımları çekme konusunda ciddi bir öneme sahiptir. Özellikle kamuoyunu aydınlatma konusunda standartlar getirilmesi piyasalar hakkında yerli yatırımcı kadar bilgi edinemeyen yabancı yatırımcılara resmi kaynaklardan tam ve etkin bilgi sahibi olma imkanını sağlayacaktır (Alp, 2000: 192). Başta Avrupa Birliği ülkelerinde olmak üzere, birçok ülkede yürürlükte olan şeffaflık yasaları da bilgi edinme konusunda uluslararası yatırımcılara güven vermekte ve yatırım kararlarını olumlu etkilemektedir. Bunların yanı sıra yabancı yatırımcılara koruma sağlayan bazı yasalar da günümüzde birçok ülkede yürürlüktedir. Uluslararası tahkim gibi uygulamalar ise yatırımcılara dünya genelinde tarafsız bir yargı imkanı sağladığından uluslararası yatırımcılar açısından büyük önem taşımaktadır. Özellikle blok satış şeklinde özelleştirilen devlet kurumlarının satışında ortaya çıkan yada finansal piyasalarda yaşanan çeşitli anlaşmazlıklarda uluslararası tahkim uygulamasına onay vermeyen

lkeler, uluslararası sermaye hareketlerini çekme konusunda büyük zorluklar yaşamaktadır. Sonuç olarak uluslararası sermaye hareketlerini çekebilmek için uygun bir ekonomik yapının ve uygun ekonomi politikalarının uygulanmasının yanı sıra kanuni altyapının da mutlaka hazırlanması gerekmektedir.

#### ***1.4.1.2.4 Sermaye Piyasalarına Yönelik Vergi Politikaları***

Ekonomi politikalarından kaynaklanan içsel faktörlerden bir diğeri sermaye piyasası politikalarıdır. Yatırımcılar fonlarını gelişmekte olan ülkelere yönlendirirken kazançlarını doğrudan etkileyecek olan vergi oranlarına ciddi önem vereceklerdir. Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye hareketlerini çekebilmek için yabancı sermaye üzerinden alınan vergileri uygun oranlarda düzenlenmesi gerekmektedir.

Sermaye piyasalarında vergilendirme sermaye piyasalarına yönelmede yatırımcıları etkileyen önemli unsurdur. Uluslararası yatırımcılar piyasalara yatırım yaparken ödeyecekleri vergilerin risk primi tarafından karşılanıp karşılanmayacağını dikkate alacaklardır. Risk primini yetersiz bulmaları halinde ise fonlarını risksiz veya vergilendirme yapılmayan piyasalara ynlendireceklerdir. Bu sebeple birçok gelişmekte olan ülke, uluslararası sermaye hareketlerini teşvik etmek, dolayısıyla sermaye piyasalarına para girişini sağlayabilmek için sermaye piyasası yatırımlarından vergi alınmaması gibi sermaye piyasası politikaları uygulamaktadır. Tablo 7'den de görüleceği gibi gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmı sermaye piyasalarında vergilendirme yapmamaktadır.

**Tablo 7. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Piyasası Kazançlarından  
Alınan Vergilerin Oranları**

	Faiz %	Temettü %	U.V. Sermaye Kazançları			Faiz %	Temettü %	U.V. Sermaye Kazançları
Botsvana	15	15	0		Meksika	4.9	0	0
Brezilya	15	0	0		Fas	0	10	0
Şili	35	35	15		Nijerya	10	10	0
Çin	20	20	0		Pakistan	10	15	0
Çek Cum.	15	25	0		Filipinler	25	25	0.5
Gana	0	10	0		Polonya	30	15	0
Yunanistan	0	35	0		Romanya	1	5.1	1
Macaristan	0	20	0		Slovenya	0	15	0
Hindistan	20	0	10		Tayvan	20	20	0
Endonezya	15	15	0.1		Tayland	15	10	0
İsrail	35	25	0		Tri & Tob	20	15	15
Jamaika	15	15	0		Türkiye	0	5.5	0
Ürdün	0	10	0		Ukrayna	30	15	0
Kenya	15	10	0		Venezüella	1	0	1
Letonya	10	0	0		Zimbabwe	30	15	10
Lübnan	0	10	0					

Kaynak: IFC, 2001: 419

Bazı istisnalar dışında liberal politikaları benimseyen gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası sermaye üzerinden aldıkları vergileri düşürmekte yada hiç vergi almama yoluna gittikleri görülmektedir. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelen sermaye hareketlerinin çalışmanın önceki bölümlerinde yer alan grafik 5’de görüldüğü gibi artmasına sebep olmaktadır.

#### 1.4.2 Dışsal Faktörler

Dışsal faktörler yatırımın yöneldiği ülke koşulları sabitken, yatırımın yönelebileceği diğer ülkelerin koşullarında meydana gelen değişmelerin uluslararası sermaye yatırımlarına

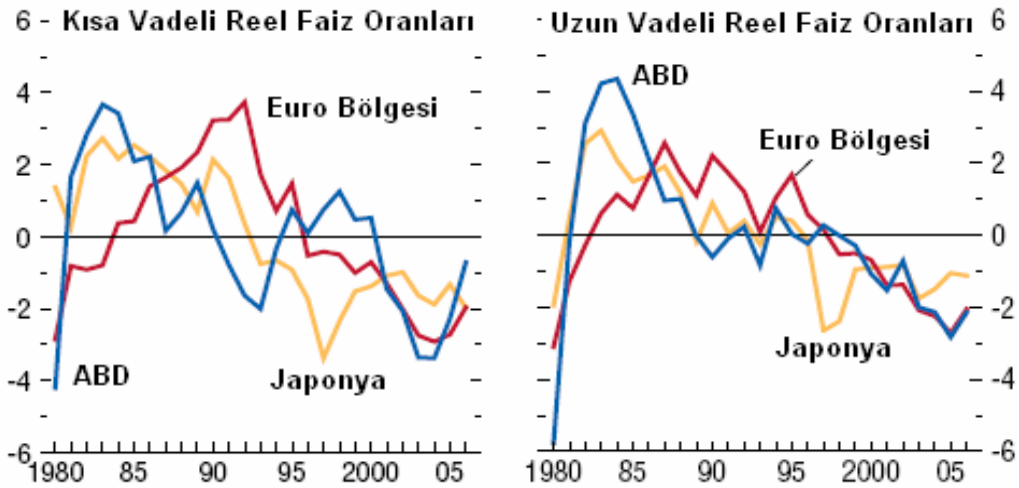


olan etkilerini ifade etmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen birçok dışsal faktör mevcut olmakla birlikte başlıcaları aşağıda açıklanmıştır.

#### 1.4.2.1 Uluslararası Faiz Oranları

Dışsal faktörlerin uluslararası sermaye hareketlerine daha çok etki ettiği savını ortaya atan ve bu faktörler üzerinde çalışmalar yapan Calvo, Leiderman ve Reinhart gibi bazı ekonomistler, bu durumun en önemli sebebinin faiz oranlarındaki gelişmeler olduğunu iddia etmektedirler. Özellikle 20. yüzyılın son çeyreğinde gelişmiş ülkelerde gevşek bir para politikası uygulanması sonucunda faiz oranları ciddi bir biçimde düşmüştür (Esen, 1998: 61).

**Grafik 7. 1980 - 2005 Yılları Arasında Gelişmiş Ülke Piyasalarında Reel Faiz Oranları (%)**



Kaynak: IMF, 2006: 7

**Tablo 8. 1998 – 2006 Yılları Arasında Gelişmiş Piyasalarda Kısa Dönem Faiz Oranları ve Libor Oranları (%)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<i>ABD</i>	4.9	4.8	6.0	3.5	1.6	1.0	1.4	3.2	5.0
<i>Euro Bölgesi</i>	3.7	3.0	4.4	4.3	3.3	2.3	2.1	2.2	3.1
<i>Japonya</i>	0.2	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
<i>Libor</i>	5.6	5.5	6.6	3.7	1.9	1.2	1.8	3.8	5.4

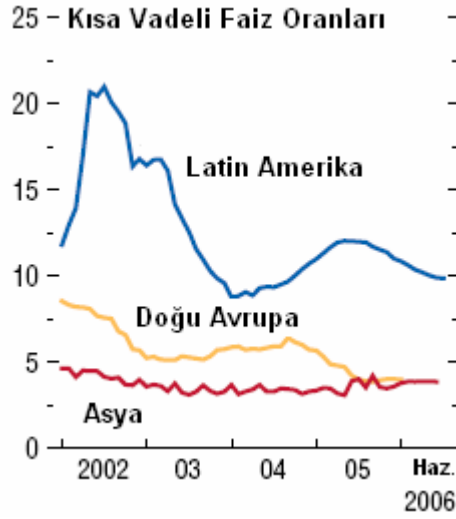
Kaynak: World Bank, 2006: 208

Grafik 7’de görüldüğü gibi ABD, AB ve Japonya gibi gelişmiş ekonomilerde kısa ve uzun vadeli faiz oranları 1980’lerden itibaren yükselme eğilimi ve pozitif bir seyir göstermekteyken, uygulanan gevşek para politikalarının da etkisiyle 1990’lardan itibaren ise bir düşüş eğilimi içine girmiştir. IMF verilerine göre 1980-2006 yılları arasında ortalamalar dikkate alındığında reel faiz oranları bu ülkelerde negatif değerler olarak ortalama %-2 olarak gerçekleşmiştir. Tablo 8’de de bu ülke piyasalarında oluşan faiz oranlarının Libor karşısındaki durumu görülmektedir. Libor; Londra Bankalararası Para Piyasasında, bankaların birbirlerine ABD Dolar’ı üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları faiz oranıdır. Her gün piyasada belirlenerek öğle saatlerinde sabitlenen bu oran dünya genelinde piyasalar tarafından referans faizi olarak kullanılmaktadır. Tablo 8’de görüldüğü gibi ABD, AB ve Japonya piyasalarında kısa vadeli faiz oranları 1998-2006 yılları arasında Libor oranının ciddi bir biçimde altında kalmıştır.

Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde ise liberalleşme hareketleri hız kazanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinin önündeki sınırlamaların bu hareketlerle kaldırılması; bu ülkelerin risk faktörü nedeniyle daha yüksek faiz ödemek zorunda olmaları ile birleşince uluslararası yatırımcılar açısından yatırım yapmanın kolay olduğu cazip piyasalar haline gelmelerine sebep olmuştur. Bu durum; faiz oranları genel olarak düşük bir seyir gösteren gelişmiş ülkelere doğru uluslararası sermaye hareketlerinin yoğunlaşmasına sebep olmuştur. Uzun vade de gelişmekte olan ülkelere yaşanan finansal serbestleşme hareketleri nedeniyle faiz oranları bu ülkelere daha da yükselmiş, yeni kurulmakta olan sığ sermaye piyasaları spekülasyon hareketlere de imkan tanıdığından, faiz oranları gelişmiş ülkelere oranla çok yüksek seviyelere çıkmıştır (Esen, 1998: 61).

**Grafik 8. 2000’li Yıllarda Başlıca Gelişmekte Olan Ülke Piyasalarında**

**Faiz Oranları (%)**



Kaynak: IMF, 2006: 10

Gelişmekte olan ülke piyasalarında oluşan faiz oranlarının seyrini görebilmek için Latin Amerika, Asya ve Doğu Avrupa ülkelerinin ekonomilerini örnek alırsak grafik 8’de görüldüğü gibi 2000’li yıllarda bu ülkelerde faiz oranları pozitif değerler almıştır. Grafik 7 dikkate alındığında gelişmiş ülke ekonomilerindeki faiz oranlarının; Latin Amerika, Asya ve Doğu Avrupa’daki gelişmekte olan ülke ekonomilerinin faiz oranlarına göre oldukça düşük bir seyir izledikleri de görülmektedir. Özellikle spekülasyon sermaye hareketlerine ve ekonomik krizlere maruz kalan Latin Amerika ülkelerinde faiz oranlarının dalgalı bir seyir izlemesi ayrıca dikkate alınması gereken bir durumdur.

Sonuç olarak uluslararası piyasalarda gelişmiş ülke ekonomilerinin faiz oranlarının düşük bir seyir göstererek Libor’un altında kalması yatırımcıların daha yüksek bir getiri sağlamak amacıyla gelişmekte olan ülkelere de yönelmesine sebep olacaktır. Uluslararası faiz getiri oranlarının azalması özellikle kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinin oluşmasında en önemli dışsal etkenlerden birisidir.

#### **1.4.2.2 Uluslararası Ekonomik Konjonktür**

Piyasa koşullarında durgunluk yaşanan ülke ve bölgeler yatırımcılar açısından elverişli ve karlı bir ortamı ifade etmeyeceğinden uluslararası sermaye hareketleri durgunluğun yaşanmadığı ülke ve bölgelere yönelecektir (Alp, 2000: 195). Başta Avrupa Birliği ve

Japonya’da olmak üzere gelişmiş ülkelerde 2000’li yıllarda konjonktürün etkisiyle ciddi anlamda bir ekonomik durgunluk yaşanmaktadır. Büyüme oranları son birkaç yıldır düşük seviyelerde seyretmekte, ciddi anlamda bir işsizlik sorunu ortaya çıkmaktadır. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkeler ise yüksek büyüme oranları yakalamış durumdadır.

**Tablo 9. Dünya Genelinde Kişi Başına Düşen Milli Gelir Seviyelerindeki Değişim Oranları (%)**

	1985 1990	1990 1994	1995 1999	2000	2003	2004	2005	2006
<b>Yüksek Gelir Grubu</b>	3.0	1.5	2.2	1.6	1.4	2.7	1.9	2.0
<b>Düşük Gelir Grubu</b>	2.4	1.4	3.3	3.2	5.1	4.5	5.3	4.7
<i>Doğu Asya ve Pasifik</i>	0.9	4.6	5.0	5.0	4.2	5.5	6.1	5.2
<i>Avrupa ve Orta Asya</i>	1.4	-14.4	-0.7	4.9	6.3	6.7	3.2	4.5
<i>Latin Amerika ve Karayipler</i>	-4.0	-4.0	1.7	0.0	-0.2	1.3	1.5	0.6
<i>Ortadoğu ve Kuzey Afrika</i>	8.1	-1.6	3.3	0.6	0.0	-0.5	0.4	0.3
<i>Güney Asya</i>	3.6	2.7	4.0	3.7	6.1	5.1	5.4	4.8
<i>Sahra Altı Afrika</i>	0.2	-1.8	1.1	1.4	2.5	2.9	3.0	3.8
<b>Orta Gelir Grubu</b>	1.5	1.2	2.7	4.0	4.5	6.3	4.9	4.6
<i>Doğu Asya ve Pasifik</i>	6.4	8.1	5.9	7.1	7.9	8.2	7.4	7.1
<i>Çin</i>	8.2	9.6	8.1	8.4	9.3	9.4	8.6	8.0
<i>Avrupa ve Orta Asya</i>	1.3	-5.8	1.8	5.4	6.0	7.3	5.2	5.0
<i>Latin Amerika ve Karayipler</i>	0.2	1.7	0.9	0.8	0.5	4.5	3.1	2.5
<i>Ortadoğu ve Kuzey Afrika</i>	-1.0	1.8	2.0	2.9	3.3	3.2	3.1	3.7
<i>Güney Asya</i>	1.5	4.3	3.9	3.0	5.1	4.5	3.5	4.8
<i>Sahra Altı Afrika</i>	-0.4	-2.4	1.1	2.3	1.8	3.0	3.6	3.3
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>	1.4	0.9	2.5	3.6	4.3	5.7	4.7	4.5
<i>Geçiş Ekonomileri Dahil Olmadığında</i>	1.7	3.0	2.7	3.4	4.1	5.6	4.7	4.4
<i>Çin Dahil Olmadığında</i>	0.3	-0.7	0.9	2.1	2.3	4.5	3.4	3.3

Kaynak: World Bank, 2006: 24

Özellikle 1990’lı yılların ikinci yarısından itibaren yüksek gelir grubunda yer alan gelişmiş ülkelerin büyüme oranları düşmeye başlamış, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları ise ciddi bir biçimde büyümeye başlamıştır. Tablo 9’da da görülebileceği gibi az gelişmiş ülkelerin 2005 yılında kişi başına düşen milli gelir dikkate alındığında, sağladıkları büyüme oranları ortalaması %5.3, gelişmekte olan ülkelerin ise %4.7 iken, gelişmiş ülkelerin ortalama büyüme oranı %1.9’da kalmıştır (World Bank, 2006: 24). Bu durum gelişmekte olan ülkelerin yatırımcıları çekme açısından, gelişmiş ülkelere göreceli olarak bir avantaj sağladığını ortaya koymaktadır. Ekonomik konjonktürün bu durumu uluslararası yatırımlar yapan fon sahiplerinin çok daha dinamik olan ve hızlı büyüyen

gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmesine sebep olmaktadır. Zira durgunluk yaşayan piyasalarda getiri oranları daha düşük olacak, hızlı büyüyen piyasalarda ise ekonomik büyümenin işaret ettiği ekonomik istikrar piyasaya sürekli yeni yatırımcıların fonlarını çekecektir. Grafik 5’de de görülebileceği gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri yaşanan ekonomik büyümeye paralel olarak hızla artmaktadır.

### **1.4.2.3 Bölgesel Entegrasyonlar**

Bölgesel ticaret anlaşmaları ve kurulan bölgesel ekonomik birlikler uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen bir başka unsurdur. Bölgesel ekonomik entegrasyonlar, üye ülkeler arasında sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırmakta ve sermaye hareketlerini teşvik edici politikaları ise teşvik etmektedir. Bölgesel entegrasyonların sayısında son yıllarda yaşanan artışlar ve entegrasyon seviyesinin artmasıyla sermaye hareketleri önündeki engellerin ortadan kaldırılması, uluslararası sermaye hareketlerini artış yönünde etkilemektedir. 2000 yılı itibarı ile Dünya Ticaret Örgütüne bildirilen ekonomik entegrasyon sayısı 200’ün üzerindedir (Karluk, 2001: 215). Bu sayıya paralel olarak uluslararası sermaye hareketlerinin de entegrasyonlardaki ülkeler arasında artması muhtemeldir.

Bölgesel entegrasyonlar içerisinde bütünleşme seviyesi ve coğrafi genişliği bakımından en önde geleni ise Avrupa Birliği’dir. Avrupa Birliği tam ekonomik birlik yolunda ilerlemenin de etkisiyle, başta birlik içinde olmak üzere sermaye hareketleri önündeki bütün engelleri ortadan kaldırma yolunda ilerlemiştir. Avrupa Birliği’nin temellerinin atıldığı 1957 Roma Anlaşması’nda sermayenin birlik içerisinde sermayenin serbest dolaşımı konusunda ilk düzenlemeler yapılmıştır (Töre, 2001: 74). Bu tarihten sonra çeşitli anlaşmalarla genişletilen sermaye hareketlerine sağlanan serbestlik, birliğin zamanla Portekiz, Yunanistan gibi yeni üye ülkeleri kabul etmesiyle birlikte sermayenin hareket imkanını coğrafi anlamda da genişlemiştir. 1992’de imzalanan Maastricht anlaşması ile Avrupa Birliği; Parasal Birlik oluşturarak tek para birimine geçmiştir. Parasal birliğe geçişin amacı ise üye ülkeler arasındaki döviz kurlarında birliğin sağlanması, tek paraya geçilmesi ve cari işlemler ile sermaye hareketleri üzerine konulan tüm engellerin kaldırılmasıdır (Utkulu, 2005: 109). Günümüzde Avrupa Birliği üye ülkeler arasında bütün sermaye hareketleri çeşitlerinde tam anlamıyla serbestlik sağlamıştır. Avrupa Birliğinde yaşanan genişleme hareketiyle birlikte sağlanan serbestlik üye 27 ülke ve aday ülkelerde de sağlanmıştır. Böylece Avrupa Birliği müktesebatı sayesinde Avrupa kıtasının neredeyse tamamında uluslararası sermaye

hareketleri önünde hiçbir engel kalmadığı gibi bu hareketler teşvik edilmeye başlanmıştır. Önemli bölgesel ekonomik entegrasyonlardan bir diğeri ise NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması)'dır. NAFTA'da Avrupa Birliği gibi üyeleri arasında sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldıran hükümler içermektedir. ABD, Kanada ve Meksika arasında imzalandığı 1992 yılından itibaren Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketlerini olumlu yönde etkileyerek arttırdığı görülmektedir (Kaya, 1998: 28). Asya bölgesinde oluşturulan ASEAN ve APEC gibi entegrasyonlarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yada kolaylaştırılması konusunda çalışmalara başlamıştır. Ancak bölgede yaşanan Güneydoğu Asya ekonomik krizinden sonra bu yöndeki çalışmalar geçici olarak durdurulmuştur.

#### **1.4.2.4 Teknolojik Gelişmeler**

Teknolojide yaşanan gelişmeler ise uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen son dışsal etmen olarak ele alınabilir. Bilgisayar ve haberleşme teknolojilerinde yaşanan gelişmeler bankacılık başta olmak üzere finans piyasalarını etkilemiştir. 20. yüzyılın sonlarından itibaren bilgisayar kullanımı bütün dünyada yaygınlaşmış, dünya genelinde veri aktarımı imkanı sağlayan internet ağı genişletilmiş ve internet ağının veri taşıma kapasitesini arttıran teknolojiler kullanılmaya başlanmıştır. Cep telefonu ve kablosuz ağlar gibi iletişim teknolojisi ürünlerini kullanımı yaygınlaşarak bilişim teknolojisi bütün dünyada yoğun kullanım alanı bulmuştur.

Bilgisayar ve internet teknolojisinde 20. yüzyılın sonlarından itibaren yaşanan gelişmeler neredeyse bütün finansal işlemlerin bilişim teknolojisi ile yapılabilmesini mümkün hale getirmiştir. Özellikle bankacılık alanında internet kullanımının yaygınlaşması, uluslararası fon transferlerinin bilişim teknolojisi yardımıyla birkaç saniyede yapılabilir hale getirmiştir. Böylece finansal kurumlar faaliyet bölgelerini bilişim teknolojilerinin ulaştığı bütün ülkeleri kapsayacak hale getirmişlerdir. Aynı zamanda bütün dünyadaki finansal piyasaların verilerinin internet ortamında sürekli olarak izlenmesi mümkün olmuştur. Fon transferlerinin ve finansal verilerin takibinin kolaylaşması özellikle uluslararası portföy yatırımlarını gerçekleştirmeyi kolaylaştırmıştır. Yatırımcılar bilişim teknolojisi sayesinde çok tanınmayan özellikle gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarını takip etme olanakları bulmuştur. İletişim ağında yaşanan teknolojik gelişmeler bireylerin ve dolayısıyla yatırımcıların bilgi edinmesini de kolaylaştırmış, böylece ekonomi politikaları ve sermaye piyasaları şeffaflaştırmıştır (Özbilen, 2001: 56). Yatırımcılar fonlarının büyüklükleri ne olursa

olsun, dünyadaki bütün piyasalara yatırım yapabilir hale gelmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren finansal kuruluşlar bilişim teknolojisi ile müşterilerine tüm dünyada yatırım yapma imkanı sunmaya başlamıştır. Teknolojide yaşanan bu gelişmeler ve bu durum kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerini ve portföy yatırımlarını arttırma yönünde etkilemiştir. Genel olarak bilişim teknolojilerinde yaşanan teknolojik gelişmeler uluslararası sermayenin hareket kabiliyetini arttırarak, sermayenin küresel hale gelmesinde etkili bir dışsal faktörü olmuştur (Kaya, 1998: 28).

## 2. BÖLÜM

### FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

#### 2.1 Finansal Sermaye Hareketlerinin Olumlu Etkileri

Uluslararası sermaye hareketlerinin yöneldikleri ekonomilerde birçok açıdan olumlu etkileri bulunmasına rağmen bu çalışmada sermaye hareketlerinin başlıca fonksiyonlarından; tasarruf ve sermaye birikimini arttırması, uluslararası kredibilitesinin artması, makroekonomik istikrarın sağlanması ve sermaye piyasalarının gelişmesi fonksiyonları ele alınmıştır.

##### 2.1.1 Tasarruf ve Sermaye Birikimi Arttırma Fonksiyonu

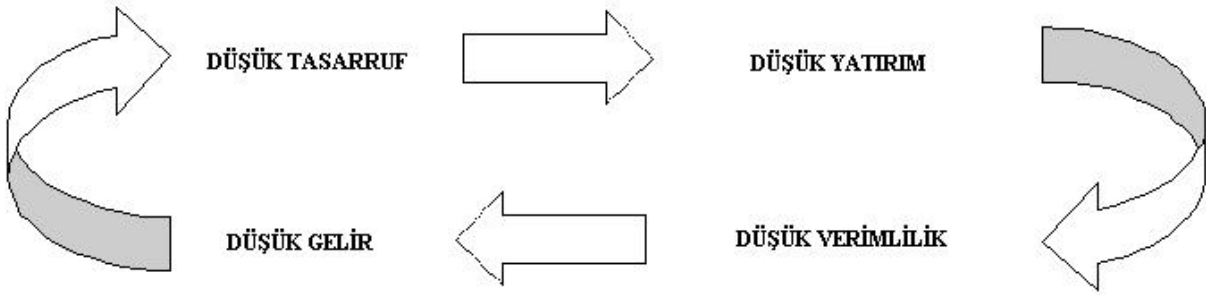
Uluslararası sermaye yatırımlarının olumlu fonksiyonlarının başında, özellikle gelişmekte olan ülkelerin kalkınmaları için en çok ihtiyaç duydukları sermaye faktörünü sağlamasıdır (Alp, 2000: 219). Uluslararası sermaye hareketleri yöneldikleri ülkelerde tasarruf ve sermaye birikimini arttırıcı etkide bulunabilmektedir.

Sermayenin değişik ülkeler arasında hareket etmesinin en önemli sebeplerinden birisi, ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeylerinin farklı olmasıdır. Dünyada 2006 yılında kişi başına düşen milli gelir seviyeleri dikkate alındığında 59 ülkenin az gelişmiş ve 94 ülkenin gelişmekte olan ülkeler arasında yer aldığı görülmektedir (World Bank, 2006: 1). Uluslararası sermaye hareketleri özellikle gelişmekte olan bu 94 ülkeye yönelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya olduğu tipik ekonomik sorunlar uluslararası sermaye hareketlerinin bu ülkelere yönelmesine ve en önemli fonksiyonunun gerçekleşmesine sebep olmaktadır. Bu ekonomilerin ilk belirgin özelliği düşük kişi başına milli gelir seviyeleridir. Gelişmekte olan



ülke ekonomilerinin bir diğer özelliği ise gelir dağılımının dengesiz oluşudur. Bu ülkelerdeki sosyal içerikli yasaların da işlevsel olmaması ayrıca bu dengesizliği arttıran bir unsurdur (Han - Kaya, 2002: 15). Gelir dağılımındaki dengesizlik ise tüketim harcamalarının niteliğine etki edecektir. Bu ülkelerde toplam tüketim içerisinde en büyük kalemlerin gıda maddeleri gibi zorunlu tüketim harcamaları olacağı için, marjinal tüketim eğilimi de yüksek seviyelerde olacaktır. Marjinal tasarruf eğilimi ise bu duruma paralel olarak son derece düşük olacaktır. Bu durum az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yetersiz sermaye birikimi sorununu ortaya çıkartmaktadır. Yetersiz sermaye birikimi az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri, R. Nurkse'un “*az gelişmiş ülkeler, yoksul oldukları için yoksuldur*” biçiminde nitelendirdiği fakirlik kısır döngüsüne sürükler (Han - Kaya, 2002: 36).

**Şekil 1. Az Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Fakirlik Kısırdöngüsü**



Marjinal tasarruf eğiliminin düşük olması, düşük milli gelir seviyeleri ile birleşince sermaye birikimi yetersiz kalır. Yetersiz sermaye birikiminin sonucu ise ödünç verilebilir finansal fonların yetersizliğidir. Bu durum ise ülke ekonomisindeki özel işletmelerin ve hatta devletin yeni yatırımlarını finanse etmek için finansal piyasalardan kaynak bulamamasına neden olur. Böylece finanse edilemeyen yatırımlar yetersiz kalacaktır. Yetersiz yatırımlara bu ülkelerin ortak sosyo-kültürel bazı sorunları eklendiğinde ise verimlilik de düşmektedir. Bütün bu tablonun sonucunda gelir seviyesi düşük olur. Dolayısıyla bu durum bizi ilk hareket noktamız olan düşük milli gelir seviyesine getirir. Nurkse; bu durumun ülkelerin kısır döngü içerisinde denge oluşturmalarına sebep olduğunu söyleyerek, bu tür ülkelerin fakir oldukları için fakir olduklarını ileri sürmektedir (Yavilioğlu, 2002: 57).

Ülkelerin bu kısır döngüden kurtulması ve kendi çabaları ile ekonomik büyüme ve kalkınmalarını sağlayabilmesi neredeyse imkansız görülmektedir. Sermaye ihtiyaçlarını kendi

iç dinamikleri ile karşılayamayan bu ülkeler; yatırımlarını finanse edebilmek ve bu kısır döngüden kurtulabilmek için ülke dışı kaynaklara, yani yabancı sermayeye ihtiyaç duyarlar. Ülkelerin ülke dışı kaynaklardan sağlayarak kendi ekonomik sistemlerine dahil ettiği ve daha sonra geri ödediği bu mali kaynaklara uluslararası sermaye denir (Uras, 1979: 19). Gelişmekte olan ülkeler, piyasalarına yönelen uluslararası sermaye hareketleri ile yatırımlarını finanse edebilmektedir. Böylece oluşan kısır döngü kırılarak artan yatırımlarla üretim miktarını arttırabilmekte, hatta uzun vadede verimlilik sorununu da bir ölçüde çözebilmektedirler. Artan yatırımların, üretimi ve geliri yükseltmesi uzun vadede sermaye birikimini arttıracığından, ekonomik kalkınmanın sürdürülebilir bir şekilde devam etmesi sağlanabilecektir. Gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek seviyelerde tasarruf yapma imkanı bulabilmesi, sermaye birikimi yetersizliği sorununu aşarak yatırımlarını iç dinamikleriyle finanse edebilmelerini sağlayacaktır.

### **2.1.2 Ülkenin Uluslararası Kredibilitesini Arttırma Fonksiyonu**

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir diğer olumlu etkisi ise yöneldiği ülkenin uluslararası kredibilitesini arttırması fonksiyonudur. Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından uluslararası sermaye hareketlerini çekme konusunda başarılı olunması uluslararası piyasalarda güvenilirliklerinin artmasına sebep olacağından ciddi bir önem taşımaktadır. Bu tür sermaye girişlerindeki başarı, yatırımcıların bu ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikalarına duydukları güven ve desteğin göstergesi olarak değerlendirilir (Esen, 1998: 62). Ülke ekonomisine olan güvenirliliğin artması ise hem özel sektörün hem de kamu sektörünün finans piyasalarında kredibilitesini yükseltecektir.

Son yıllarda üzerinde sıkça durulmaya başlayan kredibilite kavramı, hem ekonomi politikalarına hem de politikaların amaçlarına, ekonomi çevrelerinin güven derecesini işaret etmektedir (Erçel, 2000, 1). Özellikle finans çevrelerinde göz önüne alınan kredibilite kavramı, Standart and Poors ve Moody's gibi ülkelerin ve şirketlerin kredibilitelerini derecelendiren ve sıralamaya koyan uluslararası finans kuruluşlarının kurulmasıyla sık kullanılan bir ekonomik değişken haline gelmiştir. Yüksek kredibiliteye sahip ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanma ihtiyaçlarını karşılamaları kolaylaşmıştır. Ayrıca kredibilitesi yüksek olan ülkelerin cari dengelerini sağlamaları da bu ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketleri ile kolaylaşacaktır.

Uluslararası kredibilitenin artması fonksiyonu özel sektör açısından ele alındığında ise kredi derecelendirme kuruluşlarından yüksek değerler alan şirketlerin uluslararası finans piyasalarına açılmaları kolaylaşacağı görülebilecektir. Yüksek kredibiliteye sahip işletmeler uluslararası yatırımcılara güven vereceğinden bu işletmelerin uluslararası piyasalardan finansman ihtiyaçlarını karşılamaları kolaylaşacak, ayrıca borsalarda hisse senetlerinin değerleri yabancı yatırımcıların olası ilgisi sayesinde artacaktır. Bankacılık sektörü açısından kredibilite değerlendirildiğinde ise özellikle gelişmekte olan ülke bankaları açısından ciddi önem taşıdığı görülebilecektir. Bankalar uluslararası piyasalardan yüksek kredibiliteler sayesinde büyük miktarlarda sendikasyon kredileri sağlayabilir hale gelmişlerdir, böylece hem kendi finansman ihtiyaçlarını karşılamakta hem de ülkelerindeki yatırımcılara ciddi bir kredi olanağı sağlayabilmektedirler.

Uluslararası sermaye hareketlerini istikrarlı bir şekilde çekmede başarılı olan ülkelerin, dünya finans çevrelerinde güvenilirliğini arttıracaktır. Artan güvenilirlik ise bu ülkelere yüksek bir kredibiliteye sahip olma imkanı sağlayacaktır. Uluslararası yatırımcıların tercih ettiği ve fonlarını yönlendirdiği sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerin, kredi derecelendirme kuruluşlarından da olumlu değerlendirmeler alması beklenebilecektir. Artan kredibilite ise daha fazla uluslararası sermayenin bu ülkelere yönelmesine sebep olabilecektir.

### **2.1.3 Makroekonomik İstikrarın Sağlanması Fonksiyonu**

Uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik dengelere direkt olarak etkileri söz konusudur. Bu etkilerin en önemlilerinden birisi devletin borçlanma ihtiyacını karşılamada sağladığı fonksiyondur. Uluslararası sermaye hareketleri devletlerin direkt borçlanma yolu ile karşılaşacağı, giderek artan faiz yükünden kurtulmalarını sağlayabileceklerdir. Borçlanma ihtiyacının uluslararası sermaye hareketleri ile ülkeye yönelen fonlardan karşılanması, ödemeler dengesinin olumlu bir gelişme göstermesinde ve nispeten ucuz bir finansman sağlanmasında etkili olmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik dengeler üzerindeki bir diğer etkisi ise döviz rezervleri açısından gerçekleşmektedir. Ülke piyasalarına yönelen uluslararası sermaye hareketlerinde sürekliliğin sağlanması, ülkenin döviz rezervlerinde ciddi artışlara neden olacaktır. Ülkedeki döviz rezervlerinde sağlanan bu artış resmi rezervleri de aynı yönde etkileyecektir. Merkez bankalarındaki rezervlerin artması ise para otoritelerinin olası

ekonomik şoklarda müdahale imkanını genişletecektir. Özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde artan döviz rezervleri ÷lkelerin uluslararası yatırımcılar ve uluslararası piyasalar açısından kredibilitelerini yükseltecek ve istikrarlı bir ekonomik görüntü çizmesine yardımcı olacaktır. Bu ise daha ucuz maliyetlerle ve zorlanmadan borçlanma ihtiyacının karşılanmasını sağlayacaktır. Ayrıca oluşan istikrarlı ekonomik görüntü direkt uluslararası sermaye yatırımları konusunda da yatırımcıların olumlu karar almaları yönünde etkili olabilecektir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik dengeler üzerindeki bir diğeri etkisi ise ödemeler dengesinin sağlanması açısından gerçekleşmektedir. Özellikle gelişmekte olan ÷lkelerin büyük bir kısmı cari işlemler hesabından kaynaklanan ödemeler dengesi açıkları ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu açıkların finanse edilmesinin en etkili yollarından birisi ise uluslararası sermaye hareketleridir. Uluslararası fonlar yöneldikleri ÷lkelerde ödemeler dengesinin kurulmasını sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ÷lkeler için önemi gün geçtikçe artan uluslararası sermaye hareketleri, bu ÷lkeler arasında ciddi bir rekabet ortamı doğmasına da sebep olmuştur. Gelişmekte olan ÷lkeler uluslararası sermaye hareketlerini kendi piyasalarına çekebilmek için ciddi ekonomik reformlar gerçekleştirmekte, serbest piyasa mekanizmasının oluşması için çalışmalar yapmaktadırlar. Bu durum gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinde devlet müdahalesinden arınmış ve yoğun özelleştirmeler sayesinde devlet tekellerinin ortadan kalktığı piyasalar meydana getirmektedir. Uzun vadede makroekonomik istikrar sağlanmakta; ekonomi politikası, siyasi kararlardan bağımsız belirlenmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin istihdam üzerinde hem dolaylı hem de doğrudan olarak etkileri mevcuttur. Sermaye hareketlerine makroekonomik dengelerin sağlanması fonksiyonu açısından bakıldığında, sermaye hareketlerinin dolaylı olarak istihdam seviyesine katkıda bulunduğu gör÷lmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin istihdam üzerinde doğrudan etkisi de oldukça büyüktür. Özellikle direkt uluslararası sermaye yatırımları günümüzde artık gelişmiş ÷lkelerde bile ciddi boyutlara ulaşan istihdam sorununa en önemli çözüm yolunu sağlamaktadır. Özellikle “geçiş ekonomileri” olarak adlandırılan eski doğu bloğ÷ ÷lkeleri ve Çin direkt uluslararası sermaye yatırımlarını büyük oranda teşvik ederek istihdam sorunlarını aşma yolunda ciddi adımlar atmışlardır. Finansal piyasalara yönelen uluslararası sermaye yatırımları ise mali piyasaların gelişmesine sebep olduğundan ÷lkenin ekonomik büyümesine çok ciddi anlamda katkıda bulunmaktadır. Uluslararası sermaye

hareketleri hem işletmelerin yatırımları için gereken finansman ihtiyacının karşılanmasını sağlamakta, hem de borsaya kote olan firmaların değerlerini artmasını sağlayarak ekonominin büyümesine etki edebilmektedir.

Finansal piyasalara yönelen uluslararası sermaye hareketleri bu piyasalarda yaratılan istihdamı da arttırmakta, işsizlik sorununun giderilmesinde küçük de olsa bir katkıda bulunmaktadır. Türkiye dikkate alındığında sadece bankacılık sektöründe 140 000 kişinin çalıştığı görülmektedir, diğer finansal kurumlar da göz önüne alındığında büyük bir işgücünün finansal piyasalarda çalıştığı görülmektedir. Buradan da anlaşılabilir gibi finansal sermaye yatırımları, direkt yatırımlar kadar olmasa da istihdam sorununun çözülmesinde de etkin bir yapıya sahiptir.

#### **2.1.4 Sermaye Piyasalarının Gelişimine Katkı Sağlama Fonksiyonu**

Uluslararası sermaye hareketleri yönedikleri ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir rol üstlenmektedir.

Uluslararası yatırımcılar sermaye piyasalarında fiyatları artış yönünde etkileyerek özellikle borsalarda etkili olmaktadır. Yabancı fonların gelişmekte olan ülke borsalarına yönelmesi bu borsalarda yoğunlaşmayı azaltmaktadır. Borsalarda yoğunlaşmanın azalmasını sağlayacak unsurlar; sermaye piyasalarında derinliğin artması, borsaya kote olan şirket sayısının artması ve daha fazla yatırımcının borsaya yönelmesidir. Borsalara daha fazla uluslararası yatırımın yönelmesi, borsalarda hisse senedi fiyatlarını arttıracığından bu unsurların oluşmasını sağlayarak yoğunlaşmayı azaltacaktır.

Yoğunlaşma borsalarda piyasa değeri veya işlem hacmi bakımından bazı büyük şirketlere ait hisse senetlerinin toplam piyasa değeri veya toplam işlem hacmi bakımından büyük yer kaplamasıdır. Özellikle gelişmekte olan ülke borsalarında yoğunlaşma ciddi boyutlarda riskler oluşturmaktadır. Zira yoğunlaşmış bir sermaye piyasasında ekonominin içindeki bazı sektörlerde, hatta bazı büyük firmalarda yaşanacak herhangi bir ekonomik sarsıntının bütün sermaye piyasasına etki etmesi mümkün olabilecektir. Böylece özellikle borsalar son derece kırılabilir bir yapıda olacağından sürekli olarak bir kriz riski ile karşı karşıya olacaklardır.

**Tablo 10. Dünya Borsalarında Yoğunlaşma (2001)**

	<i>Toplam Piyasa Değ. En Yüksek 10 Şirketin Ağırlığı(%)</i>	<i>Toplam İşlem Hacminde En Yüksek 10 Şirketin Ağırlığı(%)</i>
<i>Brezilya</i>	32.0	34.6
<i>Meksika</i>	55.1	66.5
<i>Çin</i>	26.0	9.5
<i>Hindistan</i>	27.2	48.9
<i>Güney Kore</i>	50.2	18.4
<i>Yunanistan</i>	37.5	24.6
<i>Polonya</i>	62.1	25.1
<i>Rusya</i>	73.1	93.9
<i>Türkiye</i>	<b>51.1</b>	<b>43.3</b>

Kaynak: IFC, 2001: 62

Uluslararası sermaye hareketlerinin yöneldiği ülke borsalarında hisse senetleri fiyatlarında artışlar meydana gelecektir. Hisse senedi fiyatlarında yol açtığı artışlar, piyasa değerinin ve işlem hacminin artmasına sebep olacak ve orta vadede yoğunlaşmayı azaltacaktır. Tablo 10’da yer alan yoğunlaşma verileri incelendiğinde borsada yaşanan yoğunlaşmalar bakımından Türkiye’den daha kötü bir tablo çizen Rusya, yoğunlaşma verilerinin geçerli olduğu 2001 yılında GSYİH’sının %8’i kadar uluslararası sermaye çekebilmiş, Türkiye ise GSYİH’sının %16’sı kadar sermaye çekmiştir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin hisse senedi fiyatlarını yükseltmesi, daha fazla firmayı fon ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye piyasalarına yöneltecektir. Şirketlerin piyasa değerlerindeki artıştan yararlanmak için borsaya yönelen şirketler, kote olan firma sayısını arttırarak borsa derinliğine katkıda bulunacaktır. Uluslararası sermaye hareketlerinin borsalara etkisine rakamsal olarak bakıldığında gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına giren her 1 milyar Dolar’lık yabancı sermayenin, hisse senedi fiyatlarını yaklaşık %1.4 arttırdığı, gelişmiş ülkelerde ise bu oranın %0.3’de kaldığı görülmektedir (Çetenak, 2006: 59). İMKB verilerine göre 2005 yılında Türkiye’de İMKB’nda yabancı yatırımcılar 42,54 milyar Dolar’lık hisse senedi alımı gerçekleştirmiş ve 2005 yılında İMKB Ulusal 100 endeksi bir önceki yıla göre %59,3 değer kazanmıştır (İMKB, 2007). Bu durum gelişmekte olan ülke

sermaye piyasalarının gelişmesinde uluslararası sermaye hareketlerinin önemini açıkça göstermektedir.

Yerli yatırımcıların yatırım portföylerini oluştururken, çok daha temkinli bir şekilde piyasalara giriş çıkış yapan uluslararası yatırımcıların hareketlerini dikkate alıyor olması da konunun farklı bir boyutudur. Uluslararası yatırımcıların piyasaya yönelmesi, yerli yatırımcıların kendi portföylerini aynı şekilde değiştirmelerine ve ülke içinde sermaye piyasalarına yatırım yapmalarına sebep olmaktadır. Böylece sermaye piyasalarında daha da fazla genişleme sağlanmakta, gelişmekte olan ülkelerin borsalarında uluslararası sermaye yatırımları açısından büyük bir yoğunlaşma oluşmadan sermaye piyasalarında derinleşme sağlanabilmektedir.

## **2.2 Finansal Sermaye Hareketlerinin Olumsuz Etkileri ve Krizler**

Ekonomik kriz ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makroekonomik açıdan ülke ekonomisini, mikroekonomik açıdan ise firmaları ciddi anlamda olumsuz etkileyecek ekonomik gelişmelerin olmasıdır şeklinde tanımlanabilir (Delice, 2003: 59). Ekonomik krizler ekonomik yapıyı oluşturan çeşitli ekonomik mekanizmaların işlerliğini kaybetmesiyle ortaya çıkarlar (Özcan, 2005: 4). Ortaya çıkış sebepleri ve etkileri birbirlerinden farklı olsa da ekonomik krizler bir ekonominin tamamını etkileyebilecek dalgalanmalardır. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde 1980’li yıllardan itibaren sıklıkla ve yıkıcı etkilerle görülmekle birlikte Avrupa para krizinde olduğu gibi, ekonomik krizler gelişmiş ülkelerde de meydana gelebilirler.

İktisat tarihindeki en büyük ve en önemli ekonomik kriz olan 1929’daki Büyük Buhran’dan sonra, çeşitli büyüklüklerde birçok ekonomik kriz yaşanmıştır. Ancak bu krizlerin gittikçe farklı özellikler sergiledikleri, 1980’li yıllardan itibaren küreselleşmenin etkileriyle çok daha farklı bir yapı kazandıkları görülmektedir (Yay - Yay - Yılmaz, 2001: 16). Etki alanları dünya genelinden, gittikçe bölgesel ağırlıklı bir hale gelmeye başlayan ekonomik krizlerde, liberal ekonomik sistemin yaygınlaşması ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri de etkili olmaya başlamıştır. Özellikle 1990’lı yıllardan itibaren sıklıkları artan ekonomik krizler, birbirinden farklı türde krizlerin aynı anda gerçekleşmesinin mümkün olduğunu da göstermiştir.

## 2.2.1 Kriz Göstergeleri

Ekonomik krizlerin ekonomide yarattıkları tahribat ve oluşturdukları maddi kayıplar dikkate alındığında, bu krizlerin önlenmesi veya önceden tahmin edilerek etkilerinin azaltılması büyük önem kazanmaktadır. Başta IMF, IFC ve Dünya Bankası gibi birçok uluslararası ekonomik kuruluş, özellikle gelişmekte olan ülkeleri etkileyen ve uluslararası ekonomik sisteme de zarar veren ekonomik krizlerin önlenmesi için araştırmalar ve çalışmalar gerçekleştirmeye başlamıştır.

Özellikle Güneydoğu Asya ekonomik krizinin de etkisiyle 2000’li yıllardan itibaren kriz göstergelerinin belirlenmesi önemli bir araştırma alanı olmuştur (Delice, 2003: 69). Bu araştırmalarla kriz yaşayan ülkelerde ekonomik krizler öncesinde çeşitli makroekonomik ve mikroekonomik verilerde yaşanan bozulmalardan yola çıkılarak, krizlerin öngörülebileceği ortaya konmuştur. Belirlenen temel göstergeler, ekonomik yapının aksayan yönlerini ortaya koyarak yaşanacak olası bir krizin önceden tahmin edilerek önlenmesi yada etkilerinin azaltılması açısından ekonomi otoritelerine imkanlar sağlayabilecektir. Ancak başka bir açıdan bakıldığında ekonomide ciddi kriz göstergelerinin bulunması ve otoritelerin ekonomideki sorunları gidermede hızlı davranamaması, özellikle yabancı yatırımcıların ekonomik kriz beklentisine girerek ülkeyi terk etmesine yol açabilecektir. Böyle bir durumda ülke piyasalarını terk eden uluslararası sermaye ekonomide ciddi bir sarsıntıya sebep olarak ekonomik kriz yaşanmasına sebep olabilecektir.

Ekonomik krizlerin önceden öngörülmesine yardımcı olan bu göstergelerin hangileri olduğu konusunda literatürde kesin bir görüş birliği sağlanamamıştır. Ancak bu konuda en geniş tanımlamayı yayınladığı çalışmalarla IMF ve Dünya Bankası kullanmaktadır. IMF’in çalışmalarına göre kriz göstergeleri temel olarak iki bölüme ayrılmaktadır; makroekonomik göstergeler ve mikroekonomik göstergeler.

### 2.2.1.1 Makroekonomik Göstergeler

Makroekonomik göstergeler sırasıyla ekonomik büyüme; ödemeler dengesi, enflasyon, faiz oranları ve döviz kurları, kredi ve aktif fiyatlarındaki hızlı büyüme, yayılma etkileri ve diğer sektörlerdir (Evans - Leone - Gill, 2000: 10). Bütün kriz türlerinin önceden



belirlenmesinde önem taşımalarına rağmen özellikle para krizlerinin ve finansal krizlerin göstergeleri olarak kullanılırlar.

## Şekil 2. IMF'e Göre Makroekonomik Kriz Göstergeleri

EKONOMİK BÜYÜME
ÖDEMELER DENGESİ
ENFLASYON
FAİZ ORANLARI VE DÖVİZ KURLARI
KREDİ VE AKTİF FİYATLARINDAKİ HIZLI BÜYÜME
YAYILMA ETKİLERİ
DİĞER FAKTÖRLER

Ekonomik büyüme göstergeleri reel GSMH'nın büyüme oranları ve ekonomide yaşanan sektörel büyüme oranlarıdır. Bu oranların artışında meydana gelen bir azalış yada oranların düşmesi ekonomik kriz göstergesi olarak nitelendirilmektedir. Ekonomik büyüme göstergeleri hem para hem de finansal krizler için gösterge niteliğindedir.

Ödemeler dengesi göstergeleri ise başta cari işlemler açığı olmak üzere, merkez bankasının döviz rezervlerinin yetersizliği, dış borçlanmanın ve borçların içerisinde kısa vadeli borçların oranının artması, dış ticaret hadlerinin bozulması olarak sıralanmaktadırlar. Ödemeler dengesi hesabında yer alan cari işlemler açıklarının GSMH'ya oranının artması ciddi bir ekonomik kriz göstergesi olarak nitelenmektedir (Çonkar - Ata, 2003: 12). Aşırı değerlenmiş döviz kurlarının cari açığı arttırıcı etkisinin, yetersiz döviz rezervleri ile bir araya gelmesi durumu ise yaşanacak olası bir ekonomik kriz için önemli bir ödemeler dengesi göstergesi olacaktır. Ödemeler dengesi göstergeleri genellikle ekonomide yaşanacak olası bir para krizinin göstergeleri olarak değerlendirilmektedirler.

Enflasyon oranı açısından bakıldığında, genel fiyatlar seviyesinde yaşanan ciddi değişiklikler kriz göstergesi olarak nitelenmektedir. Yüksek enflasyon oranları yatırımcıların portföy riskini arttıracak, döviz kurlarını ve faiz oranlarını arttırıcı bir etki gösterecektir. Yüksek enflasyon oranları yatırımları olumsuz etkileyeceği gibi ülkenin kredibilitelerini de düşüreceklerdir. Enflasyon oranlarında yaşanacak ciddi düşüşler ise nominal gelirleri ve likiditeyi ani bir şekilde düşürerek, başta bankalar olmak üzere finansal kurumları etkileyerek bu kurumların faiz gelirlerinde ciddi azalmalar yaşatacak ve mali yapılarını bozacaktır (Evans - Leone - Gill, 2000: 10). Enflasyon oranındaki artışlar para krizi göstergesi olarak ele alınabileceği gibi özellikle finansal kriz göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Enflasyon oranında yaşanacak ciddi oranlardaki düşüşler ise bankacılık krizi göstergesi olarak nitelenmektedir. Ancak enflasyon oranındaki düşüşler bankacılık krizi göstergesi olmasının yanı sıra makroekonomik dengelerin değişmesine paralel olarak finansal kriz ve para krizi göstergesi olarak da kullanılabilir.

Faiz oranları ve döviz kurlarının değişkenliği bir başka önemli kriz göstergesi olarak nitelendirilmektedir. Faiz oranları ve döviz kurunun değişkenliği yabancı yatırımları etkileyecek ve spekülasyon ataklarına zemin hazırlayabilecektir. Faiz oranlarının yükselme eğilimi göstermesi uluslararası yatırımcıları ülkeye çekerek yerel paranın aşırı değerlenmesine sebep olacaktır. Aşırı değerlenmiş para birimi biraz önce değinildiği gibi spekülasyon ataklarına imkan verebilecektir. Döviz kurunda yaşanacak ani değişiklikler ülkenin uyguladığı döviz kuru rejimine olan güveni sarsarak ülkenin kredibilitelerini ve beklentileri olumsuz yönde etkileyecektir. Ayrıca özel sektörün ve finansal kurumların döviz taahhütleri ve döviz üzerinden yaptıkları borçlanmaları dikkate alındığında ciddi bir risk unsuru teşkil edecektir. Dolayısıyla faiz oranları ve döviz kurunda yaşanacak ani dalgalanmalar bir ekonomik kriz göstergesi olarak görülmektedir (Özer, 1999: 50). Faiz oranları finansal kriz, döviz kuru ise para krizi göstergesi olarak değerlendirilebilecek olsa da aslında her iki ekonomik kriz türü içinde gösterge niteliği taşımaktadır.

Kredi ve aktif fiyatlarında yaşanan hızlı büyüme bir diğer kriz göstergesidir. Bankaların ve finansal kurumların sağladıkları kredilerin GSMH'ya oranında yaşanacak hızlı bir artış parasal genişlemeye sebep olacağından bir süre sonra enflasyon ve döviz kurlarının artması yönünde bir baskı oluşturacaktır. Ayrıca hızlı yaşanan bir parasal genişleme bankacılık sektörünün mali yapısını da olumsuz etkileyebilecektir. Aktif fiyatlarında yaşanan ani bir yükselme eğilimi, fiyatların daha da artarak ciddi bir şişme yaşanmasına sebep

olabilecektir. Böyle bir durumda aktif fiyatlarında yaşanacak bir düşüş, başta borsalarda değerinden fazla yükselmiş olan endekslerin çok büyük değer kayıplarına uğramasına neden olacaktır. Bu yüzden aktif fiyatlarındaki ani yükselişler kriz göstergeleri arasında yer almaktadır. Özellikle borsalarda yaşanacak değer kayıpları gibi etkileri olacağından kredi ve aktif fiyatlarındaki büyümeler finansal kriz göstergesi olarak kullanılmakta ancak bir bankacılık krizi göstergesi olarak da değerlendirilebilmektedir.

Yayımla etkileri ise bir ülkenin dış ticaretinin büyük bir kısmının, kriz riski altında olan ülke yada bölgelerle gerçekleşmesi ve yine makroekonomik yapısının bu ülke yada bölgelerle benzer özellikler göstermesidir. Ülkenin, ekonomik kriz yaşayan bir ülkeyle bankacılık sektörü ile başta borsa olmak üzere finansal piyasalarında, karakteristik benzerlikler ve önemli finansal bağlantılar olması yine ciddi bir kriz göstergesi olarak nitelenir. Yayılma etkileri özellikle finansal kriz göstergesi olarak kullanılmaktadır. Ancak yayılma etkisi sadece bankacılık sektöründe yoğunlaşmış durumda ise bankacılık krizi göstergesi olarak kullanılması gerekecektir.

IMF'in sıralamasında diğer faktörler olarak nitelenen göstergeler ise bazı sektörlerde bankaların doğrudan krediler sağlamaları ve devletin bankacılık sektörüne kredilerin yönlendirilmesi konusunda baskı uygulaması olarak yer almaktadır (Evans – Leone - Gill, 2000: 12). Bunların yanı sıra ekonomide geri dönmeyen kredilerin ve ödenmeyen borçların fazlalıkları bu göstergelere ilave edilebilir. Diğer faktör göstergeleri genellikle bir bankacılık krizi göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

### **2.2.1.2 Mikroekonomik Göstergeler**

Mikroekonomik kriz göstergeleri; sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, yönetimin kalitesi, gelir ve karlılık, likidite, piyasa riski duyarlılığı, piyasa ve finansal piyasa yapısı göstergeleri olarak sıralanmaktadır (Evans - Leone - Gill, 2000: 4). Mikroekonomik göstergeler, finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumları bireysel yada sektörel olarak inceleyerek bütün finansal sistem hakkında fikir sahibi olmayı sağlamaya yönelik olarak kullanılırlar. Özellikle bankacılık krizlerinin ve finansal krizlerin göstergeleri olarak kullanılırlar.

### Şekil 3. IMF'e Göre Mikroekonomik Kriz Göstergeleri



Sermaye yeterliliği göstergeleri finansal sistem içinde faaliyet gösteren kurumların konsolide sermaye yeterliliği rasyoları ile bu rasyoların frekans dağılımlarının değerlerinden oluşur. Konsolide sermaye yeterliliği rasyolarının uluslararası standartlardan sapması kurumların mali yapılarının yetersizliğinin göstergesidir. Bankacılık sektörü dikkate alındığında bankalar ile ilgili uluslararası standartları ortaya koyan Basel Standartları'na göre sermaye yeterliliği rasyolarının %8 oranında olması gerekmektedir (Tekler - Ülengin, 2005: 22). Bu oranın yetersizliği bankanın mali yapısının sağlıklı olmadığını göstereceğinden tüm bankacılık sektörü için bir risk oluşturacaktır. Sermaye yeterliliği rasyolarının frekans dağılımları ise en büyük bankalar, kamu bankaları yada gözetim altındaki bankalar gibi seçilen bazı finansal kurumların, ortalama sermaye yeterlilik rasyolarının birlikte değerlendirilmesidir. Finansal sistemde sermaye yetersizliği yaşanabilecek olası bir bankacılık krizinin göstergesi olarak nitelenmektedir.

Aktif kalitesi göstergeleri, finansal kurumların aktif yapısından kaynaklanan olası riskleri ortaya koyarlar. Finans piyasasında verilen kredilerin toplam büyüklüğünün, geri dönmeyen kredilerin oranlarının, karşılığı döviz olan kredilerin toplam miktarının ve zarar

eden kuruluşlara verilen kredilerin miktarlarının artması kriz göstergeleri olarak nitelendirilmektedir. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumların finansal göstergelerinin olumsuzluğu da başka bir aktif kalitesi göstergesi olarak eklenebilmektedir. Aktif kalitesi göstergeleri ekonomide yaşanabilecek hem bir finansal krizin hem de bir bankacılık krizinin göstergesi olarak kullanabilmektedir.

Yönetimin kalitesi göstergeleri her ne kadar ekonomik kriz göstergeleri içinde yer alsa da yönetim kalitesinin ölçülebilmesi mümkün olmadığından nitel bir göstergedir ve net bir değerlendirme yapmak mümkün değildir (Evans - Leone - Gill, 2000: 7). Özellikle bankacılık sektöründe, çalışan başına kar oranlarının ve sektörün genişleme eğiliminin düşük bir seyir izlemesi yönetim kalitesinin yetersizliğinden doğan kriz göstergeleri olarak nitelendirilebilir. Ancak özellikle sektörün genişleme hızının aşırı yüksek olması yine bir kriz göstergesi olarak nitelenebilmektedir. Zira bu durum yönetim ve denetim işlevlerinin yeterince sağlıklı yapılamamasına yol açabilecektir. Bu durumda özellikle bankacılık sektöründe bankaların mali yapısının kötüleşmesine yol açabilecektir. Genellikle bankacılık sektörü açısından kullanıldığından yönetimin kalitesi göstergelerinin olası bir bankacılık krizinin göstergesi olarak tanımlanması doğru olacaktır.

Mikroekonomik kriz göstergelerinden bir diğeri ise gelir ve karlılık göstergeleridir. Finansal piyasalardaki kurumların düşük gelirler elde etmesi veya düşük karlılık oranlarıyla faaliyet göstermesi, iflas riski oluşturabileceğinden bir kriz göstergesi olarak nitelendirilerek gelir ve karlılık göstergeleri olarak adlandırılmıştır. Aynı şekilde gelir ve karlılık oranlarının çok yüksek olması da bir kriz göstergesidir. Çünkü yüksek gelir ve karlılık oranları piyasada rekabetin yetersizliğini veya kurumların aşırı risk aldığıni işaret etmektedir. Rekabet yetersizliği ve aşırı risk alma eğilimleri ise yaşanacak bir ekonomik şok halinde bankacılık sektörünün olası bir ekonomik krize daha duyarlı hale gelmesine sebep olacaktır. Bu durum finansal piyasaların sağlıklı bir yapıda faaliyet göstermediğini ortaya koyacaktır. Gelir ve karlılık göstergeleri finansal piyasalar açısından geçerli olduğundan genellikle bir bankacılık krizinin göstergesi olarak ele alınmaktadırlar.

Likidite göstergeleri ekonomik krizler için bir diğeri gösterge olarak nitelenmektedir. Özellikle ekonomide iç kredi genişlemesi yaşanması ve M2 para arzının, uluslararası rezervlere oranının artması ekonominin krize duyarlılığını göstermektedir (Özer, 1999: 52). Faiz oranlarında meydana gelen artışlara bağlı olarak kredi hacminin hızlı bir biçimde

büyümesi özellikle bankacılık sektöründe kriz riski oluşturacaktır. Aynı şekilde ekonomide likiditenin yetersizliği de finansal piyasaların kriz tehdidi altında olduğunu gösterecektir. Ancak genellikle bu durum merkez bankalarının likiditeyi artırma yolundaki önlemleriyle aşılabilecek bir ekonomik sorun olmaktan öteye gitmemektedir. Likidite göstergeleri yaşanabilecek olası bir bankacılık krizinin göstergesi olarak tanımlanmakta olsa da ülkedeki para otoritelerinin yada merkez bankasının zamanında müdahale etmemesi halinde ekonomideki likidite yetersizliği veya fazlalığı yaşanması olası bir para krizinin göstergesi olarak da değerlendirilebilecektir.

Piyasa riski duyarlılığı başta bankacılık sektörü olmak üzere finansal piyasalarda oluşan kriz göstergeleridir. Finansal kurumların açık pozisyonda bulunması, yani döviz yükümlülüklerinin döviz varlıklarından fazla olması ciddi bir döviz kuru riski oluşturacağından ekonomik kriz göstergesi olarak nitelenmektedir. Zira döviz kurunda meydana gelecek bir yükseliş açık pozisyonda bulunan bankaların ciddi bir gelir kaybı yaşamalarına hatta mali yapılarının yetersizliği durumunda bu bankaların iflaslarına yol açabilecektir. Aynı şekilde faiz oranları ve hisse senedi fiyat riskleri de piyasa riski duyarlılığı altında ele alınan kriz göstergeleridir. Piyasa riski duyarlılığı göstergeleri olası bir bankacılık krizinin göstergeleri olarak tanımlanmakta; faiz oranı ve hisse senedi fiyat riskleri ise olası bir finansal krizin göstergeleri olarak tanımlanmaktadır.

Piyasa göstergeleri; hisse senetleri başta olmak üzere finansal piyasa enstrümanlarının fiyatlarında meydana gelen aşırı yükselişler, finansal kurumların uluslararası kredibilitelerinin düşük olması ve devlet borçlanma senetlerinin getirilerinin yükselmesi gibi unsurlardan oluşan kriz göstergelerini ifade etmektedir. Piyasa göstergeleri özellikle finansal piyasalara etki ettiğinden genellikle olası ekonomik kriz halinde bir finansal krizin göstergesi olarak değerlendirilmektedirler.

Finansal piyasaların yapısı göstergeleri ise mikroekonomik kriz göstergelerinin sonucusudur. Bir ekonomide finansal piyasalarda faaliyet gösteren firmaların sayısını ve bu firmaların mali yapılarını ele alarak piyasada derinliğin sağlanıp sağlanmadığı görülebilecektir. Finansal piyasalarda ülke ekonomisinin büyüklüğü dikkate alındığında yetersiz sayıda kurum bulunması veya kurumların mali yapılarının yetersiz olması yani finansal piyasalarda derinliğin sağlanamamış olması finansal piyasaların yapısı göstergeleri

olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasaların yapısı göstergeleri genellikle olası bir finansal krizin göstergeleri olarak kullanılmaktadırlar

## **2.2.2 Kriz Türleri**

Ekonomik krizler, oluşma şekilleri ve etkileri bakımından incelendiğinde birbirinden farklı bir biçimde gerçekleştikleri görülmektedir. Bu sebeple ekonomik krizler, oluşma şekilleri ve ekonomiye etkileri bakımından çeşitli şekillerde sınıflandırılmaktadır. Bu çalışmada ekonomik krizler para krizi, finansal kriz, dış borç krizi ve bankacılık krizi şeklinde sınıflandırılmıştır (Delice, 2003: 59) (Yay - Yay – Yılmaz, 2001:20). Bu çalışmada kriz türlerinden uluslararası sermaye hareketleri ile doğrudan yada dolaylı bağlantısı bulunan bankacılık krizi, para krizi ve finansal kriz incelenecektir.

### **2.2.2.1 Bankacılık Krizi**

Bankacılık krizi; finansal piyasalarda bir yada birkaç bankanın ödeme güçlüğü çekmesi veya iflas etmesi halinde, yeterli güçte ve derinlikte olmayan piyasalarda, durumun tüm bankacılık sektörüne yayılması ve ödemeler sisteminin olumsuz etkilenmesi, hatta tamamen durması olarak tanımlanır (Erdoğan, 2006: 22). Bankaların fon arz ve talebini karşılaştırma işlevi nedeniyle, bankacılık krizleri reel ekonomi üzerine etki etmekte ve para krizlerine göre daha uzun sürmektedirler (Delice, 2003: 61). Bankacılık sektöründe iflasların ortaya çıkmasının başlıca sebepleri; banka mevduatlarında yaşanabilecek hızlı bir azalış, bankaların varlık yapısını da etkileyen finans dışı piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, bankalara geri dönmeyen kredilerin artması yada bunun gibi banka aktiflerini etkileyen gelişmeler şeklinde sıralanabilir.

Mevduatlardaki azalış; banka iflasları, banka başarısızlıkları ve bunun gibi finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar üzerine gelişir (Yay – Yay - Yılmaz, 2001: 21). Böyle durumlarda bankacılık sistemine güveni azalan ve olumsuz beklentiler içine giren mevduat sahipleri, olumsuzluğun tüm bankacılık sektörüne yayılacağını düşünerek mevduatlarını geri alamayacakları korkusu ile mevduatlarını bankacılık sisteminden çıkartma eğilimi göstereceklerdir. Bu durum bankaların mevduatlarında çok ciddi azalmalara yol açarak, aktif yapılarının bozulmasına ve iflasa kadar sürüklenmelerine sebep olacaktır. Ayrıca finans dışı piyasalarda yaşanan sorunlar da bankacılık sektörünü olumsuz olarak etkileyerek bir

bankacılık krizine sebep olabilecektir. Özellikle bankaların varlık yapısını ve iştiraklerini etkileyen ekonomik gelişmeler, bazı bankaları iflasa götürebilecek veya bankacılık piyasasında panik oluşturabilecektir. Örneğin sektörde faaliyet gösteren bankaların varlık ve iştiraklerinin büyük bir kısmını gayri menkullerin oluşturması halinde, gayrimenkul piyasasında fiyatların aşırı derecede düşmesi bir bankacılık krizine sebep olabilecektir (Özer, 1999: 33). Aynı şekilde farklı sektörlerdeki bir çok firmanın iflas etmesi de, bankaların varlık ve iştiraklerinin değerini düşürerek bankaların mali yapılarını olumsuz etkileyecek ve ekonomide bir bankacılık krizine neden olabilecektir. Son olarak bankaların açtıkları kredilerin büyük bir kısmının geri dönmemesi de bankaların mali yapısını bozarak yine bir bankacılık krizinin yaşanmasına sebep olabilecektir.

Bankacılık krizinin iki temel unsuru bulunmaktadır. Bunlardan birincisi makroekonomik istikrarsızlıktır. İkinci unsur ise bankacılık sisteminin yapısındaki zayıflıklardır. Bankacılık krizlerinin yaşandığı ülkelerde, krizlerin öncesinde bankacılık sisteminin yapısındaki sorunların yanı sıra ciddi makroekonomik dengesizliklerin de bulunduğu görülmektedir (Herrero - Garcia, 1997: 7). Makroekonomik dengesizlikler bankaların yapısal sorunlarına da sebep olmakla birlikte, sektörde yaşanan bir krizin reel sektöre olan etkisini arttırmakta ve krizin bütün ekonomiyi etki altına almasına sebep olmaktadır.

Bankaların yapısal sorunları ise başta gelir ve varlık kalemlerinin yapısı ile kredi politikaları ile ilgili sorunlardan oluşmaktadır. Bazı gelişmekte olan ülkelerde banka ve finans kurumlarının dış yükümlülüklerine zımni devlet garantisi ve zımni kur garantisi verilmesi gibi uygulamalar mevcuttur (Demir, 1999: 196). Bu tür garantiler bankaların dış finansman sağlamak için başvurdukları sendikasyon kredilerinin miktarlarını arttırmalarına ve faiz oranlarını önemsememelerine sebep olabilmektedir. Ayrıca bazı ülkelerde uygulanan mevduat garantileri, bankaları aktiflerindeki mevduatlarının izin verdiği kadar çok üzerinde kredi genişlemesi gerçekleştirmek konusunda cesaretlendirmektedir (Herrero - Garcia, 1997: 7). Ayrıca makroekonomik etkilerle faiz oranlarının aşırı yükselmesi bankaların yapısal olarak zayıflamasının bir başka sebebidir. Bu durum bankanın kendi finansmanları için başvurdukları sendikasyon kredilerinin faizlerini de yükseltecektir. Ancak bu durumda ortaya çıkan asıl sorun bankaların gelir yapısının değişmesidir. Yüksek faiz oranları banka gelirleri içerisinde faiz gelirlerinin değerini arttıracak, uzun vadede faiz dışı gelir kalemlerinde azalmaya sebep olacaktır. Böyle bir gelir yapısı faiz oranlarının düşmesi halinde, bankaların



çok büyük gelir kayıpları yaşamasına sebep olacaktır. Ayrıca yüksek faiz oranları, kredi alanları zor durumda bırakacağından kredilerin geri dönme oranlarını da düşürecektir. Bunun yanı sıra devlet tarafından kredi politikalarının yönlendirilmesi de bankaların yapılarını zayıflatan bir başka unsurdur. Zira kredi faizlerinin ve kredi olarak yatırımlar gerçekleştirecek sektörlerin, piyasa koşulları içerisinde belirlenmemesi sorunu gündeme gelecektir. Bu durumda kredi faizleri aşırı değerler alabilecek, kredilerin yönlendirileceği sektörlerde aşırı kapasite yaratılabilecektir. Yaratılan aşırı kapasite kredilerin geri dönmesini yavaşlatarak bankaların yapısal sorunlarını arttırabilecektir.

#### Şekil 4. Bankacılık Krizi Göstergeleri

<i><b>Makroekonomik Bankacılık Krizi Göstergeleri</b></i>	<i><b>Mikroekonomik Bankacılık Krizi Göstergeleri</b></i>
Enflasyon	Sermaye Yeterliliği Göstergeleri
Kredi ve Aktif Fiyatlarındaki Hızlı Büyüme	Aktif Kalitesi Göstergeleri
Yayımla Etkileri	Yönetimin Kalitesi Göstergeleri
Diğer Faktörler	Gelir ve Karlılık Göstergeleri
	Likidite Göstergeleri
	Piyasa Riski Duyarlılığı Göstergeleri

Şekil 4’de çalışmanın bir önceki bölümünde değinilen kriz göstergelerinden, bankacılık krizi göstergeleri olarak nitelenebilecek olan göstergeler yer almaktadır. Genel olarak mikroekonomik kriz göstergeleri, bankacılık krizi göstergeleri olarak değerlendirilirken, bazı makroekonomik kriz göstergeleri de bankacılık krizi göstergesi olarak kullanılabilirler. Enflasyon oranlarında yaşanacak dalgalanmalar faiz oranlarını etkileyerek bankacılık sektöründe mali yapıları etkileyerek bankacılık krizine yol açabilecektir. Kredi ve aktif fiyatlarındaki yaşanabilecek hızlı büyümelerde, yine bir bankaların mali yapılarını etkileyebileceğinden bankacılık krizi olarak nitelenmiştir. Yayımla etkileri ise bankacılık sektörünün kriz riski taşıyan ülke yada bölgelerle ciddi finansal ilişkiler kurması halinde bankacılık krizi göstergesi olarak tanımlanmaktadır. Diğer faktörler ise kamu otoritelerinin

bankacılık sektörüne müdahalelerde bulunarak karlılıkların düşmesine sebep olması olarak tanımlandığından, makroekonomik bankacılık krizi göstergeleri arasındadır.

Mikroekonomik bankacılık krizi göstergeleri ise genellikle bankaların mali yapıları ve bilançoları ile ilgili kriz göstergeleridir. Sermaye yeterliliği göstergeleri bankaların sermaye yapılarının yükümlülüklerini karşılayabilme yeterliliği, aktif kalitesi göstergeleri ise bankaların sahip oldukları kaynaklarla ilgili problemleri ortaya koyduğundan bankacılık krizi göstergeleri arasında yer almaktadır. Yönetimin kalitesi göstergeleri nitel olmaları sebebiyle diğer göstergelerden farklı bir yapıdadır. Bankalar gibi finansal kurumların yönetim kaliteleri ile ilgili olduğu için bu gösterge de bankacılık krizi göstergeleri arasında yer almaktadır. Gelir ve karlılık göstergeleri ise bankaların gelir yapılarını ortaya koydukları için çok düşük olmaları halinde bankacılık krizi riskini işaret edecektir. Likidite göstergeleri ise likiditenin yetersizliği halinde bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesine sebep olacağından bankacılık krizi göstergeleri arasında yer almaktadır. Son olarak IMF'e göre mikroekonomik bankacılık krizi göstergelerinin sonuncusu piyasa riski duyarlılığı göstergesidir. Bu gösterge ülkede faaliyet gösteren bankaların yabancı paralar cinsinden borçlanarak açık pozisyonda olmaları riskini işaret etmektedir. Böyle bir durumda ülkede bir devalüasyon gerçekleşmesi halinde bankaların yükümlülükleri büyük oranda artacağından, ekonomide bankacılık krizinin gerçekleşme ihtimali çok yüksek olacaktır.

#### **2.2.2.2 Para Krizi**

Para krizi; bir ülkenin parasına yapılan spekülasyonun devalüasyonla sonuçlanması veya parasal otoritenin büyük miktarda uluslararası rezerv kullanarak yada faiz oranlarını yükselterek yerel parayı savunmak zorunda kalmasına yol açan ekonomik kriz şeklinde tanımlanabilir (Şen, 2006: 72). Daha kısa bir tanımlamayla; ödemeler dengesi ve döviz kuru krizleri, genel olarak para krizi olarak adlandırılmaktadır (Yay - Yay - Yılmaz, 2001: 20).

Ödemeler dengesi krizleri kısaca ülke ekonomisinde yaşanacak bir sermaye çıkışı sonucunda, ödemeler bilançosu açıklarının artması yüzünden döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde tanımlanabilir (Özcan, 2005: 5). Ödemeler dengesi ülkelerin bir yıl içinde diğer ülkelere çeşitli nedenlerle yaptığı ödemelerle, diğer ülkelere sağladığı dövizleri yada döviz karşılığı ulusal parayı gösteren bir tür bilançodur. Bu bilançonun ilk kalemini; dış ticaret hesabı, görünmeyen kalemler ve tek yanlı transferler hesabından oluşan; cari işlemler hesabı

oluşturmaktadır. İkinci kalemini ise direkt uluslararası sermaye yatırımları, portföy yatırımları ile kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımlarından oluşan, sermaye hesabı oluşturmaktadır. Cari işlemler hesabı bir yıl içinde bir ülkenin, dış dünyayla mal ve hizmet ticaretinden ne kadar döviz kazandığını yada borçlandığını gösterir. Cari işlemler hesabında meydana gelen açık yada fazlalıklar ödemeler dengesinin sermaye hesabı tarafından kapatılır. Kapatılamayan açık yada fazlalıklar ise ödemeler dengesinin son kalemi olan resmi rezervlerden, yani merkez bankası tarafından tutulan uluslararası ödeme araçlarından karşılanır. Ancak ülkeden kaçış şeklinde yaşanacak bir uluslararası sermaye çıkışı oluşacak açığın resmi rezervlerle kapatılamayacak kadar büyümesine yol açabilecektir. Kısaca özetlersek; ödemeler dengesinde resmi rezervler tarafından karşılanamayacak kadar büyük açıkların meydana gelmesi veya meydana gelen büyük oranlardaki açık yada fazlalıkların spekülatif bir atağa olanak vermesi, ödemeler dengesi krizlerinin oluşmasına sebep olur.

Döviz kuru krizleri ise genel olarak sabit yada yarı sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde, ülke parasından kaçış durumlarında ortaya çıkar (Yay – Yay - Yılmaz, 2001: 21). Sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde para birimi aşırı değerli hale gelebilecektir. Yatırımcıların aşırı değerlendirilen para birimine yada ülke ekonomisine olan güvenlerini kaybetmelerine yol açacak gelişmeler yaşanması halinde, yabancı yatırımcılar fonlarını ülkeden çekerek farklı ülke piyasalarına yöneleceklerdir. Ayrıca sabitlenen döviz kurunun dış ticaret açığına neden olması halinde ülke para birimine yönelik spekülatif ataklar da gerçekleşebilir. Bu gibi durumlar merkez bankasının döviz rezervlerinin hızla erimesine yol açabilecek, sermaye çıkışının ekonomide genel bir ülke parasından kaçış haline gelmesi halinde ise döviz kuru rejimi iflas edecektir (Özer, 1999: 31). Otoriteler mevcut durumda dalgalı döviz kuru rejimi uygulamak zorunda kalacak, sonuçta ülke parası ciddi bir biçimde devalüe edilmiş ve makroekonomik dengeler bozulmuş olacaktır. Ancak Martin Feldstein gibi bazı iktisatçılar dalgalı döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerin de döviz kuru krizi şeklinde gerçekleşen para krizleri yaşayabileceğini belirtmektedir. Çünkü bazı ülkelerde özel sektörün ve kamu kesiminin döviz cinsinden borçları, ülkenin sahip olduğu resmi döviz rezervlerinden çok daha yüksek rakamlara ulaşabilecektir. Feldstein bu durumun ihracattan sağlanan dövizin dış borç ödemesine yeterli gelememesi halinde, döviz kuru krizine yol açabileceğini belirtmektedir (Feldstein, 1999: 9).

Bankacılık krizleri de çekilen mevduatların yurtdışı bankalara yönelmesi halinde döviz kuru rejiminin çökmesine yol açarak, para krizine sebep olabilir. Yaşanan bir bankacılık

krizinde bankacılık sistemine güvenini kaybederek mevduatlarını çeken fon sahipleri, merkez bankasının krizi önlemede yetersiz kalacağı beklentisine girebilir. Bu beklenti banka mevduatlarının içinde yabancı yatırımcılara ait fonların ağırlıklı olması halinde bankalardan çekilen mevduatların, dövize çevrilerek yurtdışındaki bankalara yönelmesine sebep olabilecektir. Bu durumda yaşanan bankacılık krizi bir süre sonra ülke parasından kaçış eğilimi meydana getirerek, merkez bankasının da olası müdahalesiyle ülkenin döviz rezervlerinin erimesine ve kur rejiminin çökmesine yol açan bir döviz kuru krizi haline gelebilir.

Genel olarak tekrarlanırsa para krizi; başta spekülasyon atak olmak üzere, herhangi bir etki sonucu ülke parasının devalüe edilmesiyle yada değer kaybetmesiyle sonuçlanan; veya spekülasyon bir atak yada ülke parasından kaçışın başlaması sonucunda ortaya çıkan bir krizdir. Para krizi ülke yetkililerinin uluslararası rezervleri önemli bir biçimde harcamasına veya faiz oranlarını hızlı bir biçimde yükselterek yerel para birimlerinin değerini savunmaya zorlanmasına yol açar (Özer, 1999: 29). Ülke otoritelerinin faiz oranlarını aşırı derecede yükselterek döviz piyasasına müdahale etme yoluyla döviz kurunu baskı altında tutması, para krizi ile ilgili bir başka tanımın yapılmasına sebep olmaktadır. Buna göre para krizi döviz kuru değişimlerinin, döviz rezerv ve faiz oranı değişimlerinin ağırlıklı ortalaması olan spekülasyon baskı endeksinin değeri olarak tanımlanabilir (Yay – Yay - Yılmaz, 2001: 21). Bunların dışında para krizinin net bir şekilde tanımlanabilmesi için rakamsal olarak bazı koşulların gerçekleşmesi gerektiği yönünde görüşler de mevcuttur. Özellikle Jeffrey Frankel ve Andrew K. Rose yaptıkları çalışmalarda bu konuda ciddi kıstaslar getirerek ülke parasının bir yıl içerisinde en az %25 oranında değer kaybı yaşarsa ve bu değer kaybı bir önceki yıldan %10 oranında fazla olursa, para krizinin gerçekleşmiş olacağını belirtmişlerdir (Özer, 1999: 33). Para krizlerinin ödemeler dengesinin bozulması ve döviz kuru rejiminin çökmesinden kaynaklanması, para krizleri ile ülkeden yaşanan uluslararası sermaye çıkışı arasında doğrudan bağlantılar olduğunu göstermektedir.

Para krizlerinin, IMF'in belirlediği ekonomik kriz göstergeleri açısından ele alınması ile, hangi göstergelerin para krizine işaret ettiğini belirlemek mümkündür. Makroekonomik kriz göstergelerinden; para krizi göstergesi olarak nitelenenler ekonomik büyüme, ödemeler dengesi enflasyon, döviz kurları ve kredi fiyatlarındaki hızlı büyüme göstergeleridir. Başlıca para krizi göstergeleri şekil 5'de görülmektedir.

### Şekil 5. Para Krizi Göstergeleri

<i>Makroekonomik Para Krizi Göstergeleri</i>	<i>Mikroekonomik Para Krizi Göstergeleri</i>
Ekonomik Büyüme	Likidite Göstergeleri
Ödemeler Dengesi	
Enflasyon	
Döviz Kurları	
Kredi Fiyatlarındaki Hızlı Büyüme	

Şekil 5’deki para krizi göstergeleri tek tek ele alınırsa; ekonomik büyüme göstergeleri genel olarak ekonominin ve para politikalarının sorunlarını göstereceğinden para krizi göstergesi olarak tanımlanabilecektir. Ödemeler dengesi göstergeleri ise ulusal paranın değerini etkileyeceği ve spekülative ataklara imkan sağlayacağı için en önemli para krizi göstergesidir. Ödemeler dengesi açıkları çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ele alınacağı gibi bütün para krizlerinde ortak gösterge niteliğindedir. Döviz kurları ise ulusal paranın değerinin aşırı artmasına yol açabileceğinden bu döviz kuru göstergeleri adı altında tabloda yer almaktadır. Kredi fiyatlarındaki yaşanacak hızlı bir büyüme ise parasal genişlemeye yol açarak döviz kurları ve enflasyon üzerinde baskı oluşturacağından makroekonomik kriz göstergeleri arasında para krizine işaret eden göstergelerin sonucu olarak şekil 5’de yer almıştır.

Mikroekonomik kriz göstergelerinden likidite göstergeleri de para krizi göstergeleri arasında yer almaktadır. İç piyasalarda M2 para arzının artması yada kredi hacminin genişlemesi likiditeyi artırarak para krizine neden olacağından para krizi göstergeleri arasında yer almaktadır.

#### 2.2.2.3 Finansal Kriz

Finansal krizler; finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ile ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok biçiminde tanımlanır (Özer, 1999: 38). Krizin ilerleyerek finansal sistemin tamamını etkisi

altına aldığından ve komşu yada benzer ülke piyasalarına da yayılma eğilimi gösterdiğinden, ekonomi literatüründe bazen sistemik finansal krizler olarak adlandırılırlar.

Finansal krizler genellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasalarında karşılaşılan bir kriz türüdür. Gelişmekte olan ülkelerin finansal liberalizasyon politikaları uygulamaya başlamasının ardından finansal krizler bu ülkelerde sıklıkla yaşanmaya başlamıştır. Uygulanan başlıca liberalizasyon politikaları; kredi ve mevduat faizlerinin serbest bırakılması, kambiyo kontrollerinin gevşetilmesi, menkul kıymetler borsası ve interbank gibi finansal piyasaların işler hale getirilmesi ile finansal sistemle ilgili yasal düzenlemelerin yapılması olmuştur (Çonkar - Ata, 2003: 12). Bu düzenlemeler uluslararası sermaye yatırımlarını geliştirmekte olan ülkelerin piyasalarına çekmeye başlamıştır. Bu ülkelerin finansal piyasalarına yönelik artan fon arzı ve buna bağlı olarak artan fon talebi, finansal piyasalarda toplam borçluluğun rasyonel olmayan bir şekilde artmasına yol açabilecektir.

Finansal krizlerin belirgin bazı karakteristik özellikleri vardır. Bunların ilki; krizin finansal piyasalarda ortaya çıkması ve bu piyasalarda yaşanan çöküşle birlikte bütün ekonomiyi etki altına almasıdır. Faiz oranlarının hızla artması, borsa ve sermaye piyasalarının büyük değer kaybı yaşaması krizin başlıca etkilerindedir. Finansal krizlerin bir başka özelliği ise ciddi bir yayılma eğilimi içerisinde olmalarıdır. Bazı finansal piyasalarda birkaç firmayı etkileyecek biçimde yada küçük fiyat dalgalanmaları şeklinde ortaya çıkmalarına rağmen, finansal krizler ekonomideki bütün finansal piyasaları hatta başka ülke piyasalarını etkileyecek kadar genişleyebilmektedirler. Bu durumun sebebi başta uluslararası yatırımcılar olmak üzere piyasadaki bütün yatırımcıların böyle durumlarda olumsuz beklentiler içine girerek, likiditeyi kesme eğilimi göstermesidir (Özer, 1999: 35). Finansal sistemin tamamında olumsuz beklentilerin ve belirsizlik ortamının oluşması, yurtdışına sermaye çıkışının hızlanmasına sebep olmakta ve finansal krizlerin ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Bankacılık sektöründe yaşanan bir kriz de, ekonomik yapıya bağlı olarak tüm finansal sistemi etkisi altına alarak bir finansal kriz haline gelebilecektir.

Finansal krizlerin reel ekonomi üzerinde doğrudan etkileri mevcuttur. Yatırımlarını finanse edecek fonları firma içi kaynaklardan sağlayamayan özel sektör firmaları, finansal piyasalara yönelmektedir. Ancak finansal piyasalarda çöküşe yol açacak bir ekonomik kriz, hem bu piyasalara yönelecek firmaların yatırımlarının finansmanını imkansız hale getirecek, hem de finansal piyasalara ciddi miktarlarda borçları olan firmaların iflasına sebep

olabilecektir. Piyasaların etkin işleyiş gücü bozulacak, reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler oluşacaktır (Yay - Yay - Yılmaz, 2001: 21). Özellikle borsa endekslerinde yaşanacak büyük düşüşler borsaya kote olan şirketlerin piyasa değerlerini ciddi anlamda düşüreceğinden iflaslara sebep olabilecektir. Şirketlerin piyasa değerlerinde yaşanacak düşüşler, borsada hisse senetleri işlem görmeyen diğer şirketleri de olumsuz etkileyebileceğinden bütün reel sektörü sarsabilecektir. Ayrıca üretken yatırım alanlarına yönlendirilerek, ekonomiye katkı sağlayabilecek fonlar kaybedileceğinden uzun vadede ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaşanabilecektir (Ardıç, 2004: 32). Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler özelleştirme uygulamalarını da zorlaştırmaktadır. Ülkede faaliyet gösteren şirketlerin piyasa değerlerinde yaşanan düşüşler, özelleştirme kapsamındaki kamu şirketlerinin de değerlerini düşürecek, özelleştirme uygulamalarını rasyonellikten uzaklaştıracaktır.

### Şekil 6. Finansal Kriz Göstergeleri

<i><b>Makroekonomik Finansal Kriz Göstergeleri</b></i>	<i><b>Mikroekonomik Finansal Kriz Göstergeleri</b></i>
Ekonomik Büyüme	Aktif Kalitesi Göstergeleri
Enflasyon	Piyasa Riski Duyarlılığı Göstergeleri
Faiz Oranları	Piyasa Göstergeleri
Aktif Fiyatlarındaki Hızlı Büyüme	Finansal Piyasa Yapısı
Yayımla Etkileri	

Ekonomik kriz göstergeleri açısından finansal kriz göstergeleri şekil 6'da görülebilmektedir. Makroekonomik kriz göstergelerinden ekonomik büyüme rakamları, finans piyasalarında beklentileri etkileyebileceğinden ve genel olarak ekonominin olumsuz gidişatına işaret ettiğinden finansal kriz göstergesi olarak değerlendirilecektir. Enflasyon oranlarındaki artışlar faiz oranlarını aşırı biçimde yükselterek, düşüşler ise faiz oranlarını dolayısıyla getirileri düşürerek finansal piyasalarda krize sebep olabileceğinden finansal kriz göstergeleri arasında yer almaktadır. Faiz oranları ise hem getirileri etkileyerek hem de uluslararası sermayeyi piyasalara çekerek finansal sistemi etkileyebilecektir. Dolayısıyla makroekonomik finansal kriz göstergelerinden en önemlisi faiz oranları göstergeleridir.

Aktif fiyatlarında yaşanacak ciddi bir artış yada bir düşüş finansal piyasalarda bir ekonomik krize sebep olabilecektir. Yine ülkenin finans piyasalarının; ekonomik kriz riski altındaki ülke yada bölgelerle ciddi anlamda benzerlikler göstermesi yada yoğun ekonomik bağlantılarının olması yine ciddi bir finansal kriz göstergesi olarak tanımlanmasına sebep olabilecektir.

Mikroekonomik finansal kriz göstergeleri ise aktif kalitesi, piyasa riski duyarlılığı, piyasa ve finansal piyasa yapısı göstergeleridir. Çalışmanın önceki bölümlerinden hatırlanacağı gibi finansal piyasalardaki kurumların aktif yapılarının kötü olması ekonomik kriz göstergesi olarak tanımlanmıştır. Piyasa riski duyarlılığı yani finansal piyasalardaki kurumların açık pozisyonda bulunmaları da, yaşanabilecek bir devalüasyon halinde finansal piyasalarda ciddi değer kayıplarına sebep olabileceğinden finansal kriz göstergeleri arasında yer almaktadır. Piyasa ve finansal piyasa göstergeleri ise finansal kurumların ve finansal piyasaların derinliği ile finansal kurumların uluslararası kredibilitesi gibi yapısal özelliklerinden kaynaklanan finansal kriz göstergeleridir.

### **2.2.3 Krizleri Açıklayan Modeller**

Ekonomik krizleri açıklamaya yönelik birçok kuramsal çalışma yapılmakla birlikte, oluşturulan kriz modelleri genel olarak üçe ayrılmaktadır. 1979'da Krugman'ın çalışmalarıyla başlayan birinci nesil kriz modelleri Latin Amerika'da yaşanan ekonomik krizleri açıklama konusunda kullanılmışlardır. 1994 yılında Obstfeld'in çalışmalarıyla ikinci nesil kriz modelleri ortaya atılmış, özellikle Avrupa'da ve bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan spekülasyon saldırılarına dayanan ekonomik krizleri açıklamada kullanılmışlardır. Güneydoğu Asya krizinden sonra birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin yetersiz kalması ile yeni nesil kriz modellerinin ortaya atılmasına sebep olmuştur.

#### **2.2.3.1 Birinci Nesil Kriz Modelleri**

Ekonomik krizleri açıklamaya yönelik oluşturulan modellerin ilki, spekülasyon atak modelleri olarak da adlandırılan birinci nesil kriz modelleridir (Yay- Yay – Yılmaz, 2001: 24). 1979 yılında Krugman tarafından ortaya atılan birinci nesil kriz modelleri, 1984'de Flood ve Garber'in çalışmalarıyla geliştirilmiştir (Bozkurt – Dursun, 2006: 261). Modeller ekonomik krizlerin genel olarak tutarsız ve sürdürülemez ekonomi politikaları ve ekonomik yapıdaki



dengelesizlikler yüzünden ortaya çıktığını savunmaktadır. Birinci nesil kriz modellerine göre ekonomik yapıdaki başlıca bozukluklar yüksek bütçe açıkları, parasal genişleme, yüksek enflasyon oranları, aşırı değerli döviz kuru, geniş cari açıklar ve uluslararası rezervlerin yetersizliğidir (Yay- Yay – Yılmaz, 2001: 23). Bu bozukluklar aynı zamanda ekonomik kriz göstergeleri arasında para krizlerini açıklayan ekonomik kriz göstergeleri olarak tanımlandığından birinci nesil kriz modellerinin para krizlerini açıklayan modeller olduğu söylenebilecektir.

Krugman'ın ortaya attığı ilk model özellikle sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde gerçekleşen spekülasyon sermaye hareketlerine dayanmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ciddi ekonomik problemlerinden birisi olan bütçe açıklarının finansmanı sorunu birinci nesil kriz modellerinin temel örneklerinden birisinin ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Buna göre bütçe açıklarını para basarak finanse etmeye çalışan bir ülkenin aynı zamanda sabit döviz kuru rejimi uygulaması ciddi bir tutarsızlık oluşturmakta ve ekonomik krizlere sebep olmaktadır (Yay- Yay – Yılmaz, 2001: 24). Bütçe açıklarının para basarak finanse edilmesi parasal genişlemeye sebep olacak ve ekonomide enflasyonist baskılar oluşturacaktır. Ülke ekonomisinde yaşanan parasal genişleme finans kesiminde kredi genişlemesi oluşmasına sebep olacaktır. Kredi genişlemesi ise zamanla ülkenin kendi para birimine olan talebi aşacağından; ekonomik birimler sahip oldukları fazla likiditeyi, döviz cinsinden menkul kıymetlere yada ülkenin para birimi cinsinden faiz getirili kıymetlere dönüştürmeyi tercih edeceklerdir (Hacıhasanoğlu, 2005: 8). Döviz cinsinden menkul kıymetlere yönelik oluşacak bir talep fazlası, direkt olarak döviz kuru üzerinde bir baskı oluşturacaktır. Faiz getirili kıymetlere yönelik oluşan talep fazlası ise kısa vadede döviz kuru üzerinde bir baskı oluşturmasa da, orta vadede döviz cinsinden menkul kıymetlere olan talebi de arttıracığından aynı etkiyi gösterecektir. Zira faiz getirili kıymetlere olan talebin artması bu kıymetlerin fiyatlarını arttıracak ancak faizlerini düşürerek getirilerini azaltacaktır. Yerel para birimi cinsinden faiz getirisinin azalması ekonomik birimleri dövize ve döviz cinsinden menkul kıymetlere yöneltecektir.

Birinci nesil kriz modellerine göre uygulanan tutarsız ekonomi politikaları, merkez bankasında yeterli döviz rezervi bulunduğu sürece göz ardı edilerek uygulanmaya devam edilecektir (Yay- Yay – Yılmaz, 2001: 24). Ancak parasal genişlemenin oluşturduğu enflasyon baskısıyla birlikte, dövize olan artan talebi karşılamak için, merkez bankası yavaş yavaş piyasaya döviz sürerek talebi karşılamak ve sabit döviz kuru rejimini sürdürmeye

çalışmak isteyecektir. Merkez bankasının rezervleri döviz talebe bağlı olarak azalmaya başlayacak, rezervler sona erdiğinde ise sabit döviz kuru sistemi uygulanamaz hale gelecektir (Şen, 2006: 75). Ancak birinci nesil kriz modelleri ekonomik krizlerin; rezervlerin bu şekilde eriyerek bitmesinden değil, ekonomi bu noktaya doğru sürüklenirken yaşanan spekülasyon atakları yüzünden gerçekleştiğini öne sürmektedir (Pesenti – Tille 2000: 4).

Spekülasyon olarak da adlandırılabilir bazı yatırımcılar ekonomi politikalarının sürdürülemediğini görerek, sabit döviz kuru rejimi sona ermeden yani döviz kuru tepe noktasına ulaşmadan spekülasyon atakları gerçekleştirerek büyük miktarlarda döviz alımı yapacak ve merkez bankasının döviz rezervlerinin hızlı bir biçimde tükenmesine sebep olacaktır. Spekülasyon atakları gerçekleştiren yatırımcıların daha fazla kar elde edebilmek için birbirleri ile rekabet halinde olmaları ve bir süre sonra ekonominin tamamında oluşacak panik döviz talebi arttıracaktır. Rezervleri tükenen merkez bankası ise sabit döviz kuru rejimini uygulayamaz hale gelecek ve döviz kurunu dalgalanmaya bırakacaktır (Hacıhasanoğlu, 2005: 8). Sonuçta ülkenin kaynakları tüketildiği gibi, dalgalanmaya bırakılan döviz kurunun bir süre daha değer kaybetmesi reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler oluşturacaktır.

Krugman bu modellerle sürdürülemez ekonomik politikaların spekülasyon ataklarına zemin hazırladığını, sabit döviz kuru rejimi altında parasal genişleme yaşanması gibi makroekonomik bozuklukların ekonomik krizlerle olan ilişkisini ortaya koymuştur. Ayrıca birinci nesil kriz modelleri spekülasyoncularun bekleyişlerinin, krizlerin yaşanmasında etkisine dikkat çekmiştir (Bozkurt – Dursun, 2006: 262).

Flood ve Garber yaptıkları çalışmalarla birinci nesil kriz modellerini geliştirerek, Krugman'ın ilk modelindeki temel varsayımlardan bazılarının değişmesi halinde de modelin aynı şekilde işleyeceğini ortaya koymuşlardır. Örneğin ilk modeldeki gibi bütçe açıkları olmayan bir ekonomide de parasal genişleme yaşanabilecektir. Başta finans sektörü olmak üzere özel sektörde yaşanacak bir dalgalanma devletin dalgalanmadan etkilenen kuruluşlara mali yardımda bulunmasını gerektirebilir. Böyle bir durumda ekonomi çevrelerinde parasal genişleme yaşanacağı, dolayısıyla döviz kurunda değer kaybı gerçekleşeceği beklentisi oluşabilir. Beklentilerinde etkisiyle birlikte yaşanacak olası spekülasyon saldırıları merkez bankası rezervlerini eritebilir ve bir ekonomik krize sebep olabilir.

Cari açıkların büyük miktarlara ulaşması ve kronikleşmesi de birinci nesil kriz modellerine göre krize neden olan bir başka makroekonomik bozukluktur. Cari açıkların, dolayısıyla ödemeler dengesinin bozulması ülkenin ticaret hadlerini bozacağı gibi dış borç ödeme kapasitesini de azaltacaktır. Cari açığın kronikleşmesi özellikle gelişmekte olan ülkeler için dış piyasalardan borçlanma imkanlarını da yavaş yavaş sınırlandıracağından, yine önceki modellerdekine benzer bir ekonomik krize doğru sürüklenme yaşanacaktır (Pesenti – Tille, 2000: 5). Ülke böyle bir durumda ya krize sürüklenecek yada büyük boyutlarda bir devalüasyon gerçekleştirecek, ticaret hadlerini lehine çevirerek cari açığı kapatmaya çalışmak zorunda kalacaktır.

Birinci nesil kriz modellerinde öngörülen spekülasyon atakları engelleyebilmek için merkez bankasının müdahale etmemesi halinde, merkez bankası rezervleri bitmeyecek ancak faiz oranlarının artması ve parasal tabanın azalması gibi etkiler ortaya çıkacaktır (Özer, 1999: 58). Döviz kurunun aşırı değer kaybettiği bir ekonomide, faiz oranlarının aşırı oranda artması ve parasal tabanın azalması ise bir bankacılık krizi oluşmasına sebep olabilecektir. Sonuçta merkez bankası rezervleri kurtulmuş olsa bile yaşanacak bir bankacılık krizi ile ekonominin geneli için çok daha ağır bir mali yük ortaya çıkabilecektir.

Birinci nesil kriz modelleri günümüzde halen bazı durumlarda geçerliliğini sürdürse de, bu modeller bazı ekonomik krizleri açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Birinci nesil ekonomik kriz modellerine yöneltilen en önemli eleştiri; aşırı derecede mekanik ve tek boyutlu yapıda olmalarıdır (Krugman, 1997: 4). Modeller para otoritelerinin ekonomide gelişmeleri dikkate almadan mekanik bir şekilde hareket ettiğini varsaymaktadır. Bütçe açığını kapatacak politikaları dikkate almadan açığı sürekli para basarak kapatmaya çalışmak bunun en önemli örneğidir. Oluşacak parasal genişlemeye rağmen bu şekilde bütçe finansmanına devam etmek kesinlikle rasyonel olmayacaktır. Ayrıca sabit döviz kuru sistemini korumak için merkez bankalarının ellerindeki son rezervlere kadar piyasaya döviz satacağı varsayımı da yetersiz kalmaktadır. Zira merkez bankaları ve para otoritelerinin ellerinde döviz kuruna müdahale etmek için döviz rezervlerinden farklı araçları da bulunmaktadır (Krugman, 1997: 4).

Görüldüğü gibi birinci nesil kriz modelleri genel olarak sadece para krizlerini ele almaktadır. Çalışmanın önceki bölümlerine geri dönersek para krizi modelleri göstergelerinin birinci nesil kriz modelleri ile ilişkisi ortaya çıkmaktadır. Birinci nesil kriz modellerini ortaya

koyan iktisatçıların modellerinde belirttiği geniş cari açıklar, aşırı değerlenmiş döviz kurları ve yetersiz döviz rezervleri; makroekonomik kriz göstergelerinden ödemeler dengesi göstergeleri arasında yer almaktadır. Çalışmanın önceki bölümlerinden hatırlanacağı gibi döviz kurlarının aşırı değerlenmesiyle oluşan yüksek cari açıklar, yetersiz döviz rezervleri ile birleşince ciddi bir para krizi riski oluşturmaktadır. Yine birinci nesil kriz modellerinde, kriz yaşayan ekonomilerin başlıca ekonomik sorunlarından bir tanesi olarak değerlendirilen enflasyon oranı da makroekonomik kriz göstergeleri arasında yer alan bir başka para krizi göstergesidir. Makroekonomik göstergeleri bozan yapısıyla fiyatlar genel seviyesinde yaşanacak yükselmelerin bir para krizi göstergesi olarak değerlendirildiği hatırlanacağı gibi yine çalışmanın önceki bölümlerinde belirtilmiştir.

Birinci nesil kriz modelleriyle açıklanan kriz yaşayan ülkelerin bir diğer ekonomik sorunu ise yüksek bütçe açıklarına yada ekonomideki kredi tabanının hacmine bağlı olarak genişleyen likiditedir. Likiditede yaşanan genişleme mikroekonomik kriz göstergeleri arasında da yer almaktadır. Likiditedeki artış hem döviz kurlarına hem de ödemeler dengesine etki ederek devalüasyon baskısı oluşturabileceği gibi spekülasyon ataklarına da zemin hazırlayabilecektir. Yine çalışmanın önceki bölümlerinde şekil 5'den hatırlanacağı gibi likidite göstergeleri mikroekonomik para krizi göstergeleri arasında yer almaktadır.

Sonuç olarak birinci nesil kriz modelleriyle açıklanan ekonomik krizleri yaşayan ülkelerin ortak ekonomik özellikleri kriz göstergeleri açısından değerlendirildiğinde bu ülkelerin para krizlerine maruz kaldıkları ve kriz öncesinde bazı göstergeler yardımıyla bu ekonomik krizlerin öngörülebileceği gözükmektedir.

### **2.2.3.2 İkinci Nesil Kriz Modelleri**

Birinci nesil kriz modellerinin bazı durumlarda yaşanan ekonomik krizleri açıklamakta yetersiz kalmaları üzerine, ikinci nesil kriz modelleri geliştirilmiştir. İkinci nesil kriz modelleri özellikle 1992 yılında Avrupa'da yaşanan ve ekonomi literatüründe genellikle "Avrupa Para Krizi" olarak adlandırılan ekonomik krizin mevcut modellerle açıklanamaması üzerine, Obstfeld'in 1994 yılında yaptığı çalışmadan yola çıkılarak oluşturulmaya başlanmıştır (Krugman, 1997: 4). Bu modeller para ve maliye politikaları tutarlı olsa bile, ülke para birimine yönelik spekülasyon saldırılarının ekonomik krizlere sebep olabileceğini ortaya

koymaktadır (Yay – Yay – Yılmaz, 2001: 67). Ayrıca ekonomik yapıda dengesizliklerin olmadığı durumlarda da ekonomik krizlerin yaşanabileceği olasılığını göstermişlerdir.

İkinci nesil kriz modellerinde hükümetlerin ekonomi politikalarını belirlerken rasyonel hareket ettikleri ve doğrusal olmayan ekonomi politikaları uyguladıkları varsayımı geçerlidir. Örneğin para otoritesi sabit döviz kuru sistemi uygularken, yüksek faiz oranları ve yüksek işsizlik gibi maliyetler ile enflasyonist baskının azalması ve yatırımların artması gibi faydaları göz önüne alır. Döviz kuru rejiminin devam edip etmeyeceği yapılacak fayda maliyet analizi ile tespit edilecektir. Buradan da anlaşılacağı gibi ikinci nesil modeller ekonomi politikalarının tam olarak önceden belirlenmek yerine, ekonomik gereksinimlere göre değişerek oluştuğunu yani politikaların ekonomideki dalgalanmalara tepki verdiğini varsaymaktadır. İkinci nesil kriz modellerinin ikinci varsayımı ise ekonomik birimlerin de bu durumu bildiklerinden pozisyonlarını para otoritesinin yapacağını tahmin ettikleri uygulamalarına yada ekonomi politikalarına göre belirledikleridir. Ancak ekonomik birimlerin bekleyişleri dolayısıyla faaliyetleri para politikalarını da etkileyecektir. Dolayısıyla ekonomi politikalarındaki değişiklikler bekleyişleri; bekleyişlerdeki değişiklikler ise ekonomi politikalarını etkileyecektir. Oluşan bu döngüsel yapı ekonomide birden fazla denge oluşturacaktır. Böyle bir çoklu denge oluşması ekonominin temel göstergelerinde herhangi bir değişiklik olmadan ekonominin bir dengeden, diğerine hareket edebilmesine olanak sağlar (Özer, 1999: 69). Sonuç olarak ikinci nesil kriz modellerine göre ekonomik krizlerin ortaya çıkmasının ana sebepleri; ekonomideki çoklu denge ve kendi kendini besleyen ekonomik bekleyişlerdir (Krugman, 1997: 4).

İkinci nesil kriz modellerine göre ekonomik krizlerin ortaya çıkışını gösteren birçok örnek model ortaya atılmıştır. Bunlardan ilki sabit döviz kuru rejimi uygulayan bir ülkede, uluslararası yatırımcıların beklentilerinin değişmesi üzerine kurulmuştur. Makroekonomik dengeleri sağlamada herhangi bir sorun yaşamayan ve sabit kur sistemi uygulayan bir ülkede, uluslararası yatırımcıların devalüasyon gerçekleşmeyeceği şeklinde beklentilere sahip olması halinde sabit kur sistemi başarı ile devam edebilecektir. Ancak uluslararası yatırımcıların beklentilerinin ekonomideki sabit kur rejiminin sürdürülemediğini ve devalüasyon gerçekleşeceği şeklinde değişmesi halinde ekonomik kriz ortaya çıkabilecektir. Böyle bir ülkede makroekonomik dengelerde herhangi bir sorun olmamasına rağmen uluslararası yatırımcıların olumsuz bekleyişler içerisine girmesi, bu yatırımcıların talep edecekleri risk primini arttıracaktır. Artan risk primi ülkedeki faizleri dolayısıyla borçlanma maliyetlerini

arttıracak, kamu yatırımları azalacak, finans sisteminde kredi daralması yaşanacaktır (Pesenti – Tille, 2000: 6). Sonuçta reel sektörde ciddi şekilde zarar göreceğinden ve finans sistemi artacak faiz oranları sebebiyle bankacılık krizi riski oluşturacağından, para otoriteleri sabit kur sisteminin maliyetlerine ve oluşturduğu risklere katlanamayarak kur rejiminden vazgeçecektir. Dalgalı kur sistemine geçilmesi yada devalüasyon yapılması ülke para birimine ciddi ölçüde değer kaybettireceğinden, yatırımcıların kur sistemi ile ilgili olumsuz beklentileri gerçekleşmiş olacaktır.

İkinci nesil kriz modellerindeki bir diğer model ise ülke içindeki ekonomik birimlerin devalüasyon beklentisi içine girerek, oluşan beklentilerle kendi kendisini besleyen bir ekonomik krize sebep olabileceklerini ortaya koymaktadır. Buna göre ülke içindeki ekonomik birimlerde ciddi bir devalüasyon beklentisi oluşması halinde; öncelikle finans sektöründe faiz oranları yükselecek, özellikle bono sahipleri gerçekleşeceğini tahmin ettikleri devalüasyondan hemen korunmaya başlayabilmek için daha yüksek faiz talebinde bulunacaklardır. Reel sektörde olumsuz beklentilerin oluşması ise piyasadaki ücretler üzerinde bir artış baskısı oluşturacaktır. İşçi sendikaları yüksek ücretler talep etmeye başlayacak, bazı şirketler ise nitelikli işgücünü koruma amacıyla devalüasyon öngörerek ücretleri arttıracaktır. Ekonomik birimlerde ve kamuoyunda oluşan devalüasyon beklentisi, kendi kendisini besleyerek büyüyen bir beklentiye dönüşecektir. Bekleyişlerin bu şekilde gelişmesi durumunda para otoritesi için sabit kur sisteminin maliyeti aşırı derece artacağından, mevcut kur rejimini devam ettirmek imkansız hale gelecek ve devalüasyon gerçekleştirilecektir.

Spekülatörlerin beklentileri de ikinci kriz nesil modellerinde ciddi bir yer tutmaktadır. İkinci nesil kriz modellerine göre bir spekülatörün; başka spekülatörlerin veya yatırımcıların beklentilerinin olumsuz olduğunu düşünmesi bir kriz sebebi olabilir (Hacıhasanoğlu, 2005: 13). Kur sisteminin sürdürülemeyeceğini düşünen bir spekülatörün diğer yatırımcılarında aynı bekleyişler içinde olduğunu düşünmesi ve sabit kuru zorlayacak pozisyon alınmasının maliyetinin düşük olması halinde spekülasyon yapmaya başlayacaktır. Yatırım kararlarını diğer yatırımcıların kararlarına da bakarak veren spekülatörler ve yatırımcılar bu durumdan etkilenerek sürü psikolojisi içerisinde döviz kuru aleyhine pozisyon alabileceklerdir (Hacıhasanoğlu, 2005: 13). Sonuçta kur sistemi sürdürülemez hale gelecek ve döviz kurunda yaşanacak hızlı yükselişle birlikte bir ekonomik kriz yaşanacaktır. Ancak ikinci nesil kriz modelleri her ülkenin spekülatif saldırılardan etkilenmeyeceğini de öne sürmektedir (Özer, 1999: 70). Buna göre merkez bankası rezervlerinin çok yüksek seviyelerde olması, ülke para

biriminin çok fazla değerli olması ve para otoritelerinin kur sistemini sürdürmek konusunda kararlı olması halinde spekülasyon ataklarının gerçekleşme ihtimali azalacaktır. Aynı şekilde devletin mali yapısının güçlü olması da spekülasyon atak ihtimalini düşüren bir başka etken olacaktır.

Birinci nesil kriz modellerinde olduğu gibi, ikinci nesil kriz modellerinin geliştirilmesinde de katkıları bulunan Krugman, çalışmalarında çoklu denge sorununun makroekonomik verilerin gerçekçi olmadığı durumlarda ortaya çıkmayacağını belirtmiş ve ülkedeki ekonomik birimlerin para otoritelerinin tercihlerini bilmemeleri halinde spekülasyon saldırılarının sadece deneme amaçlı yapılacağını ortaya koymuştur (Özer, 1999: 71).

İkinci nesil kriz modelleri, birinci nesil kriz modelleri ile karşılaştırıldığında ikinci nesil kriz modellerin uluslararası finansal piyasalarının yapısına daha uygun bir görüntü çizdiği görülmektedir. Birinci nesil kriz modellerinde ihmal edilen; uluslararası yatırımcıların, özellikle portföy yatırımlarında gösterdikleri toplu hareket etme eğilimi yada sürü psikolojisi ve para otoritelerinin politikalarının doğrusal olmadığı, ekonominin gereklerine göre değişebileceği gibi unsurlar ikinci nesil kriz modellerine dahil edilmiştir.

İkinci nesil kriz modellerine yöneltilen en önemli eleştiri ise beklentilerde yaşanan değişimleri açıklayamamasıdır. Modeller döviz kurunun sürdürülemeyeceği beklentisinin neden ortaya çıktığını açıklama konusunda yetersiz kalmaktadır (Pesenti – Tille, 2000: 6). İster kamuoyu açısından, ister ekonomik birimler açısından yada ister uluslararası yatırımcılar açısından olsun; beklentilerin nasıl ve neden değiştiğinin ortaya konamaması, ikinci nesil kriz modellerinin ekonomik krizlerin işleyiş biçimini ortaya koymakla birlikte, oluşma sebeplerini açıklayamadığını göstermektedir.

İkinci nesil kriz modellerinin ekonomik kriz göstergeleri açısından doğrudan değerlendirilmesi ise tam olarak mümkün olmamaktadır. Zira ikinci nesil kriz modellerinin varsayımları ülkelerin ciddi bir ekonomik problemle karşılaşmadan yaşanan spekülasyon ataklarla krizlere maruz kalmalarıdır. Ancak spekülasyon saldırılarının gerçekleşebilmesi sabit döviz kuru rejimi altında söz konusu olabilecektir. Makroekonomik kriz göstergelerinden döviz kuru göstergeleri hatırlandığında aşırı değerlenmiş kurun bir para krizi göstergesi olarak değerlendirildiği hatırlanacaktır. Ayrıca yine ödemeler dengesi göstergesine dikkat edildiğinde aşırı değerlenmiş döviz kuru ile yüksek cari açıkların birleşmesi halinde spekülasyon ataklarına olanak sağlandığından ciddi bir para krizi riski olduğu ortaya konmuştur.

İkinci nesil kriz modellerinin tanımının sabit döviz kuru rejimi uygulayan bir ülkenin ciddi ekonomik kriz göstergelerine sahip olmamasına rağmen beklentilerin değişmesi ve spekülasyonla kur rejimini sürdürülemez hale gelmesi şeklinde özetlenmesi mümkündür. Bu tanımdan yola çıkarak ikinci nesil kriz modellerinin de; spekülasyonla sonuçlanması ya da kamu otoritesinin döviz rezervlerini kaybederek yerel parayı savunması olarak tanımlanan para krizlerini açıklayan modeller olduğu ortaya koyulabilecektir.

### **2.2.3.3 Yeni Nesil Kriz Modelleri**

1990'ların ikinci yarısına kadar birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin yaşanan ekonomik krizleri açıklamada yeterli bir seviyede olduğu düşünülmüştür. Ancak 1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizini her iki model de açıklamada yetersiz kalmıştır. Krizin hem bankacılık hem de para krizi özellikleri göstermesi, kur baskısının çok belirgin olmaması ve hızla tüm bölge ülkelerine yayılması daha önceki kriz modellerinin öngörmediği unsurlardır. Bu yüzden bu ekonomik krizin açıklanabilmesi ve daha sonra yaşanabilecek krizlerin öngörülebilmesi için yeni nesil kriz modellerine gerek duyulmuştur (Hacıhasanoğlu, 2005: 15).

Üçüncü nesil kriz modelleri ya da Asya krizini açıklamaya yönelik modeller olarak da adlandırılan yeni nesil kriz modelleri, krizin çeşitli unsurlarına değinen birçok modelden oluşmaktadır. Bu modeller genel olarak krizi bankacılık ve finans sektörü kaynaklı gördükleri için bankacılık sektörü ile ilgilidirler (Ardıç, 2004: 43). Üçüncü nesil kriz modellerini açıklamadan önce “ikiz kriz” tanımlamasının yapılması gerekmektedir. Her ne kadar kriz türleri başlığı altında ekonomik krizler üç ana türe ayrılmış bulunsa da Güneydoğu Asya krizinin ardından ekonomi literatürüne ikiz kriz denen kriz türü de eklenmiştir. Marion, Kaminsky ve Reinhart gibi iktisatçılar tarafından geliştirilen ikiz kriz modeli, para ve bankacılık krizlerinin aynı anda görüldüğü bir bileşimdir (Hacıhasanoğlu, 2005: 18). İkiz kriz modeline göre para ve bankacılık krizleri eş zamanlı olarak yaşanabileceği gibi, birbirlerini tetikler biçimde yakın zamanlarda da yaşanabilmektedir. Bankacılık sektörü ile özellikle ödemeler dengesi başta olmak üzere makro ekonomik dengeleri birbirine bağlayan unsur ise uluslararası sermaye hareketleri olmaktadır (Yay – Yay – Yılmaz, 2001:26). Uluslararası sermaye hareketlerinde beklentilere bağlı olarak yaşanan ani değişimler, döviz kurunda ciddi sapmalara yol açarak hem bankacılık sektörünü hem de makroekonomik dengeleri risk altına alabilmektedir. İkiz kriz modelleri ise bu durum sonucunda ortaya çıkmaktadır.



Yeni nesil kriz modellerini oluşturan modellerden ilki finansal liberalleşme hareketlerinin ardından yeterli yasal altyapının hazırlanamamasının ekonomik krize yol açtığını öne sürmektedir. Yasal altyapının hazırlanmamış olması bankacılık sektöründe mikroekonomik sorunlara, ahlaki riske ve aşırı borçlanmaya neden olacaktır (Yay – Yay – Yılmaz, 2001:25). Bankaların ve finansal piyasaların denetlenmesi ile ilgili kurumların ve yasaların hazırlanmamış olması bankaların şeffaflıktan uzaklaşmasına sebep olacaktır. Bankaların mali yapılarının bilinmemesi sermaye yeterliliği zayıf bankaların sektörde faaliyet göstermesine imkan sağlayacak, kredi genişlemesine sebep olacaktır. Bankalar herhangi bir denetimle karşılaşmadığında kar amacıyla kredi satışlarını aşırı derecede arttıracak ve kredi sağlarken seçici davranmayacaktır. Yaşanan kredi genişlemesi hem bankaların geri dönmeyen kredilerini arttıracak hem de likiditeyi arttırarak ekonomiyi etkileyecektir.

Ahlaki risk kavramı ise devletin açık yada gizli olarak mevduatlara garanti sağlaması yada bazı sektör ve firmalara kredileri yönlendirmesi olarak tanımlanmaktadır (Yay – Yay – Yılmaz, 2001:25). Ahlaki riskin söz konusu olması halinde bankalar kredi sağlama konusunda hiçbir çekince yaşamayacak, reel sektör dış kaynaklı kredilerle aşırı büyüklükte yatırımlara yönelecektir (Erdoğan, 2006: 42). Devlet garantisi altında verilen bu borçlar gizli bir biçimde devlet borcu haline gelecektir. Hem kredi sağlayanlar hem de kredi talep edenler devletin mevduatlara olan garantisini karşılayabileceğini düşündükleri sürece kredi genişlemesi sağlıksız bir şekilde sürecektir. Ancak beklentilerin olumsuz hale dönüşmesi yada merkez bankası rezervlerinin azalması halinde kredi sağlayanlar fon akışını durduracaktır. Reel sektör ise kredi sağlayamayacağını düşündüğünden açık pozisyonlarını kapatmaya çalışarak ekonomide panik yaşanmasına sebep olacaktır.

Yukarıda anlatılan durumlara ilave olarak dış borçlanmanın fazla olması modelin bir başka unsurudur. Denetim ve ahlaki risk sorununun olduğu bir ortamda bankalar piyasalara kredi sağlayabilmek için dış borçlanmaya gidecektir. Aşırı borçlanma borsa, gayri menkul gibi piyasalarda fiyatları yükseltecek faizleri de arttıracaktır. Artan faizler reel sektörü direkt olarak dış piyasalardan borçlanmaya yönlendirebilecektir. Özellikle bankacılık sektörünün açık pozisyonda olması bankaları kırılğan ve krize duyarlı hale getirecektir.

Sonuçta bu unsurların bir arada oluşması halinde hem kur politikası iflas edecek hem de bankacılık sektöründe bir kriz yaşanacaktır.

Yeni nesil kriz modellerini oluşturan ikinci model ise bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankaların mali yapılarıyla ilgilidir. Krugman tarafından ortaya atılan bu model banka bilançolarıyla krizler arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır (Erdoğan, 2006: 42). Bankaların bilanço problemleri genellikle para ve vade uyumsuzluğundan kaynaklanmaktadır. Vade uyumsuzluğu basitçe finansal kurumların kısa vadeli borçlanarak, uzun vadeli kredilerle borç sağlamalarıdır. Para uyumsuzluğu ise dış piyasalardan yani döviz cinsinden borçlanarak, iç piyasada yani yerel para birimi cinsinden borç vermelerinden kaynaklanmaktadır. Ülkeye uluslararası sermaye girişi olduğu sürece bankaların ve finansal piyasaların fon ihtiyacı karşılanacak vade ve para uyumsuzluğu problemi aşılabacaktır (Erdoğan, 2006: 42). Ancak ülkede ciddi bir devalüasyon yaşanması ve yerel paranın değer kaybetmesi halinde banka bilançoları ciddi bir şekilde bozulacaktır (İmer, 2003: 25). Bankaların borçları reel olarak artmış olacağından aynı zamanda bankacılık sisteminde de sorunların var olması halinde yaşanan ekonomik dalgalanma bir finansal şok haline gelecektir (Yay – Yay – Yılmaz, 2001:26).

Krugman'ın ortaya attığı bu modelin işleyiş biçimi özet olarak şu şekilde gelişmektedir. Finans piyasalarında beklentilerin bozulması ile ülke piyasalarına yönelen uluslararası sermaye hareketleri duracaktır. Bu durum ülke bankalarının para ve vade uyumsuzluğu yaşamasına neden olmakla birlikte asıl önemlisi ülkenin yerel para biriminin ciddi bir şekilde değer kaybetmesine neden olacaktır. Yerel para biriminin bu şekilde değer kaybetmesi uyumsuzluk sorununu derinleştirerek açık pozisyonda bulunan bankaların bilançolarını ciddi biçimde sarsacak, sonuç olarak bir bankacılık krizine neden olacaktır.

Yeni nesil kriz modellerinden bir diğeri ise yayılma etkisi modelidir. Yayılma etkisi modelleri bir ülkede ortaya çıkan ekonomik krizi başka ülkelerle ilişkilendirerek açıklarlar (Özer, 1999: 73). 1990'larda yaşanan ekonomik krizlerin tamamının dikkat çekici bir ortak özelliği bulunmaktaydı. Kriz yaşandığı ülkenin dışında başka ülkelere de yayılabilmekte yada ekonomilerini olumsuz olarak etkileyebilmekteydi. Ancak Güneydoğu Asya kriziyle birlikte bu durum daha da belirginleşmiştir. Tayland'da başlayan ekonomik kriz hızla Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Hong Kong, Singapur ve Tayvan'a yayılmış neredeyse bütün dünya ekonomilerini etkilemiştir. (Yay – Yay – Yılmaz, 2001: 27).

Krizlerin yayılmasıyla ilgili modeller öncelikle benzer ekonomik özellikler gösteren, dolayısıyla da aynı kırılganlıklara sahip ülkelerin ekonomileri üzerinde durmaktadır. Örneğin

benzer kur rejimi uygulayan ülkeler konjonktürel dalgalanmalardan benzer şekilde etkilenmektedirler. Bu sebeple dış şokların etkisiyle kriz bu ülkeler arasında hızla yayılacaktır.

Yayıma etkisi modellerinin bir diğeri ise dış ticaret etkisiyle krizlerin yayılabileceğini göstermektedir (Özer, 1999: 73). Aralarında yoğun ticaret ilişkisi bulunan ülkelerden birinde spekülâtif saldırılar sonunda yaşanacak bir devalüasyon, bu ülkenin para biriminin reel olarak değer kaybetmesi yüzünden; dış ticarete mutlak üstünlük sağlamasına sebep olacaktır. Dış ticarete bu ülkeyle rekabet edemeyen diğeri ülkelerde ithalat artacak, ihracat azalacak ve cari açık oluşacaktır. Sonunda bu ülkelerde spekülâtif saldırılara maruz kalıp devalüasyona yönelmek zorunda kalacaklardır.

Yayıma etkilerinin sonuncu modeli ise finansal piyasaların bağılılığı sonucunda ortaya çıkan krizleri açıklamaktadır. Finansal piyasaları birbirine bağılı ülkelerden birinde ortaya çıkan likidite eksikliği, özellikle uluslararası yatırımcıların diğeri ülkelerdeki fonlarını aktif hale getirerek likidite sağlamaya çalışmasına sebep olacaktır. Bu durum likidite sorununun ülkelerin hepsine yayılmasına sebep olacaktır. Ayrıca finansal piyasaları ortak özellikler gösteren ülkelerden birinde yaşanacak dalgalanma uluslararası yatırımcıların bu ülkelerin hepsinden çekilmesine sebep olabilecektir. Uluslararası yatırımcılar geliştirmekte olan ülke piyasaları hakkında yeterince bilgiye sahip olmadıklarından, benzer ekonomik özellik ve verilere sahip piyasaları tek bir piyasa gibi görmektedirler. Yatırımcılar sürü davranışı göstererek bu ülkelerden birinde ekonomik kriz yaşanması halinde bu ekonomilerin tamamından çekilebilmektedir (Yay – Yay – Yılmaz, 2001: 27).

Yeni nesil kriz modelleri ikiz kriz modelinden de hatırlanacağı gibi hem bankacılık krizi hem de para krizi özelliklerini bir arada göstermektedir. Dolayısıyla para krizi göstergesi olarak nitelenen ekonomik büyüme rakamlarında ki düşüşler, ödemeler dengesi açıkları, döviz kurlarındaki aşırı değerlenme, kredi fiyatlarındaki aşırı büyüme ve likiditenin aşırı genişlemesi gibi makroekonomik kriz göstergeleri aynı zamanda yeni nesil kriz modelleriyle açıklanan krizlerin göstergeleri olarak değerlendirilebilmektedir. Bunun yanı sıra aynı zamanda bankacılık krizi göstergeleri olarak tanımlanan kredi ve aktif fiyatlarındaki hızlı genişleme, yayılma etkileri, diğeri faktörler gibi makroekonomik kriz göstergeleri ile sermaye yeterliliği göstergeleri, aktif kalitesi göstergeleri, yönetimin kalitesi göstergeleri, gelir ve

karlılık göstergeleri ve piyasa riski duyarlılığı gibi mikroekonomik kriz göstergeleri de yeni nesil kriz modellerinin göstergeleri yerine geçebilmektedir.

Çalışmanın önceki bölümlerinde bahsi geçen kriz türleri kısmından hatırlanacağı gibi bankacılık krizi; bankacılık sektörünün yükümlülüklerini yerine getirememesi ve yaşanan banka iflasları şeklinde tanımlanmaktadır. Yeni nesil kriz modelleri ise bankaların açık pozisyonları ile yapısal ve denetimsel sorunları nedeniyle, oluşacak bir ekonomik şokla dalgalanan döviz kurlarının bankaların bilançolarını bozması ile ortaya çıkan krizler olarak özetlenebilecektir. Para krizi ise yine çalışmanın önceki bölümlerinde ülke parasına yapılan spekülasyonlarla döviz kuru sisteminin çökmesi olarak tanımlanmaktaydı. Yeni nesil kriz modellerinin tanımından yola çıkılması halinde yaşanan krizin devalüasyonla sonuçlanacağı dolayısıyla bir para krizi olduğu görülmektedir. Sonuçta kriz göstergeleri ile birlikte ikiz kriz modeli de göz önüne alındığında, yeni nesil kriz modellerinin hem para hem de bankacılık krizlerini açıkladığı ortaya çıkmaktadır.

## **3. BÖLÜM**

### **FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN KRİZLER**

#### **3.1 Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Krizler**

Çalışmanın bu bölümünde, son yıllarda ciddi ekonomik krizler yaşamış olan Meksika, Tayland, Güney Kore, Arjantin ve Türkiye ekonomilerinin kriz öncesi verileri önceki bölümlerde ele alınan kriz göstergeleri açısından değerlendirilerek ekonomik krize sebep olan faktörler ortaya konmaya çalışılacaktır. Yaşanan ekonomik krizlerin gelişimi anlatıldıktan sonra bu ülkelerin yaşadıkları ekonomik krizlerin, hangi kriz türüne dahil olduğu ve hangi modellerle açıklanabileceği konusu ortaya konacaktır. Çalışmanın bu bölümünde ele alınan ülkeler, yaşadıkları ekonomik krizlerde belirgin göstergelere sahip olan ve genellikle krizlerin ilk ortaya çıktığı ülkeler arasından seçilmiştir.

#### **3.2 Latin Amerika'da Yaşanan Krizler**

##### **3.2.1 Meksika 1994 Ekonomik Krizi (Tekila Krizi)**

Meksika ekonomisi uzun yıllar boyunca istikrarı bir türlü sağlayamamış ve birçok sarsıntı ile karşı karşıya kalmıştır. Bu sebeple Meksika otoriteleri IMF desteğiyle 1988 yılında bir ekonomik program uygulamaya koymuş, fiyat istikrarı konusunda ciddi ilerlemeler kaydedilmiş, ekonomide güven ortamı sağlanmıştır. Ancak 1994 yılında Meksika ekonomisi krize girmiştir. Yaşanan kriz diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçrayarak birçok ülkeyi etkilemiş, kriz ekonomi literatürüne “Tekila Krizi” olarak geçmiştir.

**Tablo 11. Kriz Öncesinde Meksika Ekonomik Verileri**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>GSYİH Büyüme Oranı (%)</i>	5	4	4	2	4	-6
<i>Cari Açık (GSYİH %)</i>	-3	-5	-7	-6	-7	-1
<i>MB Rezervleri (Mil.Dolar)</i>	9 862	17 725	18 941	25 109	6 278	16 846
<i>Kullanılan IMF Kredisi(Mil. Dolar)</i>	6 551	6 765	5 949	4 787	3 860	15 828
<i>Kısa Vadeli Dış Borçlar (Toplam Borç %)</i>	15	19	22	28	28	23
<i>Reel Faiz Oranı (%)</i>	„	..	..	8	10	16
<i>Enflasyon Oranı (TÜFE)</i>	27	23	16	10	7	35
<i>GSYİH (Mil. Dolar)</i>	262 709	314 453	363 609	403 195	421 725	286 698
<i>Toplam Dış Borç (Mil. Dolar)</i>	104 442	114 067	112 300	130 519	138 545	165 378
<i>Bankacılık Sektörünün Sağladığı Toplam Kredi (Mil. Dolar)</i>	37	38	40	41	49	50

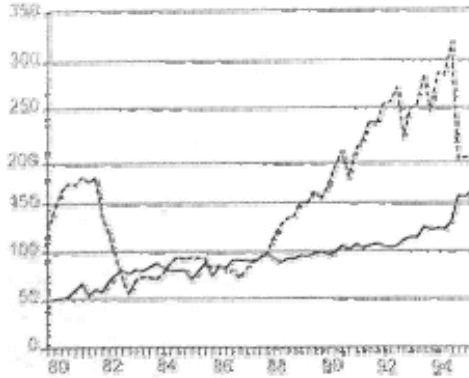
Kaynak: World Bank WDI, 2007

Makroekonomik kriz göstergeleri açısından Meksika ekonomisinin kriz öncesi durumu ele alındığında ekonomik büyüme oranları dikkat çekmektedir. Meksika, 1980’li yıllardan itibaren ortalama %3’lük bir büyüme oranı yakalamıştır (World Bank WDI, 2007). Aynı dönemde Meksika ile benzer ekonomik özellikler gösteren bazı Latin Amerika ülkelerinden Kolombiya 1980-1994 yılları arasında %4,1, Şili ise %7,12’lik büyüme oranını yakalamayı başarmıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 28). Meksika’nın sağladığı bu %3’lük büyümenin niteliği incelendiğinde ise 1990-1994 yılları arasında endüstriyel üretimin sadece %12 oranında arttığı görülmektedir (Karabulut, 2002: 114), Bu durum Meksika’da bu dönemde neredeyse hiç verimlilik artışı sağlanmadığını ve ülkede yaşanan büyümenin sanayiden kaynaklanmadığını ortaya koymaktadır. Ayrıca Meksika’da işgücünün yıllık %3 oranında arttığı göz önüne alındığında büyüme oranının ardında ciddi bir problem olduğu ortaya çıkmaktadır (Özer, 1999: 94). IMF yetkililerinden Savastano gibi bazı iktisatçılar büyüme oranlarının düşük seyretmesinin en önemli sebeplerinden bir tanesinin ise özel tüketimin ciddi bir biçimde düşmüş olmasına bağlamaktadır (Hacıhasanoğlu, 2005: 29).

Sonuç olarak daha önceki bölümlerden hatırlanacağı gibi ekonomide istikrarlı ve sağlıklı bir büyüme oranına ulaşamaması ciddi bir para krizi göstergesi olarak nitelenebilmektedir.

Makroekonomik kriz göstergelerinden bir diğeri olan ödemeler dengesi açısından bakıldığında ise Meksika’da ciddi ekonomik kriz göstergeleri olduğu net bir şekilde görülmektedir. Meksika’da cari açık tablo 11’de de görüldüğü gibi 1990’dan itibaren hızla artarak ekonomi politikalarını sürdürülemez hale getirmiştir. Cari açığın bu şekilde artmasının sebeplerinden biri ithalat – ihracat dengesinin ciddi bir biçimde bozulmasıdır. Sadece 1988 - 1994 yılları arasında Meksika’da ithalat yaklaşık %300 oranında büyümüştür (Karabulut, 2002: 112). Fakat grafik 9’da da görülebileceği gibi aynı dönemde ihracatın yatay bir seyir izlemesi Meksika’nın, gittikçe büyüyen bir dış ticaret açık, dolayısıyla da cari açık sorunuyla karşılaşmasına sebep olmuştur. Ekonomist Stanley Fischer kriz öncesinde yaptığı bir konuşmada bu duruma dikkat çekmiş ve Meksika’daki cari açığın çok yüksek boyutlara ulaştığını, açığın tamamen uluslararası sermaye yatırımları ile finanse edildiğini ve kaçış halini alacak bir sermaye çıkışı halinde krizin önlenemeyeceğini belirtmiştir (Uygur, 2001: 24).

**Grafik 9. 1980-1994 Yılları Arasında Meksika’da İthalat – İhracat Dengesi (%)**



Kaynak: Karabulut, 2002: 112

Ödemeler dengesi göstergelerinden bir diğeri olan dış borçlanmanın durumu ve vade bakımından içeriği ise bir başka kriz göstergesi olarak değerlendirilebilir. tablo 11’de görüldüğü gibi Meksika’nın toplam borç rezervlerinin içerisinde kısa vadeli borçlarının oranı ekonomik kriz öncesinde sürekli bir artış göstermiştir. Bu durum ciddi bir para krizi riski oluştururken, kısa vadeli borçların içerisinde dövize endeksli bonoların ağırlığının fazla olması bu riski çok daha ciddi bir sorun haline getirmiştir.

**Tablo 12. Meksika’da İç Borcun Yapısı (Milyon Dolar)**

	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>
<i>Sabit Faizli Hazine Bonosu</i>	20 437	24 445	23 567	19 047	26 084	7 456
<i>Değişken Faizli Devlet Tahvili</i>	21 082	21 903	18 871	11 827	5 485	1 562
<i>Enflasyona Endeksli Tahvil</i>	1 221	4 859	12 696	11 642	10 849	5 371
<i>Dolara endeksli Borç Senetleri</i>	75	408	302	296	1 237	17 780
<i>Diğer</i>	3 661	3 193	24	8	7	2
<i>Toplam</i>	46 476	54 808	55 459	42 820	43 662	32 170

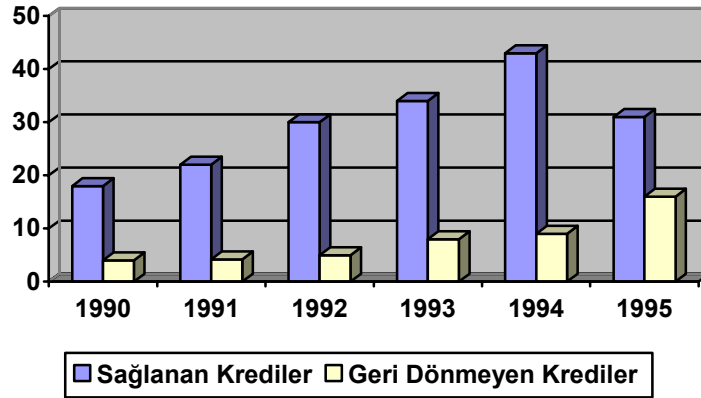
Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005: 150

Tablo 12’de krize kadar ki dönemde toplam borç stoğu gittikçe azalmakla birlikte görüldüğü gibi krizin çıktığı 1994 yılında iç borç stoğunun yaklaşık %50’si dövize endeksli kısa vadeli bonolardan oluşmuştur. Oluşan bu cari açık ciddi anlamda bir para krizi riski oluşturmuştur.

Meksika’da 1988’den itibaren uygulanan deregülasyon sürecine paralel olarak, bankaların kredi işlemlerinin kolaylaştırılması ve zorunlu karşılık oranlarının sıfırlanması gibi uygulamalar, finans piyasalarının kredi hacmini de ciddi miktarlarda arttırmıştır. Grafik 10’da görüldüğü gibi 1990’lı yılların başında kredi hacminin GSYİH’ya oranı %20’nin altındayken, 1994’de bu oran %40’ın üstüne çıkmıştır. Bu artışa paralel olarak geri dönmeyen kredilerin toplam kredilere oranı da %4’den %17’ye yükselmiştir. Frederic Mishkin gibi bazı iktisatçılar Meksika’da finansal kurumların bu tarz bir kredi genişlemesini izleyip kontrol etme yeteneği bulunmadığından ve hukuki altyapı sağlanmadığından geri dönmeyen kredilerin miktarlarının arttığını söylemektedir (Karabulut, 2002: 115). Yaşanan kredi genişlemesi olası bir ekonomik kriz halinde reel sektörün olumsuz etkilenmesi sebebiyle geri dönmeyen kredilerin miktarını daha da arttırabileceğinden, bir finansal krizin yanı sıra ciddi bir bankacılık krizi riskini de oluşturmuştur.



**Grafik 10. Meksika’da Bankaların Sağladıkları Kredilerin GSYİH’ya Oranı (%)**



Kaynak: Karabulut, 2002: 115 ve 116

Likidite göstergeleri açısından da Meksika ekonomisinde sorunlar görülmüştür. Yaşanan iç kredi genişlemesinin yanı sıra M2 para arzının uluslararası rezervlere oranı ciddi bir biçimde artmıştır. 1993 yılında M2 para arzı 120 milyar Dolar seviyesinde seyrederken, merkez bankası rezervleri ise 26 milyar Dolar seviyesinde kalmıştır (Karabulut, 2002: 113). Oluşan bu fark merkez bankasının döviz müdahale imkanını sınırladığından ciddi bir para krizi göstergesi oluşturmuştur.

Meksika krizi öncesinde belirgin kriz göstergelerinden bir diğeri ise yayılma etkisi açısından görülmüştür. Güney ve Orta Amerika’daki ülkelerin büyük bir çoğunluğu 1975 – 1990 yılları arasında liberalizasyon uygulamalarına başlamışlardır (Duman, 2004: 42). Bu durum ekonomik olarak birbirlerine benzer özellikler sergilemelerinin yanı sıra özellikle uluslararası yatırımcılar açısından benzer piyasalar olarak değerlendirilmelerine sebep olmuştur. Meksika ile diğer Latin Amerika ülkeleri arasında finansal yapının bu şekilde entegre olması ekonominin yapısındaki kırılganlığı ve dış şoklardan etkilenme olasılığını arttırdığından bir kriz göstergesi olarak nitelenebilecektir.

Ciddi kriz göstergelerine rağmen uygulanmaya devam eden ekonomi politikaları 1994 yılında sürdürülemez hale gelmiştir. Daha önce değinildiği gibi Stanley Fischer başta olmak üzere Dornbusch ve Werner gibi birçok iktisatçı 1994 yılının başından itibaren döviz kuru politikasının revize edilmesi ve ciddi bir devalüasyon yapılması yönünde uyarılarda bulunmaya başladı (Yay - Yay - Yılmaz, 2001: 33). Ancak Meksika’da 1994’de seçim yılı

olması ve ülkede ciddi siyasi sarsıntılar yaşanması ekonomiyi geri plana ittiği gibi hem yerli hem de yabancı yatırımcıların ekonomiye olan güveninin azalmasına sebep oldu.

1990'lardan itibaren ciddi bir düşüş eğilimi içerisinde olan ABD hazine bonosu faiz oranları da özellikle 1994'ün son aylarından itibaren ciddi bir yükseliş içerisine girmiştir. 1990 yılında %9,02'ye kadar yükseldikten sonra sürekli bir düşüş eğilimine giren ABD hazine bonosu faizleri, 1993 yılının sonlarına kadar düşüşünü grafik 11'de görüldüğü gibi sürdürmüş ve %5,42 seviyesine kadar gerilemiştir. Ancak yine grafik 11'de görüldüğü gibi bu tarihten itibaren hazine bonosu tarihleri tekrar yükselmeye başlamıştır. ABD'nin faiz oranlarını yükseltmesi Meksika'da da faizler üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmuştur (Karabulut, 2002: 116). Faiz oranları üzerinde oluşan bu baskı ise krizin gelişimini hızlandırıcı bir etken oluşturmuştur.

**Grafik 11. ABD'de 10 Yıllık Hazine Bonosu Faizlerinin Gelişimi (%)**



Kaynak: İnandım, 2005: 12

1994 yılının başlarından itibaren yerel para birimi Peso'ya bağlı borçlanma araçlarının ihracının zorlaşması üzerine Meksika hükümeti borçlanma ihtiyacını sağlayabilmek ve yatırımcılara güven vermek için Dolar'a endeksli bono ihracını ciddi bir biçimde arttırmıştır. Ancak bu durum yatırımcılar açısından ters etki yaratarak hükümetin borç stoğunu azaltmak için devalüasyon yapacağı beklentisine sebep olmuştur (Yay - Yay - Yılmaz, 2001: 33). Oluşan olumsuz beklentiler özellikle yerli yatırımcıların bonoları ellerinden çıkartmasına sebep olmuştur. 1994 başında toplam bonoların %43'üne yerli yatırımcılar sahipken bu oran Aralık 1994'de %34'e düşmüştür (Dikmen, 2003: 81).

Özellikle ABD’de artan faiz oranları ve ülkede oluşan belirsizlik ortamı uluslararası fonların ülkeden çıkmaya başlamasına sebep olmuştur. Döviz kuru rejimini sürdürebilmek için piyasalara müdahale etmeye başlayan Meksika merkez bankasının döviz rezervleri Ekim 1994’de 16 milyar Dolar civarına gerilemiştir. Aralık 1994’de ise yaşanmaya başlayan sermaye çıkışı, ciddi bir biçimde ülke ekonomisinden sermaye kaçıışı haline gelmiştir. 1994 yılında ülkeden çıkan uluslararası sermayenin içerisinde sadece portföy yatırımlarının tablo 13’de de görüldüğü gibi yaklaşık %40 oranında düşmüştür. Merkez bankasının sahip olduğu döviz rezervleri 6 milyar Dolar’a kadar düşmüş ve döviz kuru politikası iflas etmiştir (Yay - Yay - Yılmaz, 2001: 34). Bu gelişmeler üzerine Meksika hükümeti 20 Aralık 1994 tarihinde Peso’nun %15 oranında devalüe edildiğini açıklamıştır (Karabulut, 2002: 118). Ancak sadece 1994 yılındaki dövize endeksli bono stoğunun 17 milyar Dolar’ı aşması, merkez bankası rezervlerinin ise 6 milyar Dolar civarına düşmüş olması, devalüasyon oranının yetersiz olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. Meksika hükümetinin iyi bir planlama yapmadan gerçekleştirdiği devalüasyon, hükümetin ekonomi politikalarına olan güveni tamamen ortadan kaldırmış ve ülkeden sermaye kaçışını daha da hızlandırmıştır (Krugman, 1997: 13). Devalüasyon kararından iki gün sonra hükümet Peso’nun değerinin dalgalanmaya bırakıldığı açıklamıştır. Tablo 13’de görüldüğü gibi Meksika’ya yönelen uluslararası sermaye yatırımları kriz öncesine kadar sürekli bir artış göstermiştir. Özellikle kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımları ciddi bir şekilde artarken 1994 yılından itibaren ise hareket tersine dönmüştür. 1993 yılında Meksika’ya yönelen portföy yatırımları 8,4 milyar Dolar; kısa vadeli sermaye hareketleri ise 19,7 milyar Dolar seviyesindeyken; ekonomik krizin etkilerinin görülmeye başladığı 1994 yılında portföy yatırımları 3,3 milyar Dolara, kısa vadeli sermaye hareketleri ise 5 milyar Dolara gerilemiştir. 1995 yılında Meksika’ya yönelen net uluslararası sermaye hareketleri negatif değerler almış yani ülkeden ciddi miktarda uluslararası sermaye kaçıışı yaşanmıştır.

**Tablo 13. 1990-1995 Yılları Arasında Meksika'ya Yönelen  
Uluslararası Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Portföy Yatırımları</i>	1 680	3 610,33	4 726,92	8 467,09	3 373,80	-3 813,08
<i>Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	2 520	9 282,24	13 453,53	19 756,55	5 060,7	-7 081,44
<i>Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	10 771,06	9 433,59	-7 272,18	6 047,92	1 265,17	3 727,07

Kaynak: Worldbank WDI, 2007

Peso'nun dalgalanmaya bırakılmasıyla borsada çöküş yaşanırken, faiz oranları ciddi bir biçimde artmıştır. Meksika borsası yaşanan krizle %70 değer kaybı yaşamıştır (Karabulut, 2002: 116). Borsa'da yaşanan bu çöküşün en ciddi sebebi ülkeye yönelen portföy yatırımlarının yaşadığı büyük düşüş olmuştur. Faiz oranları ise %11 seviyelerinden 1994'de %30, 1995'de ise %80 civarında değerlere yükselmiştir (Krugman, 1997: 13). Ekonomik programın başından beri değerinin korunması için müdahale edilen Peso'nun Dolar karşısındaki değer kaybı ilk aylarda %100'ü aşmıştır (Uygur, 2001: 30). Her ne kadar ilerleyen dönemlerde değer kazanmaya başlasa da Peso'nun Dolar karşısındaki değer kaybı 1995 sonunda %50 oranında olmuştur (Krugman, 1997: 13). Tablo11'den hatırlanacağı gibi 1970'lerin başından beri ilk kez 1994 yılında tek haneli rakamlar seviyesine düşen enflasyon oranı da tekrar artış eğilimi içine girmiş, tüketici fiyat endeksi 1995 yılında %35 seviyesine yükselmiştir.

Peso'nun değer kaybını durdurabilmek ve Dolar cinsinden kamu borçlarını ödeyebilmek için Meksika otoriteleri faiz oranlarının yükselmesine göz yummak zorunda kalmışlardır. Bu durum ise GSYİH'nin reel olarak %7'ye yakın bir oranda küçülmesine sebep olmuştur (Krugman, 1997: 13). Dolar bazında GSYİH'nin değer kaybı ise %68 civarında gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörü de yaşanan krizden ciddi bir biçimde etkilenmiş, geri dönmeyen kredilerin miktarında meydana gelen artışlar finans sektörünü de ekonomik krizin eşiğine getirmiştir. Finansal kurumlarca açılan kredilerin %50'sinden fazlası geri dönmemiş, bu nedenle bankacılık sektörü taahhütlerini yerine getiremez hale gelmiştir. Krizin bankacılık

sektörünü etkileyerek bankacılık krizine dönüşmemesi ve bölge ülkelerine yayılmaması için uluslararası kuruluşlar ve gelişmiş ülkeler Meksika'ya ciddi oranda maddi yardımlarda bulunmuşlardır. 1995'in başında Meksika'ya; IMF 5 yıl vadeli olarak 10 milyar Dolar, ABD 20 milyar Dolar, endüstrileşmiş ülkeler 10 milyar Dolar ve diğer Latin Amerika ülkeleri de 1 milyar Dolar'lık yardımda bulunmuştur (Özer, 1999: 116). Sağlanan krediler krizin genişlemesini engellemiştir.

Meksika krizi, Latin Amerika'daki diğer ülkelerin ekonomilerini de olumsuz etkilemesi "Tekila Etkisi" olarak adlandırılmış ve krizin yayılarak "Tekila Krizi" halini alarak tüm Latin Amerika'ya yayıldığı öne sürülmüştür. Ancak bir çok iktisatçıya göre aslında bu kriz tek bir ülkeyle sınırlı kalmıştır (Delice, 2003: 68). Meksika'da yaşanan ekonomik krizin diğer ülkelere yayılacağı endişeleri zamanla ortadan kalkmış, tekila etkisi nispeten hafif atlatılmıştır (Alp, 2000: 241).

Meksika'da 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin öncesinde kriz göstergeleri ve krizin gelişimi incelendiğinde yaşanan krizin bir para krizi olduğu görülebilmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünden hatırlanacağı gibi para krizi ülke para birimine yapılan spekülasyon ataklarında etkisiyle kur rejiminin sürdürülemez hale gelmesi ve yaşanan büyük oranlı devalüasyon olarak tanımlanmıştır. Meksika'da 1994 ekonomik krizinde yaşanan devalüasyon baskısı ve yaşanan sermaye çıkışı kur politikasının çökmesine sebep olmuştur. Dolayısıyla Meksika 1994 ekonomik krizi yada Tekila krizi bir para krizidir (Erdoğan, 2002: 31) (Hacıhasanoğlu, 2005: 6). Her ne kadar krizden bankacılık sektörü de etkilenmiş olsa da, yapılan yardımlarında etkisiyle bankalar arasında iflaslar yada yükümlülüklerin yerine getirilememesi gibi sorunlar ortaya çıkmamıştır. Dolayısıyla Meksika 1994 krizi bir bankacılık krizi haline gelmemiştir.

Ekonomik kriz modelleri açısından Meksika krizi incelendiğinde ekonomik büyümenin sürmesi, enflasyon oranının da uzun yıllar sonra yaşanan düşüşler ve artan merkez bankası rezervleri yaşanan krizle tezat oluşturmaktadır. Ekonomide kriz öncesinde tek ciddi makroekonomik dengesizlik cari açık ve değerlenmiş kurdan kaynaklanan ödemeler dengesinde bulunmaktadır. Çalışmanın önceki bölümlerinden hatırlanacağı gibi ikinci nesil kriz modelleri para maliye politikaları tutarlı olsa yani ekonomik yapıda dengesizlik olmasa bile ülkelerin ekonomik kriz yaşayabileceğini öne sürmektedir. Meksika'nın içinde bulunduğu ekonomik durum çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ele alınan ülkelerle de kıyaslandığında

kriz öncesinde ciddi sorunlar göstermemektedir. Dolayısıyla Meksika’da 1994 yılında yaşanan ekonomik krizi ikinci nesil kriz modelleri açıklayabilmektedir (Hacıhasanoğlu, 2005: 6).

### 3.2.2 Arjantin 2001 Ekonomik Krizi

Arjantin ekonomisi 1980’lerden itibaren üst üste yaşadığı ekonomik krizlerin ardından istikrara doğru ilerlediği 1990’larda ciddi dış şoklarla karşılaşmıştır. 1997’de Güneydoğu Asya, 1998 Rusya ve son olarak 1999 Brezilya krizleri; Arjantin ekonomisini ciddi biçimde zayıflatmıştır (Aysu, 2003: 2). 2001 yılında ortaya çıkan ekonomik kriz ise Arjantin ekonomisini çökertmiş, ülkeyi moratoryum ilanına kadar götürmüştür.

Kriz göstergelerini değerlendirebilmek için Arjantin ekonomisinin kriz öncesi ekonomik verileri incelendiğinde ekonomik krizin ciddi belirtileri kolaylıkla görülebilmektedir.

**Tablo 14. Kriz Öncesi Arjantin Ekonomik Verileri**

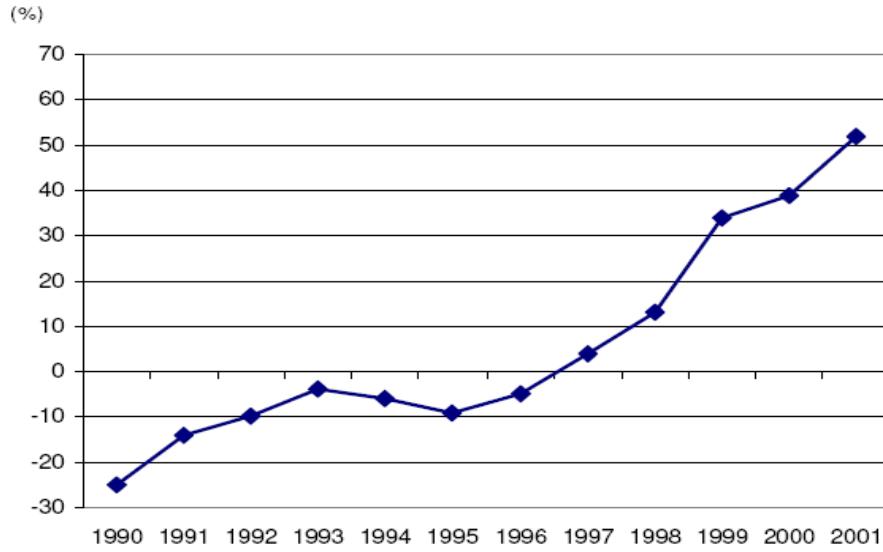
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>GSYİH Büyüme Oranı (%)</i>	8	4	-3	-1	-4	-11
<i>Cari Açık (GSYİH %)</i>	-4	-5	-4	-3	-1	9
<i>MB Rezervleri (Mil. Dolar)</i>	22 319	24 752	26 252	25 146	14 553	10 489
<i>Kullanılan IMF Kredisi (Mil. Dolar)</i>	5 868	5 442	4 477	5 055	13 976	14 339
<i>Kısa Vadeli Dış Borçlar (Toplam Borç %)</i>	25	22	20	19	13	10
<i>Reel Faiz Oranı (%)</i>	10	13	13	10	29	16
<i>Enflasyon Oranı (TÜFE)</i>	1	1	-1	-1	-1	26
<i>GSYİH (Mil. Dolar)</i>	292 858	298 948	283 523	284 203	268 696	102 040
<i>Toplam Dış Borç (Mil. Dolar)</i>	128 155	141 411	145 657	147 402	154 050	150 812
<i>Bankacılık Sektörünün Sağladığı Top. Kredi (GSYİH’ya Oranı)</i>	30	33	36	34	37	62

Kaynak: World Bank WDI, 2007

Makroekonomik kriz göstergeleri açısından Arjantin ekonomisi incelendiğinde, tablo 14’de de görüldüğü gibi çok belirgin bazı ekonomik kriz göstergelerinin oluştuğu gözlenebilmektedir. Makroekonomik göstergelerin başlıcası olan ekonomik büyüme rakamları Arjantin’de 1980’lerden itibaren istikrarsız bir görüntü izlemiş olsa da 1996 yılından itibaren ciddi bir büyüme eğilimi içerisine girmiştir. 1995’de yaşanan Meksika krizine rağmen Arjantin’de yaşanan ekonomik büyümenin en büyük sebebini ise bölgeye yönelen uluslararası sermaye hareketleri oluşturmuştur (Hacıhasanoğlu, 2005: 66). Ancak 1999 yılında Rusya’da yaşanan ekonomik krizle birlikte Arjantin ekonomisi ciddi bir daralma süreci içerisine girmiştir. 1998 yılında yaklaşık 300 milyar Dolar olan GSYİH rakamı, 1999 yılında yaklaşık 17 milyar Dolar gerilemiştir (World Bank WDI, 2007). Ekonomik büyüme rakamlarının bu şekilde negatif bir seyir izlemesi bir ekonomi için çok belirgin bir kriz göstergesidir. Ekonomik büyüme rakamlarının bu şekilde düşmesi IMF tarafından hem para krizi hem de finansal kriz göstergesi olarak tanımlanmaktadır (Evans – Leone - Gill, 2000: 10).

Cari açık rakamları açısından da Arjantin ekonomisinde 2001 krizi öncesinde, kriz göstergeleri izlenebilmektedir. Tablo 14’de görüldüğü gibi sürekli cari açık veren Arjantin ekonomisi, ödemeler dengesindeki bu açıkları uluslararası sermaye hareketleri ile karşılamıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 66). Ancak 1998’den itibaren yaşanan dış şoklarında etkisiyle ticaret dengelerinde bozulma yaşayan Arjantin’in cari işlemler açığı artmaya başlamış 1997’de Arjantin GSYİH’sının %12,2’sine, 1998’de ise %14,5’üne yükselmiştir. Ödemeler dengesinin bozularak bu şekilde açık vermesi aşırı değerlenmiş para biriminin de etkisiyle sürdürülemez hale gelmiş ve oluşacak bir para krizinin ciddi bir belirtisi olmuştur. Ülkede 1991’den itibaren uygulanan para kurulu destekli sabit kur rejimi yerel para biriminin sürekli olarak değer kazanmasına sebep olmuştur (Duman, 2004: 46).

**Grafik 12. 1990 – 2001 Yılları Arasında Arjantin’de Reel Kurun Değerlenmesi**



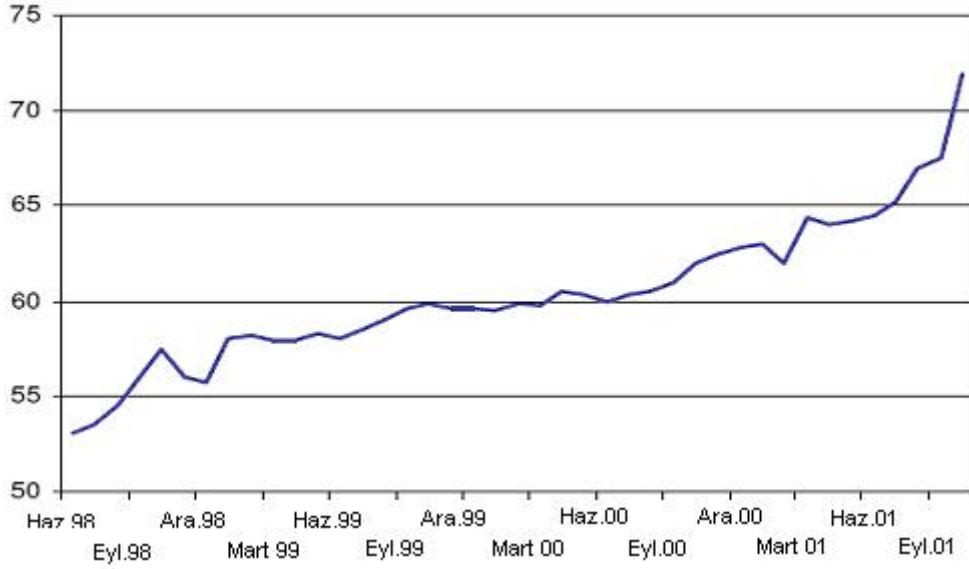
Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005: 165

Para kurulu destekli sabit kur rejiminin etkisiyle grafik 12’de görüldüğü gibi reel kurun bu şekilde artarak değerlenmesi, büyüyen cari açıkla birlikte yaşanacak bir para krizinin ayak seslerini oluşturmuştur. Üstelik 2001 yılında krizin hemen öncesinde yerel para biriminin Euro’ya endekslenmesi de para biriminin aşırı değerlenmesine çok büyük katkı yapmıştır (Aysu, 2003, 5). Yerel para biriminin aşırı değerlenmesine rağmen Arjantin’in sahip olduğu döviz rezervlerinin ise sürekli olarak artmıştır. 1999 yılında Arjantin’in resmi döviz rezervleri 26 milyar Dolar’ı aşmış, bu durum uygulanan ekonomi politikalarının hatalarına rağmen devam ettirilmesinde etken olmuştur (World Bank WDI, 2007). Ancak oluşan cari açığın büyüklüğü ve reel döviz kurunun aşırı değerlenmiş hali, döviz rezervlerinin artmasına rağmen yetersiz olduğunu göstermektedir.

Arjantin ekonomisinin bankacılık sektörü açısından ise, ekonomik kriz yaşayan diğer ülkelerle kıyaslandığında daha iyi durumda olduğu görülmektedir. Özellikle 1994 Meksika krizinden sonra yeniden yapılandırılan bankacılık sektörü sağlam bir yapıya kavuşmuştur (Hacıhasanoğlu, 2005: 59). Ancak banka mevduatlarının yapısı ile ilgili olarak dikkat çeken bir unsur bulunmaktadır. Arjantin ekonomisinde 1990’ların başlarından itibaren döviz tevdiat hesapları ciddi bir biçimde artmıştır.



**Grafik 13. Arjantin’de Yabancı Para Cinsinden Mevduatların,  
Toplam Mevduatlara Oranı (%)**

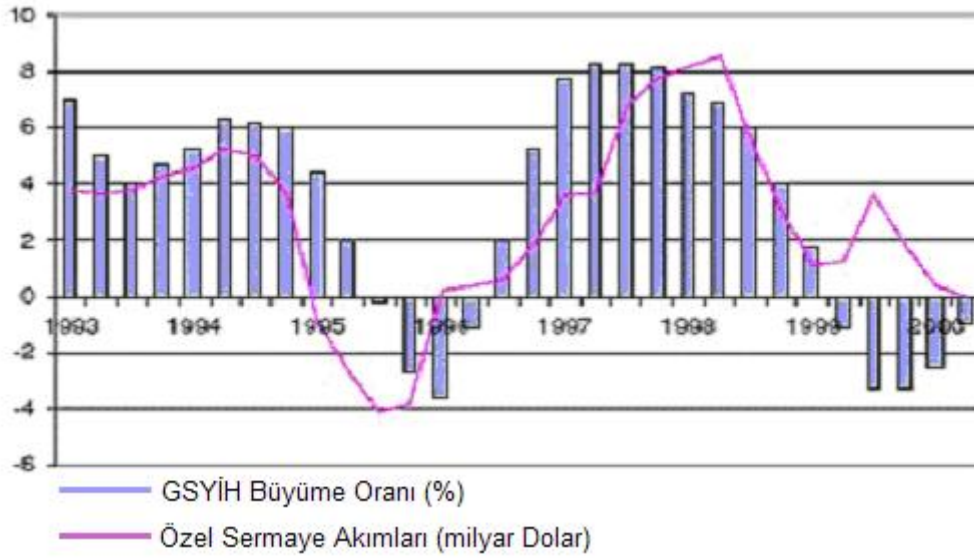


Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005: 174

Döviz tevdiat hesaplarında ciddi bir artış olması ülkede dolarizasyon riski olduğu ve döviz talebinin arttığına bir göstergesi olabilecektir. Nitekim Arjantin’de Dolar’a yönelik oluşan ciddi talep kriz öncesinde ülkede tüm finansal sözleşme ve işlemlerin Dolar’la yapılar hale gelmesine sebep olmaya başlamıştır (Yaman, 2001: 12). Arjantin ekonomisi dövizle yönelik oluşan bu artan talebi ise ülkeye yönelen uluslararası sermaye hareketlerinden karşılanmıştır. Arjantin’e yönelen sadece uluslararası portföy yatırımları bile 1980’lerde 678 milyon Dolar iken, 1990 yılında 1,836 milyar Dolar’a kadar ulaşmıştır (Çiloğlu, 2002: 5) Latin Amerika bölgesinde yaşanan her ekonomik kriz dönemlerinde Arjantin’e yönelen uluslararası sermaye hareketlerinde de bir azalma olmasına rağmen, kriz sonrasında Arjantin her seferinde daha fazla sermaye hareketi çekmiştir. Nitekim bu artış sadece Arjantin’e yönelen uluslararası portföy yatırımlarında 1990’da 1,836 milyar Dolardan 1997 yılında 29,691 milyar Dolar seviyesine ulaşılmasına neden olmuştur (IMF, 2006).

Arjantin ekonomisinde ülkeye yönelen uluslararası sermaye hareketleri cari açığın finanse edilmesi ve döviz rezervlerinin arttırılmasının yanı sıra büyüme rakamları üzerinde de etkili olmuştur.

**Grafik 14. Arjantin’de Sermaye Girişleri ve Ekonomik Büyüme**



Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005: 170

Grafik 14’de görüldüğü gibi Arjantin’de uluslararası sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında doğrusal bir orantı olduğu rahatlıkla görülebilmektedir. Yani uluslararası sermaye hareketleri Arjantin’in GSYİH’sını artırıcı bir etki yapmış, büyümeyi finanse etmiştir. Ancak bu bağlantının 1999’dan itibaren kopmaya başladığı grafik 14’de görülmektedir.

Uzun vadeli bir istikrara 1980’lerden itibaren hiç ulaşamamış olan Arjantin ekonomisi üstü üste yaşadığı dış şoklarında etkisiyle 2001 yılında ülkeyi moratoryuma götüren bir ekonomik kriz yaşamıştır.

1999 yılında Brezilya’da yaşanan ekonomik krizin ardından ekonomisi küçülmeye başlayan Arjantin’de ekonomi ciddi resesyon belirtileri göstermeye başlamıştır. Ülkede yaşanan ekonomik sıkıntının en büyük sebebi ise uluslararası sermaye hareketlerinin yönünün ülkeden çıkış şekline dönüşmesidir. IMF kontrolünde uygulanan ekonomi programı büyümenin azalmasıyla birlikte 1999 yılından itibaren kamuoyu desteğini kaybetmeye başlamıştır (Aysu, 2003:3). Kamuoyu desteğinin kaybolmasının en önemli sebebi ise uzun yıllardır uygulanan özelleştirme programı ile sıkı para ve maliye politikalarının halkın tepkisini çekmeye başlamasıdır.

Ülkede yaşanan ekonomik daralma ve sermaye çıkışının sürmesi 2001 yılında ekonomiyi çökme noktasına getirmiştir. Ekonomik daralmanın sürmesi işsizlik oranının %14,6'ya yükselmesine sebep olmuş, dış borç ise 128 milyar Dolar'ı aşmıştır (Yaman, 2001: 12). Piyasalarda ekonomi politikalarının sürdürülemeyeceği görüşünün hakim olmaya başlamasıyla ciddi bir devalüasyon ve dış borçların ödenemeyeceği beklentisi oluşmuştur. Devalüasyon beklentisi uluslararası sermayenin ülkeyi terk etmeye başlamasına sebep olmuştur 2001 yılının ilk altı ayında yaşanan sermaye çıkışı sebebiyle Arjantin'in uluslararası rezervleri %40 oranında azalmıştır (Aysu, 2003: 3). Yaşanmaya başlanan krizi ekonomi politikası yetkilileri öncelikle Dolar kuruna müdahale ederek önlemeye çalışmış, ayrıca dış borçları ödeyebilmek için kısa vadeli borçlanma senetlerini, daha yüksek faizli uzun vadeli bonolarla takas etmeye çalışmışlardır. Ancak bu müdahaleler başarısız olmuş, borsa endeksi de hızla düşmeye başlamıştır. S&P, Moody's ve Fitch gibi uluslararası derecelendirme kuruluşları bu gelişmeler üzerine Arjantin'in kredi notunu düşürmüş ve güvensizliği arttırmışlardır (Erdoğan, 2002: 73).

IMF'in Arjantin'e vermeyi taahhüt ettiği kredi miktarını arttırmasına rağmen Ekim ayında ülkede bankacılık sektörüne hakim İspanyol bankaları piyasadan çekilme kararı almış, halk bankalarındaki mevduatlarını panik halinde çekmeye başlamıştır. Mevduatların kaçışı gecelik faizleri %689 seviyesine kadar yükselmesine sebep olmuştur (Hacıhasanoğlu, 2005:71).Yaşanan krizin derinleşmesi üzerine Aralık 2001'de IMF Arjantin ekonomisi yetkililerine yeni bir anlaşma önermiş ve dalgalı kur rejimine geçilmesini istemiştir (Aysu, 2003: 2). Ancak Arjantin tarafından bu istek kabul edilmediği gibi bankalardan mevduat çekilmesine sınır getirilmesi gibi liberal olmayan politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Bu önlemler krizi önlemek yerine ekonominin tamamen çökmesine sebep olmuş, ülkede yer yer halk ayaklanmaları başlamış ve hükümet istifa etmek zorunda kalmıştır. Yeni seçilen hükümetlerinde ekonomiye hakim olamaması yüzünden ülke ciddi bir siyasi bunalım içerisine de girmiştir.

Kriz sonucunda ülkenin para biriminin de değiştirilmesine rağmen değer kaybı durdurulamayınca yerel para birimi %400 değer kaybetmiş, ülke 1998-2002 yılları arasında %20'den fazla küçülmüş, işsizlik oranı %18'in üzerine çıkmıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 72). Bütün bu gelişmelerin sonucunda Arjantin 2002 yılında 146 milyar Dolar civarında olan dış borcunu ödeyemeyeceğini açıklayarak moratoryum ilan etmiştir (Yeldan, 2005: 1).

2001 yılında Arjantin’de yaşanan ekonomik krizin gelişim süreci incelendiğinde krizin türü hakkında kesin bir fikir yürütme imkanı olabilmektedir. Ekonomik kriz; piyasalarda beklentilerin olumsuz hale gelmesiyle yerel para birimi üzerinde başlayan devalüasyon baskısıyla ortaya çıkmıştır. Ülkede yaşanan büyük miktarda sermaye çıkışıyla merkez bankasının döviz rezervleri erimiş, kur politikası sürdürülemez hale gelmiştir. Sonuçta yerel para birimi dalgalanmaya bırakılmış yaşanan değer kaybı %400 oranında olmuş, faiz oranları %689 seviyesine kadar çıkmıştır. Krizle birlikte yaşanan bu gelişmeler para krizi tanımına birebir uymaktadır. Çalışmanın daha önceki bölümlerinden hatırlanacağı gibi para krizi spekülasyon atakların büyük oranlarda bir devalüasyonla sonuçlanması yada resmi rezervlerin ve faiz oranlarının kullanılarak paranın değerinin korunmaya çalışıldığı ancak başarılı olunamadığı bir ekonomik kriz türü olarak tanımlanmıştır.

Ekonomik krizleri açıklayan modeller açısından Arjantin ekonomisinin kriz öncesi ve kriz sırasındaki gelişimi incelendiğinde ise bu ekonomik krizin birinci nesil kriz modelleri ile açıklanabildiği görülecektir. Hatırlanacağı gibi birinci nesil kriz modelleri dengesiz bir ekonomik yapı ve sürdürülemez ekonomik politikalarının sonucunda ekonomik krizin yaşandığını öne sürmektedir. Arjantin ekonomisi de uzun yıllar süren ekonomik sarsıntıları yüzünden istikrarsızlığı bir çeşit istikrar haline getirmiştir. 2001 yılında cari açığın sürdürülemez hale gelmesi ve aşırı değerli para birimi spekülasyon ataklara zemin hazırlamış, oluşan panik ülkeye son yıllarda büyük miktarda giren uluslararası fonların ülkeyi terk etmesine sebep olmuştur. Merkez bankası rezervlerinin erimesiyle sabit döviz kuru rejimi iflas etmiştir. Ekonomik krizin Arjantin’de izlediği bu gelişim Krugman’ın ortaya attığı birinci nesil kriz modelleriyle büyük ölçüde uyumaktadır.

### **3.3 Güneydoğu Asya’da Yaşanan Krizler**

#### **3.3.1 Tayland 1997 Ekonomik Krizi**

1980’li yıllardan itibaren Tayland Güneydoğu Asya’da bölge ülkeleriyle birlikte çok hızlı bir ekonomik kalkınma ve büyüme süreci içine girmiştir. Tayland ekonomisi 1990 yılından 1997 yılına kadar her yıl %8’in üzerinde büyümüştür. Bunun yanı sıra gerçekleşen milli gelir artışı ayrıca ekonomik kalkınmanın gerçekleşmesine de yardımcı olmuştur (Erdoğan, 2002:84). Bölge ülkeleriyle birlikte Tayland ekonomisi de yaşadığı hızlı gelişimle

“Asya Kaplan”ı olarak nitelendirilmeye başlanmıştır. Ancak bütün bu olumlu görüntü 1997 yılında Tayland’da başlayarak bütün bölge ülkelerini etkileyen bir ekonomik krizin ortaya çıkmasını engelleyememiştir.

**Tablo 15. Kriz Öncesinde Tayland Ekonomik Verileri**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>GSYİH Büyüme Oranı (%)</i>	8	9	9	6	-1	-11
<i>Cari Açık (GSYİH %)</i>	-5	-6	-8	-8	-2	13
<i>MB Rezervleri (Mil. Dolar)</i>	24 472	29 332	35 982	37 731	26 179	28 825
<i>Kullanılan IMF Kredisi (Mil. Dolar)</i>	0	0	0	0	2 428	3 238
<i>Kısa Vadeli Dış Borçlar (Toplam Borç %)</i>	43	45	44	42	34	28
<i>Reel Faiz Oranı (%)</i>	8	5	7	9	9	5
<i>Enflasyon Oranı (TÜFE)</i>	3	5	6	6	6	8
<i>GSYİH (Mil. Dolar)</i>	125 009	144 526	167 895	181 688	150 891	111 859
<i>Toplam Dış Borç (Mil. Dolar)</i>	52 638	65 533	100 038	112 837	109 698	104 917
<i>Bankacılık Sektörünün Sağladığı Top. Kredi</i>	116	131	141	146	178	177

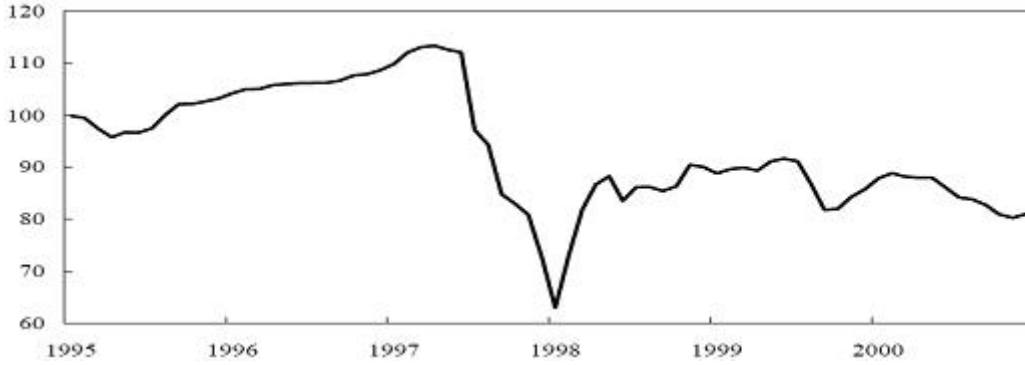
Kaynak: World Bank WDI, 2007

Makroekonomik kriz göstergeleri açısından değerlendirme yapabilmek için Tayland’ın 1997 öncesi makroekonomik verileri incelendiğinde en çok dikkat çeken unsur ödemeler dengesi rakamları olmaktadır. Tayland’da ekonomi 1988 yılından itibaren cari açık vermeye başlamıştır(World Bank WDI, 2007). Tablo 15’de de görüldüğü gibi ekonomik krizin yaşandığı 1997 yılına kadar cari açık rakamı sürekli yüksek seviyelerde seyretmiş, 1996 yılında 14,5 milyar Dolar’ı aşmıştır. Tayland’da cari açığın bu kadar yüksek seyretmesinin iki önemli sebebi bulunmaktadır. Bunlardan biri Tayland’ın sürekli olarak dış ticaret açığı vermesi, diğeri ise özellikle 1990’lı yıllardan itibaren ödemek zorunda kaldığı kısa vadeli dış borçların faiz ödemeleridir (Özer, 1999: 120).

Tayland ekonomisinin dış ticaret açığı vermesinin sebebi ise yine bir ekonomik kriz göstergesi olarak değerlendirilen aşırı değerlenmiş kurdur. Tayland’da birçok Asya ülkesinde

olduğu gibi uzun yıllar sabit döviz kuru rejimi uygulanmış ve ekonomi otoriteleri tarafından sadece kurdaki küçük dalgalanmalara izin verilmiştir (Alp, 2000: 244). Sabit döviz kuru politikası ise ulusal para birimi Baht'ın aşırı değerlenmesine yol açmış ayrıca reel ve nominal kur arasındaki farkın açılmasına sebep olmuştur. 1990 – 1997 yılları arasında Tayland'da nominal kur ile reel kur arasındaki fark %25'in üzerine çıkmıştır (Karabulut, 2002:121).

**Grafik 15. 1995 – 2000 Yılları Arasında Tayland'da Reel Döviz Kuru Değişimi  
(1995 =100)**



Kaynak:IMF, 2001

Reel döviz kuru endeksi açısından Tayland ekonomisi incelendiğinde grafik 15'de görüldüğü gibi kriz öncesinde Tayland para birimi Baht'ın Dolar karşısında reel olarak çok yüksek değerde bir seyir izlediği de görülmektedir. Kurun aşırı değerlenmiş olması Baht'ı spekülasyon ataklarına karşı savunmasız bırakmıştır (Alp, 2000: 244).

Cari açığın Tayland ekonomisinde bu denli yüksek seyretmesinin ve sürdürülemez bir hale gelmesinin diğer sebebi ise dış borç ödemeleridir. Hızlı bir ekonomik büyüme trendi yakalayan Tayland bu büyümeyi uluslararası sermaye hareketleri ve dış borçlanma ile finanse etmiştir. Ancak toplam borç stokunun içerisindeki kısa vadeli borçların oranının sürekli artması cari açığı da artırmıştır. Tablo 15'de görüldüğü gibi ekonomik kriz öncesindeki son yıllarda kısa vadeli dış borçların toplam borçlara oranı %40'ın üzerine çıkmıştır. Tayland'ın toplam dış borç stoğu ise tablo 15'de görüldüğü gibi 1993'de 52 milyar Dolar seviyesindeyken 1997 de 109 milyar Dolar'ı geçmiştir. GSYİH'ya oranı ise %50'ye ulaşmıştır Yüksek seyreden cari açık ve para biriminin aşırı değerlenmesi daha önceki bölümlerden hatırlanacağı gibi IMF'e göre ciddi bir para krizi göstergesidir.

Makroekonomik kriz göstergelerinden bir diğeri olan kredi fiyatlarındaki hızlı büyüme açısından da Tayland ekonomisi, kriz öncesinde ciddi sorunlar yaşadığı görülmektedir. Tablo 15’de görüldüğü gibi 1997 yılında bankalar tarafından açılan kredilerin GSYİH’ya oranı %178’e kadar ulaşmıştır. Kredi fiyatlarında yaşanan bu artış ekonomide parasal genişlemeye yol açmış ve döviz kurlarını arttırıcı yönde bir baskı oluşturmuştur. Kredi tabanının bu şekilde genişlemesi makroekonomik kriz göstergeleri genelini işaret ettiği bir para krizinin yanı sıra çok ciddi bir bankacılık krizi riskini de doğurmuştur. Krugman gibi birçok iktisatçı da 1997 yılında yaşanan krizin ardında aslında bu kredi genişlemesinin olduğunu öne sürmüşlerdir (Karabulut, 2002: 86).

Makroekonomik göstergeler arasında IMF’in diğer göstergeler arasında yer verdiği bankacılık sistemi ile ilgili ekonomik kriz göstergeleri açısından değerlendirildiğinde Tayland’ın çok ciddi bir bankacılık krizi riski altında olduğu görülmektedir. Zira Tayland’da yaşanan kredi genişlemesinin ardında bankacılık sektörünün yapısı ve devletin kredi yönlendirmeleri bulunmaktadır.

Tayland’da kriz öncesi faaliyet gösteren bankaların büyük bir kısmını kamu bankaları ile büyük holdingle ait bankalar oluşturmuştur (Alp, 2000: 245). Bu durum bankacılık sektöründe rekabeti önlemiş ayrıca sisteme yeni girişlere engel olmuştur. Banka kredileri devlet otoritesi tarafından gayrimenkul gibi verimsiz sektörlere yönlendirilmiştir (Karabulut, 2002: 120). Banka sahibi büyük holdingler ise bankalarının kredilerini genellikle kendi gruplarındaki firmalara yönlendirmiştir (Yay – Yay – Yılmaz, 2001: 39). Yaşanan bu sorunlu kredi genişlemesi bankacılık sisteminin denetim ve şeffaflıktan uzak bir şekilde gelişmesine sebep olmuştur. Şeffaflığın ve denetimin olmaması ise sektör hakkında sağlıklı verilerin elde edilmesini engelleyerek yatırımcıları ve ekonomik birimleri yanıltmıştır. Hatta uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, ekonomik kriz başlayana kadar Tayland’ın kredi notunu hiç düşürmemiştir (Yay – Yay – Yılmaz, 2001:39).

Rekabetten uzak bir şekilde faaliyet gösteren bankalar yaşanan kredi genişlemesiyle birlikte artan kredi talebini karşılayabilmek için uluslararası fonlara yönelmiş ve kısa vadeli yüksek faizli borçlanma ile fon ihtiyacını karşılamaya başlamıştır. Döviz cinsinden artan kısa vadeli borçlanma, önceleri bankaların mali yapısını çok ciddi bir şekilde tehdit eder hale gelmiştir. 1996 yılında Tayland’ın kısa vadeli borçlarının %28,9’unu bankaların aldıkları

borçlar oluşturmuştur (Duvan, 2001: 5). Banka borçlarının bu şekilde artması kriz öncesinde bütün ekonomiyi risk altına almıştır

Mikroekonomik göstergeler açısından bakıldığında ise bankacılık sisteminin neredeyse tamamen denetimsiz olması nedeniyle kesin değerlendirmeler yapılamamaktadır (Çonkar - Ata, 2003: 5). Ancak yinede aktif kalitesi göstergeleri kredilerin yönlendirilmesi sebebiyle 1997 yılından önce kriz sinyallerini vermeye başlamıştır. Kredi genişlemesine paralel olarak geri dönmeyen kredilerin miktarları da artış göstermiştir. 1995 yılında finans piyasalarının sağladığı kredilerin yaklaşık %6'sı ödenmediği için takip altına alınmışken, bu oran 1997'de yaklaşık %12'ye çıkmıştır (Duvan, 2001: 4). Tayland'da geri dönmeyen kredilerin miktarının önceki bölümlerden hatırlanacağı gibi Meksika'da kriz öncesindeki seviyeden daha yüksek bir seviyede olması dikkat çekici unsurdur. Bu durum finans piyasalarında ciddi bir bankacılık krizi riski altında olduğunu göstermektedir.

Piyasa riski duyarlılığı göstergeleri açısından incelendiğinde, Tayland da bankacılık sektöründe kriz öncesinde yaşadığı problemler rahatlıkla görülebilmektedir. Hatırlanacağı gibi piyasa duyarlılığı göstergesi bankaların dış yükümlülüklerinin, varlıklarına oranının fazla olması durumudur. 1990 yılında Tayland'da bankaların dış yükümlülüklerinin toplam varlıklarına oranı %6 seviyesindeyken, 1995 yılında %23'e yükselmiştir (Özer, 1999: 116). Bu durum grafik 15'de görüldüğü gibi 1997 yılı öncesinde para birimi Baht'ın aşırı değerlendirildiği Tayland'da yaşanacak bir devalüasyon halinde bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesi riskini doğurarak bir bankacılık krizinin göstergesini oluşturmuştur.

1996 yılının ikinci yarısından itibaren artan cari açıkla birlikte aşırı değerlendirilen Tayland para birimi Baht üzerinde yoğun baskılar oluşmaya başlamıştır (Özer, 1999: 121). Yoğun biçimde dövizle borçlanan Tayland bankaları konjonktüründe etkisiyle borçlarını ödeme konusunda zorluklar yaşamaya başlamıştır. 1997 yılının başında borçlarını ödeyemeyen Tayland'ın büyük bankalarından Sapmprasong iflas etmiştir (Hacıslamoğlu, 1998:45). Bu gelişmenin ardından finans piyasalarında; bankaların yoğun olarak kredi sağladıkları, emlak piyasasında faaliyet gösteren kurumların iflas edeceği beklentisi oluşmuştur. Tayland borsası yatırımcıların satışlarıyla %45 oranında değer kaybetmiştir (Özer, 1999:122). Tayland hükümeti zor durumdaki finans kurumlarına yardım edeceğini açıklayarak piyasaları rahatlatmayı amaçlasa da bu durum uluslararası yatırımcılar arasında panik oluşturmuştur. Tablo 16'da da görülebileceği gibi 1997 yılının Mayıs ayından itibaren



ülkeden uluslararası sermaye kaçıışı ile birlikte Baht'a karşı yoğun spekülasyon atakları yaşanmaya başlamıştır (Burhan-Mustafaoğlu, 1998:2). Tayland merkez bankası, resmi rezervlerinin yaşanan spekülasyon atakları karşılayamayacağını tahmin ettiğinden Temmuz ayında Baht'ın Dolar karşısındaki değerini dalgalanmaya bırakmıştır. Baht'ın Dolar karşısındaki değer kaybı %20'ye ulaşmıştır. Tayland'da faaliyet gösteren finansal kurumların %97'si faaliyetlerini durdurmak zorunda kalmıştır (Erdoğan, 2002: 92). Tayland GSYİH'sı %11 oranında küçülmüştür. Ülkeden çıkan kısa ve uzun vadeli fonların miktarı tablo 16'da görüldüğü gibi GSYİH'nın %12'sini ülkeye giren uluslararası portföy yatırımları ise 1995 yılına oranla GSYİH'nın %1,5'i oranında düşmüştür. Yaşanan gelişmeler bütün Güneydoğu Asya'yı etkileyerek yaşanan en büyük ekonomik krizlerden birinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

**Tablo 16. 1992 – 1997 Yılları Arasında Tayland'a Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSYİH'nın Yüzdesi)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Portföy Yatırımları</i>	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	0,4
<i>Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	4,8	2,9	5,2	8,7	5,2	-10,5
<i>Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	2,0	1,2	5,2	1,3	2,5	-3,1

Kaynak: Worldbank WDI, 2007

Tayland'da yaşanan ekonomik kriz, kriz türlerine tam olarak uymamaktadır. Kriz öncesinde oluşan cari açık, bankaların sağladıkları kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak geri dönmeyen kredilerdeki artış, devlet tarafından yönlendirilen krediler ve bankaların açık pozisyonları ise çok ciddi bir bankacılık krizinin göstergeleri olmuştur. Ancak yaşanan cari açık, aşırı değerlenmiş kur ve kredi hacmindeki genişlemeye bağlı olarak yaşanan likidite artışı aynı zamanda bir para krizinin de göstergelerini oluşturmuştur. Krizin gelişmesi incelendiğinde ekonomik sarsıntının, bazı finansal kurumların borç yükümlülüklerini yerine getirememesi ile başladığı görülmektedir. Ardından ülke piyasalarında yaşanan panik ile spekülasyon atakları ve yoğun bir sermaye çıkışı yaşanmış, sabit kur sistemi terk edilmek zorunda kalmış, Baht yüksek oranda devalüe edilmiştir. Sonuçta bir bankacılık krizi olarak başlayan kriz, bir para krizine sebep olarak etkilerini derinleştirmiştir. Krizin izlediği bu seyir

ikiz kriz olarak tanımlanmasına sebep olmaktadır. Yani Tayland ekonomisi eşanlı olarak yaşanan bankacılık ve para krizleri ile karşı karşıya gelmiştir.

Tayland'da yaşanan ekonomik krizi birinci ve ikinci nesil kriz modelleri ile açıklamak mümkün olmamaktadır. Bu yüzden Güneydoğu Asya krizini açıklayabilmek için yapılan çalışmalarda, yeni nesil kriz modelleri ortaya atılmıştır. Öncelikle hem bankacılık krizi hem de para krizinin semptomlarının bir arada görülmesini yeni nesil kriz modelleri, ikiz kriz kavramı ile açıklayabilmektedir. Krizi açıklayan yeni nesil kriz modeli ise krizin; ahlaki risk, aşırı dış borçlanma ve bankacılık sektöründeki mikroekonomik sorunlar yüzünden yaşandığını ortaya koymaktadır. Ayrıca Krugman'ın modelinde ortaya koyduğu, bankaların bilanço problemleri yani para-vade uyumsuzluğu da ekonomik kriz öncesinde Tayland'da görülmüştür. Ayrıca yaşanan krizin aslında bütün Güneydoğu Asya ülkelerine yayılan bir krize dönüştüğü düşünüldüğünde yeni nesil kriz modellerinden yayılma etkileri ile de krizin açıklanabileceği görülmektedir. Finans piyasalarının Güneydoğu Asya ülkelerinde yoğun ticari ilişkilerin de etkisiyle bütünleşmesi, likidite problemlerinin bölge ülkelerinin tamamını etkilemesine sebep olmuştur. Böylece kriz hızla yayılarak Tayland ekonomik krizinden, Güneydoğu Asya ekonomik krizine dönüşmüştür.

### **3.3.2 Güney Kore 1997 Ekonomik Krizi**

Güney Kore, Asya Kaplanları olarak nitelendirilen ve yirminci yüzyılın son kısmında ekonomileri hızla büyüyen Güneydoğu Asya ülkeleri arasında en hızlı gelişen ülke olmuştur. Güney Kore'nin kişi başına düşen milli geliri 1970'lerden itibaren 30 kat artmış, GSYİH'sı ise 1997'deki kriz öncesindeki son 10 yılda ortalama %8 büyümüştür (Karluk, 1999: 4). Bu hızlı ekonomik büyüme Güney Kore'yi; Asya'da Japonya'dan sonraki en güçlü ekonomi haline getirmiş ve dünyanın en büyük ekonomilerinden birisi yapmıştır.

Ancak Güney Kore bütün bu olumlu ekonomik büyümenin ardında son derece zayıf bir bankacılık sistemi ve buna bağlı olarak kırılgan bir reel sektöre sahip durumdaydı. Nitekim 1997 yılında Tayland'da başlayıp bütün Güneydoğu Asya'ya yayılan ekonomik krizden çok ciddi bir biçimde etkilenmiştir.

Kriz göstergeleri açısından Güney Kore değerlendirildiğinde ekonomik kriz yaşayan diğer ülkelere göre nispeten daha küçük bir cari açık sorunu yaşadığı görülmektedir. Tablo

17’de görüldüğü gibi 1990’lı yıllarda çok düşük bir seyir izleyen cari açık, 1996 yılında %4’e ulaşmıştır. Ancak bu artışın sebebi döviz kuru baskısından çok yüksek miktardaki kısa vadeli dış borçtur. Bankacılık sektörünün yapısından kaynaklanan ve özel sektöre dayanan kısa vadeli ve dövize endeksli dış borçlar yüzünden Güney Kore’de cari işlemler açığı 1996 yılında 23 milyar Dolar’ı aşmıştır (Burhan-Mustafaoğlu, 1998:3).

**Tablo 17. Kriz Öncesi Güney Kore Ekonomik Verileri**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>GSYİH Büyüme Oranı (%)</i>	6	9	9	7	5	-7
<i>MB Rezervleri (Mil. Dolar)</i>	20 228	25 639	32 677	34 037	20 367	51 974
<i>Reel Faiz Oranı (%)</i>	2	1	2	4	7	9
<i>Enflasyon Oranı (TÜFE)</i>	5	6	4	5	4	8
<i>GSYİH (Mil. Dolar)</i>	362 136	423 434	517 118	557 644	516 282	345 432
<i>Bankacılık Sektörünün Sağladığı Top. Kredi (GSYİH’ya Oranı)</i>	62	63	61	65	74	84

Kaynak: World Bank WDI, 2007

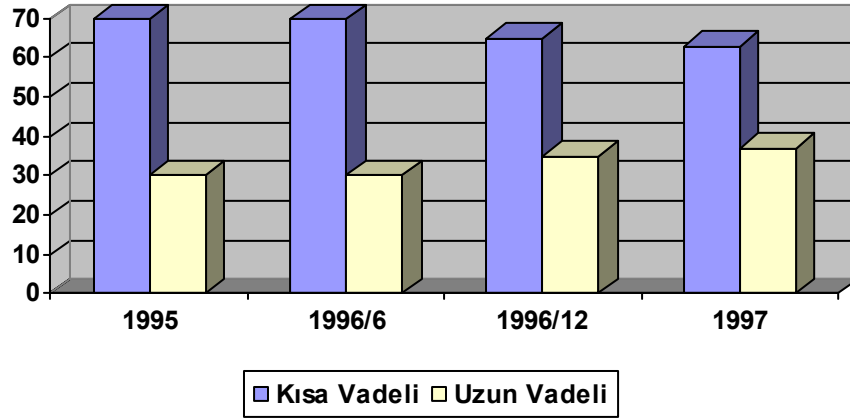
Aktif fiyatları açısından Güney Kore ekonomisinin durumuna bakıldığında, kriz öncesinde kredi tabanında ciddi bir sıçrama görülmesi de, uzun bir süre boyunca bankaların sağladıkları kredilerin GSYİH’nın %60’ının üzerinde seyrettiği görülmektedir. Bu durumun sebebi Güney Kore’nin sağladığı ekonomik büyümenin uluslararası piyasalardan sağlanan borçlanma ile finanse edilmesidir (Erdoğan, 2006: 22). Ayrıca yayılma etkileri bakımından da Güney Kore’nin finansal piyasalarının Güneydoğu Asya’daki diğer piyasalarla büyük ölçüde entegre olması ciddi bir risk oluşturmuştur. Özellikle Japonya ile Güney Kore arasında hem ihracat piyasaları hem de finans açısından büyük benzerlikler yaşanmakta, Güney Kore ekonomisi Japon ekonomisinden ve para birimi Yen’in hareketlerinden ciddi bir biçimde etkilenmektedir (DTM, 2007).

Mikroekonomik kriz göstergeleri açısından Güney Kore ekonomisi 1997 yılı öncesinde çok belirgin bankacılık krizi riskleri taşımaktadır. Aktif kalitesi göstergeleri açısından değerlendirildiğinde Güney Kore’de bankacılık sektörünün devlet müdahalesi ile rekabetten uzaklaştırıldığı görülmektedir. Krediler ekonomik büyümeyi destekleme hedefi ile

belirli sektör ve firmalara yöneltilmiş ancak krediler verimsiz sektörler verilmeyle başladığından geri dönmeyen kredilerin oranları artmaya başlamıştır (Burhan - Mustafaoğlu, 1998:). Özellikle siyasi ve ekonomik rakip olan Japonya'yı model olarak alan Güney Kore hükümetleri banka kredilerini katma değer sağlamayan, prestij amacı güden ileri teknoloji ancak pazar payı çok düşük ürünleri üreten firmalara yönlendirmiştir. Sonuçta bu firmalar aldıkları yüksek faizli kredileri ödemekte sorun yaşamaya başlamıştır. 1997 yılında Güney Kore'de geri dönmeyen kredilerin toplam kredilere oranı %7,5'e kadar yükselmiştir (Burhan - Mustafaoğlu, 1998:6).

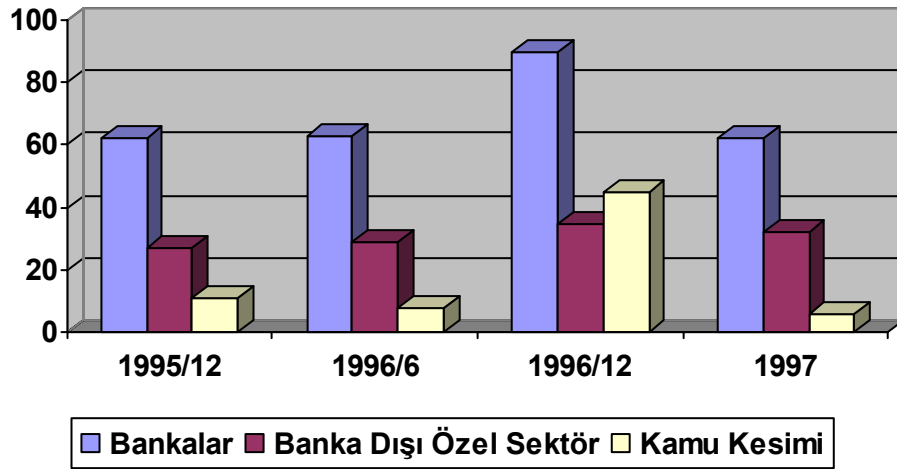
Piyasa riski duyarlılığı göstergeleri açısından da 1997 krizi öncesinde Güney Kore bankacılık sisteminin problemleri verilerle ortaya konabilmektedir. Hatırlanacağı gibi IMF'e göre finansal kurumların açık pozisyonda bulunması ciddi bir bankacılık krizi riski oluşturmaktadır.

**Grafik 16. Güney Kore'de Bankaların Dış Yükümlülüklerinin Vade Yapıları**



Kaynak: Hacıslamoğlu, 1998: 31

**Grafik 17. Güney Kore’de Dış Yükümlülüklerin Sektörel Dağılımı**



Kaynak: Hacıslamoğlu, 1998: 31

Grafik 17’de görüldüğü gibi kriz öncesinde Güney Kore’nin dış yükümlülüklerinin büyük bir kısmı bankaların borçlarından meydana gelmiş ve 1995 yılından itibaren bankaların toplam borçlarının %60’ından fazlası ise kısa vadeli borçlardan oluşmuştur. Ülkede yaşanan ekonomik büyümeyi özel sektöre sağladığı kredilerle finanse eden Güney Kore bankacılık sektörü, kredi olarak kullandığı bu fonları uluslararası piyasalardan sağlamıştır. Bankaların borçlanmayı Dolar bazında yapmasına karşın, kredileri yerel para birimi Won bazında vermesi herhangi bir devalüasyon halinde bütün riski bankalara yükleyecektir (Hacıslamoğlu, 1998:28). Dolayısıyla bankaların açık pozisyonlarının bu kadar büyük olması döviz kurunda yaşanacak bir dalgalanma halinde bankacılık sektörünün ayakta kalmasını imkansız hale getirecektir. Ayrıca bankaların dış piyasalardan borçlanarak yani risk alarak firmaları fonlaması, kredi faizlerini arttırıp reel sektör üzerinde de baskı oluşturmaktadır.

1997 yılında Tayland’da başlayan ve tüm bölge ülkelerini etkileyen ekonomik kriz, ciddi ekonomik kriz belirtileri gösteren Güney Kore’ye de sıçramıştır. Uluslararası yatırımcıların Tayland’daki krizin yayılacağı endişesiyle bölge ülkelerinden fonlarını çekmeye başlaması Güney Kore’de reel sektörü ve bankacılık sektörünü olumsuz etkilemiştir. 1996 yılında Güney Kore’ye yönelen toplam uluslararası sermaye yatırımı yaklaşık 25 milyar Dolar’ken, 1997 yılında bu rakam 9 milyar Dolar seviyesine gerilemiştir (Hacıslamoğlu, 1998:20).

**Tablo 18. 1992 – 1997 Yılları Arasında Güney Kore’ye Yönelen Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSYİH’nın Yüzdesi)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Portföy Yatırımları</i>	1,9	3,2	1,8	1,9	2,3	-0,3
<i>Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	0,4	-0,6	1,1	1,4	1,8	0,5
<i>Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri</i>	0,3	-0,9	0,6	1,1	1,2	2,9

Kaynak: Hacıislandoğlu, 1998: 20

Bu durum özel sektör firmalarının ve bankaların yüksek dış yükümlülüklerle sahip olması Güney Kore’de, ulusal para birimi Won üzerinde ciddi bir devalüasyon baskısı oluşturmuş ve Won’un değer kaybetmeye başlamasına sebep olmuştur. Finans piyasaları da yaşanan dalgalanmadan etkilenmiş, yabancı yatırımcıların çekilmesiyle Güney Kore borsası %28’e yaklaşan bir oranda düşmüştür (DTM, 2007). Güney Kore’yi terk eden uluslararası portföy yatırımlarının miktarı tablo18’de görülebilmektedir. Tablo 18’de Güney Kore ekonomisinden kısa ve uzun vadeli yatırımlardan çok, portföy yatırımlarının ülkeden çıktığı görülmektedir. Bankaların uluslararası piyasalardan sağladığı kredilerle büyüyen, genellikle demir çelik ve otomotiv gibi sektörlerde faaliyet gösteren dev holdinglerden sekiz tanesi bankalara olan kredi borçlarını ödeyemeyerek iflas etmiştir (Hacıislandoğlu, 1998:39). Won üzerinde baskıların spekülatif ataklarla artması üzerine Güney Kore merkez bankası resmi rezervlerini kullanarak döviz kurlarına müdahale etmiş ancak hızla eriyen rezervlere rağmen başarı sağlayamamıştır (DTM, 2007). Dalgalı kur rejimine dönülmesi Dolar’ın Won karşısında yıl içinde %100’den fazla değer kazanmasına yol açmıştır (Burhan - Mustafaoğlu, 1998: 29).

Bankaların dış yükümlülüklerini karşılayamaması üzerine moratoryum beklentileri oluşmuş, Güney Kore yetkilileri kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için IMF’den yardım istemek zorunda kalmıştır. IMF ile 57 milyar Dolar’lık kredi anlaşması imzalanması ve Güney Kore bankalarının uluslararası bankalara olan borçlarının yeniden yapılandırılması ile ekonomik kriz 1997 yılı sonunda büyük ölçüde sona ermiştir. Ancak 1997 yılında ülkedeki 30 holdingden 8’i batmış, Güney Kore’nin en büyük 10 bankasının faaliyetlerine son verilmiş ve Güney Kore’nin GSYİH’sı %7 oranında küçülmüştür (Hacıislandoğlu, 1998:56).

Güney Kore’de yaşanan ekonomik kriz, tıpkı Tayland’daki krizde olduğu gibi sadece para krizi yada sadece bankacılık krizi olarak tanımlanamamaktadır. Cari açık ve kredi hacmindeki genişlemenin sebep olduğu likidite ki artış olası bir para krizinin göstergelerini oluştururken; cari açık, uzun süre yüksek seviyelerde yaşanan kredi genişlemesi, finans piyasalarının diğer Güneydoğu Asya ülkeleriyle bütünleşmesi yüzünden oluşan yayılma etkileri, yönlendirilen krediler ve bankaların açık pozisyonları ise bir bankacılık krizinin göstergelerini oluşturmuştur. Krizin gelişmesi incelendiğinde de ekonomik sarsıntının, para birimi Won’da yaşanan değer kayıpları sonucunda sabit kur sisteminin çökmesiyle başladığı görülmektedir. Yani Güney Kore ciddi bir para krizi yaşamaya başlamıştır ancak kur sistemini çökmesinin ardından yaşanan banka ve şirket iflasları ile ekonomik kriz derinleşmiş ve bir bankacılık krizi de yaşanmaya başlamıştır. Özetlenmesi gerekirse Güney Kore ekonomisi yaşadığı dış şokunda etkisiyle önce bir para krizinin ardından da bankacılık krizinin etkisi altına girerek eşanlı olarak iki krizle birden karşılaşmıştır.

Güney Kore’de yaşanan ekonomik kriz Tayland’da olduğu gibi birinci ve ikinci nesil ekonomik kriz modelleri ile açıklanamamaktadır. Ülkede hem para hem de bankacılık krizi semptomlarının bir arada görülmesi ikiz kriz kavramı ile açıklanmaktadır. Krizin gelişimini açıklayan yeni nesil kriz modeli ise krizin özellikle ahlaki risk, aşırı dış borçlanma ve bankacılık sektöründeki mikroekonomik sorunlar yüzünden yaşandığını ortaya koymaktadır. Bankaların kredi olarak sundukları fonları dış piyasalardan borçlanarak sağlamaları yüzünden para uyumsuzluğu sorunu ortaya çıkmıştır. Yani bankalar dövizle sağladıkları fonları yerel para birimiyle piyasalara sunarak ciddi oranda açık pozisyonlara sahip olmuşlardır. Bankaların yaşadığı bu bilanço problemi, yaşanan devalüasyon sonrasında bir bankacılık krizine de sebep olmuştur. Krizin Tayland’da başlayıp, daha sonra Güney Kore’nin de içinde olduğu birçok Güneydoğu Asya ülkesini etkisi altına aldığı hatırlandığında yayılma etkisi adı verilen yeni nesil kriz modelinin de yaşanan bu ekonomik krizi açıklamada kullanılması gerektiği anlaşılmaktadır. Yayılma etkisi modelinin bu şekilde çalışması Güney Kore finans piyasalarının bütün bölge piyasalarıyla bütünleştiğini göstermiştir.

### **3.4 Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Krizler**

Türkiye’de uluslararası sermaye hareketlerinin de etkisiyle 1994 Nisan ve 2000 Şubat ve buna bağlı olarak 2001 Kasım tarihlerinde iki önemli ekonomik kriz yaşanmıştır. Çalışmanın bu kısmında sırasıyla söz konusu ekonomik krizler incelenecektir.

### 3.4.1 Nisan 1994 Ekonomik Krizi

Türkiye ekonomik tarihinde birçok ekonomik kriz ve darboğaz yaşanmıştır. Ancak 1994 ekonomik krizi yapısı itibarıyla diğer krizlerden farklı özellikler göstermektedir. 1980'li yıllardan itibaren Türkiye, uyguladığı ekonomik reformlarla birlikte liberal ekonomik politikaları benimsemeye başlamıştır. Finansal piyasalarda serbestlik sağlanmasıyla, ekonomik krizlerin yapısı değişmiş ve uluslararası sermaye hareketleriyle ilişkilendirilebilecek para, finans yada bankacılık krizleri görülmeye başlanmıştır. 1994 ekonomik krizi ise bu krizlerin ilki olmuştur.

Liberal ekonomiye geçişle birlikte hızlı bir büyüme sürecine girip dünya ekonomisiyle entegrasyon süreci yaşayan Türk ekonomisi bir yandan da ciddi ekonomik sorunlarla boğuşmaya başlamıştır. Özellikle yüksek enflasyon oranları ve sürekli değer kaybeden Türk Lira'sı ekonominin değişmez unsurları haline gelmiştir. 1990'lardan itibaren ise siyasi istikrarın sağlanamaması ekonomi politikalarında istikrarı ortadan kaldırmıştır. Bu gelişmeler Türkiye'nin 1994 yılında çok ciddi bir ekonomik kriz yaşamasına sebep olmuştur.

**Tablo 19. Türkiye'nin 1989-1995 Yılları Arası Başlıca Ekonomik Göstergeleri**

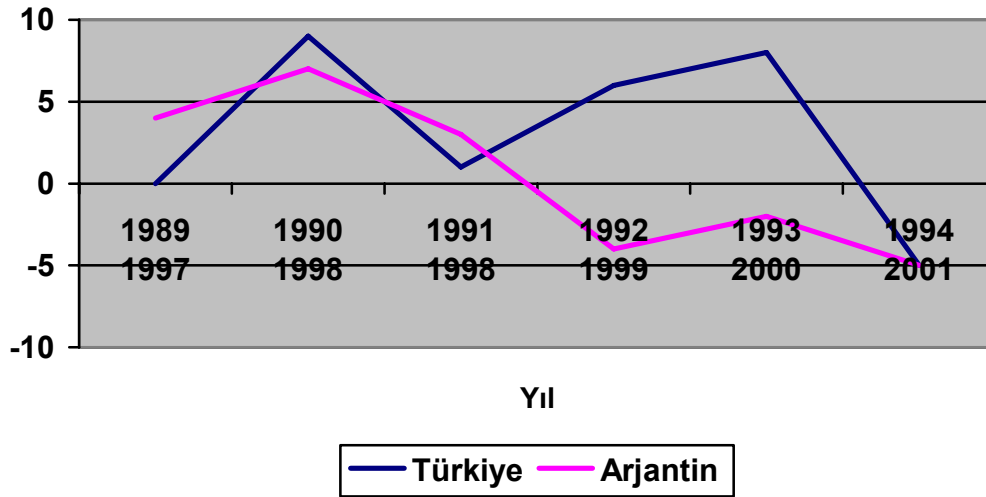
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Cari Açık (GSYİH'nın %'si)</i>	1	-2	0	-1	-4	2	-1
<i>GSYİH (Mil. Dolar)</i>	107,029	150,641	150,765	158,890	179,408	129,734	169,318
<i>GSYİH Büyüme Oranı (%)</i>	0	9	1	6	8	-5	7
<i>Enflasyon Oranı (TÜFE)</i>	75	58	59	64	68	106	87
<i>Toplam Dış Borç (Mil. Dolar)</i>	7	5	5	6	5	8	7
<i>Kısa Vadeli Dış Borçlar (Toplam Borç %'si)</i>	14	19	18	22	27	17	21
<i>MB Rezervleri (mil. Dolar)</i>	4,780	6,049	5,144	6,159	6,271	7,169	12,441
<i>Bankacılık Sektörünün Sağladığı Top. Kredi</i>	21	20	22	25	26	26	28
<i>Kullanılan IMF Kredisi</i>	47	0	0	0	0	343	684

Kaynak: World Bank WDI, 2007



Makroekonomik kriz göstergeleri açısından Türk ekonomisi değerlendirildiğinde bir çok açıdan ekonomik krizin sinyalleri görülebilmektedir. Tablo 19’da da görüldüğü gibi ekonomik büyüme rakamları incelendiğinde Türkiye’de ekonomik istikrarın uzun bir süredir yakalanamadığı ortaya çıkmaktadır. GSYİH’da yaşanan %9'lara varan ekonomik büyüme rakamları çok düşük büyüme oranlarının yaşandığı yılların ardından yaşanmış, hemen ertesi yıl ekonomik büyüme tekrar yavaşlamıştır. Daha önceki bölümlerde hatırlanacağı gibi Arjantin ekonomisi de 2001 yılında yaşadığı ekonomik kriz öncesinde ekonomik büyüme konusunda bir istikrar sağlayamamıştır. Grafik 18’de de iki ülkenin büyüme kriz öncesindeki son 5 yılda GSYİH’larının büyüme oranlarında istikrarı sağlayamadıkları görülebilmektedir.

**Grafik 18. Türkiye ve Arjantin Ekonomilerinin GSYİH Büyüme Oranları**



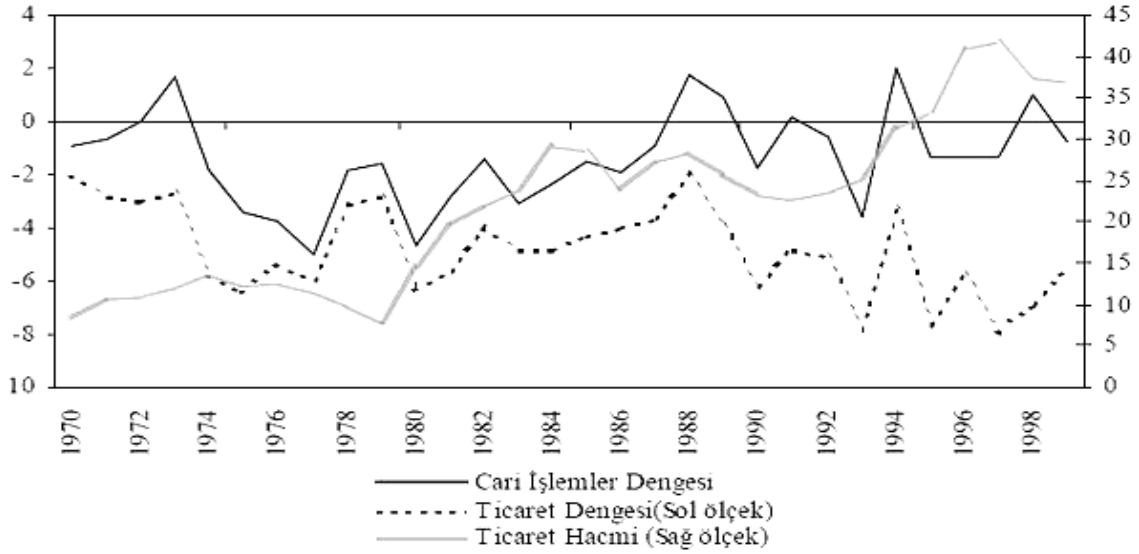
Kaynak: World Bank WDI, 2007

Meksika ekonomisinin de yine 1994 yılında ekonomik büyüme konusunda kriz göstergeleri yaşadığı hatırlanmalıdır. Ancak Meksika’da ekonomik büyüme rakamları konusunda istikrar sağlanmış ama büyüme oranları ekonominin yapısına göre düşük bir seyir izlemiştir. Sonuç olarak ciddi bir para krizi ve finansal kriz belirtisi olan ekonomik büyüme göstergeleri 1994 krizi öncesinde Türkiye ekonomisinde belirgin bir biçimde görülebilmektedir.

Ödemeler dengesi rakamları açısından da Türkiye ekonomisi 1994 yılı öncesinde bir ekonomik krizin gelişebileceğini gözler önüne sermektedir. Türkiye ekonomisi 1990’dan sonra grafik 19 da da görüldüğü gibi ciddi şekilde cari açık vermeye başlamıştır, 1993 yılında

carri işlemler dengesi 6,4 milyar Dolar seviyesinde açık vermiştir (TCMB, 2002: 21). Cari işlemler dengesinin bu şekilde açık vermesinin en önemli sebebi ise dış ticaret açığıdır. Hükümetlerin artan bütçe açıklarını finanse etmek için para basması; likiditeyi dolayısıyla da tüketim harcamalarını arttırarak ithalat ihracat dengesini bozmuştur (Erdoğan, 2006: 34). Artan ithalat ise cari işlemler dengesinin açık vermesine sebep olmuştur.

**Grafik 19. Türkiye’de Ticaret ve Cari İşlemler Dengesinin GSMH’ya Oranı (%)**



Kaynak: TCMB, 2002: 22

Türk Lira’sının değerlenmesi ise ödemeler dengesi açısından bir başka sorunun ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Devletin sürekli artan bütçe açıklarını finanse edebilmek için iç piyasalardan borçlanması faiz oranlarını arttırmış ve Türk Lira’sını güçlendirmiştir (Tiryaki, 2002: 14). Bu dönemde merkez bankasının dalgalı kur rejimini benimsemiş olması Türk Lira’sının aşırı değerlenmesi ile çelişmektedir. Ancak gerçekte Merkez Bankası görünürde serbest döviz kuru rejimi uygularken piyasalara Türk Lira’sını değerlendirme yönünde müdahaleler yapmıştır (Alp, 2000: 234). Aşırı değerlenen Türk Lira’sı hem dış ticaret dengesini ithalat lehine bozulmasına sebep olarak hem de cari açığı daha da arttırıcı bir rol oynamıştır.

Artan cari açıkla birlikte aşırı değerlenen Türk Lira’sı çok ciddi bir para krizi göstergesi olarak görülmektedir. Daha önceki bölümlerde incelenen ekonomik kriz yaşayan diğer ülkelerin ekonomilerinde de kriz öncesinde büyük boyutlarda cari açığın ve aşırı değerlenmiş döviz kurunun olması dikkat çekici bir unsurdur.

Makroekonomik kriz göstergelerinden enflasyon oranları açısından 1994 yılı öncesi Türkiye ekonomisi yüksek enflasyon oranları ile dikkat çekmektedir. 1980'lerden itibaren düzenli bir şekilde artan enflasyon oranı, 1991 yılından sonra tablo 19'dan da görüldüğü gibi yaklaşık %60 seviyesinin üzerine yükselmiştir. Yaşanan yüksek enflasyon ülkenin risk primini yükseltmenin yanında faiz oranlarını da yükseltme yönünde baskı altına almaktadır. Yükselen faiz oranları ise getirileri yükselttiğinden uluslararası sermayenin Türkiye finans piyasalarına yönelmesine sebep olmuştur. Tablo 20'de görüldüğü gibi hem kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri hem de portföy yatırımları kriz öncesinde yoğun bir şekilde Türkiye'ye yönelmiştir. Türkiye'ye yönelen net uluslararası sermaye hareketlerinin toplamı GSMH'nin %4,6'sına kadar yükselerek 8 milyar doları aşmıştır.

**Tablo 20. Türkiye'de 1994 Krizi Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri  
(GSMH'nin %'si)**

	1992	1993	1994	1995
<i>Portföy Yatırımları</i>	1,6	2,3	0,5	0,5
<i>Kısa Vadeli Sermaye Yatırımları</i>	1,0	1,5	-4,0	1,6
<i>Uzun Vadeli Sermaye Yatırımları</i>	-0,6	0,8	-0,7	0,0

Kaynak: Tiryaki, 2002: 19

Uluslararası sermayenin bu şekilde ülkeye yönelmesi başta cari açığın kapatılması gibi olumlu etkiler yapsa da, aşırı değerlendirilen kurla birlikte ciddi bir para krizi riski oluşmaktadır. 1992 yılında Türkiye'ye yönelen uluslararası sermaye hareketlerinin tablo 20'den görüldüğü gibi 3,5 milyar Dolar seviyesindeyken, 1993 yılında özellikle portföy yatırımları ve uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları ile yüzde yüzden fazla artarak 8,2 milyar Dolara yükselmiştir.

Enflasyon oranı bakımından ekonomik kriz yaşayan diğer ülkeler arasında sadece Arjantin ve Meksika'da ekonomik kriz göstergelerinin olduğunu hatırlanacaktır. Ancak Arjantin'de, Türkiye'deki gibi yüksek seyreden enflasyon oranı yerine, çok yüksek oranlardan birden negatif değerlere düşen enflasyon oranları kriz göstergesi olarak ele alınmıştır. Meksika'da ise hiper enflasyon seviyelerinden kriz öncesindeki son birkaç yılda daha düşük

seviyelere gerilemiş olsa da, Meksika'nın ekonomik olarak ilişkili olduğu ülkelere göre enflasyon oranları yüksek seviyelerde yer almıştır (Karabulut, 2002: 33).

Faiz oranları ve döviz kuru göstergeleri de birbirleri ile ilişkili olarak ciddi kriz göstergeleri olarak nitelendirilebilmektedir. Türkiye'de 1994 yılı öncesinde hem yüksek faiz oranları, hem de aşırı değerlenmiş yerel para birimi ekonomik kriz göstergesi olarak dikkat çekmektedir. Aşırı boyutlara ulaşan devletin iç borçlanma ihtiyacı faiz oranlarını yükseltmiş, bu da Türk Lira'sına olan talebi arttırmıştır (Alp, 2000: 364). 1994 krizi öncesinde reel faiz oranları Türkiye'de %19,8'e kadar yükselmiştir (Türkoğlu, 2001: 16). Türk Lira'sının değerinin ve getirisinin bu şekilde artması daha önce değinildiği gibi uluslararası sermaye hareketlerinin yönünü Türkiye'ye çevirmiş ve ülke piyasalarına giren döviz cinsinden fonlar Türk Lira'sının daha da değerlenmesine sebep olmuştur.

1994 yılında ekonomik kriz yaşayan Meksika'da da kriz öncesinde yüksek reel faiz sorununun olduğu önceki bölümlerden hatırlanacaktır. Tablo 14'de görüldüğü gibi, yine 2001 yılında ekonomik kriz yaşayan Arjantin ekonomisi de kriz öncesinde %10'ları aşan yüksek reel faiz oranları ile karşı karşıya kalmıştır. Reel faiz oranlarındaki aşırı yükselme ve aşırı değerlenmiş para birimi bu ülkelerin hepsinde spekülasyon ataklarına imkan verebileceğinden ciddi bir para krizi göstergesi olarak tanımlanabilecektir.

Mikroekonomik göstergeler açısından 1994 krizi öncesi Türkiye ekonomisi değerlendirildiğinde bazı sorunlar göze çarpmaktadır. Örneğin sermaye yeterliliği bakımından bankacılık sektöründe genel bir zayıflık söz konusudur (Erdoğan, 2006: 26). Ancak krizin gelişimi sırasında ve sonrasında görüldüğü üzere, krizle asıl bağlantısı olan ve gösterge niteliğinde olan veriler piyasa riski duyarlılığı ile ilgilidir. İç piyasada artan para talebi ve yükselen faizler, bankacılık sektörünü yurtdışı piyasalarından dövizle borçlanmaya itmiştir (Güloğlu-Altunoğlu, 2002: 17). Bu şekilde yapılan borçlanma Türk bankacılık sektörünün ciddi bir şekilde açık pozisyonda bulunmasına sebep olmuştur (Özer, 1999:90). Bankaların dış yükümlülüklerinin toplam yükümlülükleri içindeki oranı 1992'de %37'ye, 1993'de %43'e, 1994'de ise %47'ye kadar yükselmiştir (Karabulut, 2002: 125). 1992 yılında Türk bankacılık sektörünün toplam dış yükümlülüğü ise 3 milyar Dolar civarındayken, 1993 yılında 4,9 milyar Dolar'ı aşmıştır (Karabulut, 2002:124). Bankaların döviz yükümlülüklerinin çok fazla artmış olması döviz kurunda meydana gelecek değişikliklere karşı bankaları duyarlı hale getirmiştir.

Bankacılık sektöründe açık pozisyonların bu şekilde artması olası bir devalüasyon halinde bankaların mali yapılarının bozulmasına sebep olarak iflas etmelerine neden olabilecektir.

1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizinden önce Güney Kore ve Tayland'da da bankaların açık pozisyonda bulunduğu çalışmanın daha önceki bölümlerinde görülebilmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinde 1994 ekonomik krizi öncesinde ciddi bir bankacılık krizi riskini işaret etmektedir.

1994 krizi öncesi Türkiye ekonomisinde görülen mikroekonomik göstergelerden sonuncusu ise piyasa göstergeleridir. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz öncesinde devlet borçlanma senetlerinin getirisi Türkiye'de çok ciddi bir biçimde artmıştır.

**Tablo 21. Türkiye'de Hazine Bonolarının Karlılığı (1990 – 1994)**

	<i>A-Büyüme Oranı (%)</i>	<i>B-TEFE (%)</i>	<i>C-Toplam (A+B)</i>	<i>D-Hazine Bonosu Faiz Oranı (%)</i>	<i>E-Fark (%) (C-D)</i>
<b>1990</b>	9,4	60,2	69,6	54	15,6
<b>1991</b>	0,3	66	66,3	81,4	-15,1
<b>1992</b>	6,4	70,1	76,5	88,2	-11,7
<b>1993</b>	8,1	66,4	74,5	87,5	-13
<b>1994</b>	-6,1	106,2	100,1	152,4	-52,3

Kaynak: Akdiş, 2004: 21

Tablo 21'de görüldüğü gibi 1990'dan sonra hazine bonusu faiz oranları yatırımcılarına büyüme ve enflasyon oranlarının çok üzerinde gelirler sağlamıştır. Bu durum piyasalarda suni fiyat şişmelerinin oluşmasına sebep olacağından yaşanacak bir finansal krizin göstergesi olarak tanımlanmaktadır. Ancak bir başka açıdan bakıldığında hazine bonusu getirilerinin bu şekilde artması ayrıca uluslararası fonların ülkeye çekilmesine sebep olarak yerel para biriminin artmasına da sebep olabilecek bir gelişmeyi de göstermektedir. Nitekim Türkiye 1994 ekonomik krizinde de, kriz finans piyasalarında değil aşırı değerlenmiş Türk Lira'sının da etkisiyle döviz kuru dolayısıyla da para piyasalarında ortaya çıkmıştır.

Sürdürülemez bir ekonomi politikası uygulanan Türk ekonomisinde krize götüren ilk adım bütçe açıkları yüzünden atılmıştır. Artan hazine bonusu faizleri iç borcun çevrilebilmesini engellemeye başlamıştır. Enflasyonun çok üzerinde rakamlarla borçlanamayacak hale gelen hükümet, faizleri indirebilmek için bono ve tahvil arzını kısımıştır (Karabulut, 2002: 128). Bu durum faizleri indirme yolunda başarılı olabilecek bir adım gibi görünmektedir. Ancak hükümetin büyük boyutlardaki bütçe açıklarını kapatabilmek için borçlanma seçeneğinden vazgeçmesi, geriye tek seçenek olarak merkez bankası kaynaklarının kalmasına sebep olmuştur. 1993 yılında çıkartılan yasalarla hükümetin merkez bankasından kullanabileceği avans miktarı arttırılmıştır (Güloğlu-Altunoğlu, 2002: 17). Böylece hükümet borçlanmak için daha fazla avans almış ve ekonomideki likiditeyi büyük ölçüde arttırmıştır.

Artan likidite öncelikle ithalatı arttırıcı bir etki yapmakla birlikte, orta vade de döviz piyasalarına yönelmiş ve kurlar üzerinde artış yönlü bir baskı oluşturmuştur. Döviz talebin artması üzerine merkez bankası Türk Lira'sının değerini koruyabilmek için döviz satarak piyasalara müdahale etmeye başlamıştır (TCMB, 2002: 33). 1994 yılı başında uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin uluslararası piyasalardaki kredi notunu düşürmesi ise piyasalardaki beklentileri olumsuz yönde değiştirmiştir (Karabulut, 2002: 128). Bu gelişmelerin üzerine merkez bankasının kurları baskı altında tutarak sabitlemek zorunda olması ciddi bir devalüasyon beklentisine sebep olmuştur. Ocak ayından itibaren ise Türk Lira'sının devalüe edileceği beklentisi spekülasyon ataklara sebep olmuştur. Uluslararası sermaye yatırımları piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle Türkiye'den hızla çıkmaya başlamıştır. Tablo 20'de görüldüğü gibi Türkiye'ye yönelen uluslararası portföy yatırımları, kısa vadeli ve uzun vadeli uluslararası sermaye yatırımları 1990'lı yılların başlarında düzenli olarak artmıştır. Ancak 1993 yılının sonlarından itibaren hem piyasaların çeşitli sebeplerden daha cazip hale gelmesi hem de spekülasyon amaç güden fon sahiplerinin de Türk piyasalarına yönelmesiyle sermaye girişleri büyük ölçüde artmıştır. Ekonomik krizin yaşandığı 1994 yılında ise girişler tamamen durmuş, uluslararası fonlarda ciddi bir kaçış yaşanmaya başlamıştır. 1994 yılında ülkeyi terk eden uluslararası fonların toplamı GSYİH'nın %3,8'i oranında gerçekleşmiştir (Tiryaki, 2002: 16).

Merkez bankasının dövizde sürekli müdahalesi, resmi döviz rezervlerini hızla eritmeye başlamıştır. 1994 başlarından itibaren bankacılık sektörü de açık pozisyonlarını kapatabilmek için artan likiditenin de desteğiyle döviz taleplerini arttırmıştır. Merkez bankası, bankalar arası para piyasalarına müdahale ederek faiz oranlarını yükseltmiş dövizde olan hücumu

engellemeye çalışmıştır (Tiryaki, 2002: 14). Ancak bu müdahale bankaların dövize hücumunu bir ölçüde frenlemekle birlikte faiz oranlarının çok fazla artmasına sebep olmuş ve bazı bankaların piyasalardan borçlanarak açık pozisyonlarını kapatmalarını engellemiştir. Bu durumun piyasalara yansımalarıyla birlikte bankacılık sektörünün geleceğiyle ilgili beklentiler olumsuz yönde etkilenmiştir. Halk, bankalardaki mevduatlarını hızla çekmeye başlamıştır. Bankacılık sistemi değer kaybeden Türk Lira'sı yüzünden artan açık pozisyonlarının yanında, mevduat kaçıyla ve artan faizlerle birlikte likidite sorunu yaşamaya başlamıştır.

Merkez bankasının Türk Lira'sının değer kaybını önlemek için döviz kuruna yaptığı sürekli müdahaleler nedeniyle resmi döviz rezervlerinin büyük bir kısmı erimiştir. 1994 Ocak ayında yapılan %14 oranındaki devalüasyonu izleyen Mart ayındaki iki devalüasyona rağmen değer kaybı sürmüştür (Güloğlu-Altunoğlu, 2002: 17). 1993 yılı sonunda 7,1 milyar Dolar olan rezervler, 3 ay gibi kısa bir sürede 3,3 milyar Dolar'a inmiştir (TCMB, 2002: 33). Ekonomideki sarsıntı 5 Nisan 1994 tarihinde alınan ekonomi politikası kararlarına kadar devam etmiş, Türk Lira'sının değer kaybı nominal olarak %172'yi, reel olarak %36,9'u bulmuştur (Tiryaki, 2002: 15).

5 Nisan kararları olarak anılan istikrar tedbirleriyle Türk Lira'sının değeri Dolar karşısında serbest dalgalanmaya merkez bankasından kullanabileceği avans miktarı düşürülmüştür. 5 Nisan kararlarının uygulanmaya bırakılmış, enflasyonu hızlı bir biçimde indirebilmek için önlemler alınmış, kamu harcama ve yatırımlarında büyük düşüşler gerçekleştirilmiştir (Akdiş, 2004: 11). Bankalardan yaşanan mevduat kaçışının önlenmesi için mevduatlara sınırsız devlet garantisi getirilmiş, hükümetin başlanmasıyla Türk Lira'sı büyük değer kaybı yaşamış olsa da yıl içerisinde bir miktar değer kazanmıştır.

Kriz sonucunda 1994 yılında Türk ekonomisinde GSYİH %5 oranında küçülmüş, enflasyon oranı ise %106'ya yükselmiştir ( World Bank WDI, 2007). 5 Nisan kararlarının da etkisiyle enflasyon oranı 1995 yılında %88'e düşse de, uzun yıllar bu seviyenin altına indirilememiştir. Yaşanan spekülasyon atakları sırasında bankalar arası piyasalarda gecelik faiz oranlarının %1000'lere çıkması bankacılık sektörünü sarsmıştır (Karabulut, 2002: 128). Mevduatlara getirilen güvenceye rağmen üç özel banka yükümlülüklerini karşılayamadığı için kapanmıştır (Erdoğan, 2006: 26). 5 Nisan kararlarının ardından IMF ile stand-by anlaşması imzalanarak programa hem uluslararası finans piyasalarının desteği sağlanmaya çalışılmış, hem de IMF'den mali yardım alınmıştır. 1994 yılında IMF'den 343 milyon, 1995 yılında ise

684 milyon Dolar'lık yardım alınmıştır (World Bank WDI, 2007). Döviz'e yönelik talebin azaltılması için devlet iç borçlanma araçlarının faizlerinin yükseltilmesi, bonolardan kesilen stopajın kaldırılması gibi uygulamalara gidilmiştir. Ancak bu durum devletin toplam borç stoğunun 1994 yılında GSMH'nin %3'ü oranında artmasına sebep olmuştur.

1994 yılında Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz, kriz öncesindeki göstergeler ve kriz sonrası etkiler açısından değerlendirildiğinde, yaşanan ekonomik krizin bir para krizi olduğu görülmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünden hatırlanacağı gibi ulusal para biriminde yaşanan spekülasyon ataklarının etkisiyle kur sisteminin terk edilmesi yaşanan büyük değer kayıpları para krizi olarak nitelendirilmiştir. 1994 krizi öncesinde görülen; ekonomik büyüme, ödemeler dengesi, enflasyon ile faiz oranları ve döviz kuru göstergeleri gibi makroekonomik kriz göstergelerinin para krizi göstergesi olduğu dikkate alındığında yaşanan krizin para krizi olduğu bir kez daha görülmektedir. Her ne kadar bankacılık sektöründe ciddi bir sarsıntı yaşanmış olsa bile krizin çıkış noktasının bankacılık değil para piyasaları olduğu gözden kaçmamaktadır. Ayrıca yaşanan ekonomik krizin büyüklüğüne rağmen bankacılık sektöründe çok ciddi bir sarsıntı yaşanmamıştır.

Ekonomik krizleri açıklayan modeller açısından Türkiye'de yaşanan 1994 ekonomik krizi birinci nesil kriz modelleri ile açıklanabilmektedir. Birinci nesil kriz modellerinin temel varsayımlarının, tutarsız ve sürdürülemez ekonomik politika ve dengesizlikleri olduğu çalışmanın ikinci bölümünde anlatılmıştır. Türkiye'nin ise 1994 yılı öncesi yüksek enflasyon ve faiz oranları ile büyük miktarlara ulaşan cari açık gibi problemlerle karşılaştığı dikkate alındığında, birinci nesil kriz modellerinin temel varsayımlarıyla örtüştüğü görülmektedir. Birinci nesil kriz modellerinin, krizlerin sabit döviz kuru uygulayan ülkelere yönelik spekülasyon atakları sonucu gerçekleştiği iddiası hatırlandığında, 1994 krizinde merkez bankasının kurlara örtülü olarak sürekli müdahalelerde bulunması ve aniden yükselen döviz talebinin de birinci nesil kriz modelleriyle açıklanabileceğini göstermektedir. Sonuç olarak Türkiye'de yaşanan 1994 ekonomik krizi birinci nesil kriz modelleriyle açıklanabilen bir para krizidir.

### **3.4.2 Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizleri**

Türkiye ekonomisi 1994 yılında yaşadığı ekonomik krizin ardından 90'lı yılların sonuna kadar yüksek enflasyon, artan borçlanma ve dengesiz büyüme oranlarına rağmen ciddi



bir ekonomik kriz ile karşı karşıya gelmemiştir. 1999 yılında ise ekonominin en büyük sorunu olarak görülen enflasyon oranının düşürülmesi ve devlet borçlanma ihtiyacının azaltılması için bir ekonomik program uygulamaya başlamıştır. Ancak program başarısızlıkla sonuçlanmış, Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001’de ardı ardına yaşadığı iki şokla Cumhuriyet tarihinin en büyük ekonomik krizini yaşamıştır.

1999 yılında ekonomide yaşanan istikrarsızlığın etkisiyle gerçekleşen GSYİH rakamlarındaki küçülme kamu otoritelerini uzun yıllardır devam eden enflasyon sorununun ortadan kaldırılması ve ekonomik istikrarın sağlanabilmesi için yeni bir ekonomik program uygulanmaya konması yönünde teşvik etmiştir. Bu nedenle 1999 yılının Aralık ayında Türkiye yeni bir ekonomik program hazırlamış, IMF’in programa desteğini sağlamak için IMF ile bir stand-by anlaşması imzalamıştır (Bozkurt – Dursun, 2006: 280).

IMF ile yapılan 3 yıl sürecek olan stand-by anlaşmasının temel hedefleri enflasyon oranını ve reel faiz oranlarını düşürmek olarak belirlenmiştir (Yay – Yay- Yılmaz, 2001: 43). Programın enflasyonla mücadele konusundaki en önemli silahını ise sabit kur sistemi oluşturmuştur. Sabitlenen döviz kuru nominal çıpa olarak kullanılarak enflasyonun düşürülmesi hedeflenmiştir. Parasal genişlemeyi engellemek için ise merkez bankasının ekonomideki likiditeyi, döviz karşılığı olarak yaratması uygulamasına geçilmiştir. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve uluslararası kriterlere uygun hale getirilmesi de programın içinde yer almış ve bu konudaki yeni düzenlemeler uygulanmaya konulmuştur (Erdoğan, 2002: 130). Bankacılık Düzenleme Kurulu bankacılık sektörünün güçlenerek programa destek olması ve olası banka iflaslarını önceden önlemek amacıyla mali durumları kötü olan beş bankaya el koymuştur (Karabulut, 2002: 133).

Program başlarda etkili gibi görülse de, ciddi eksikliklerle uygulamaya koyulmuştur. Bu eksikliklerin en önemlileri; nominal çıpa uygulanmaya başlamadan önce devalüasyon yapılarak Türk Lira’sı üstünde oluşabilecek baskıların önlenmemesi ve sadece döviz karşılığı olarak para basılabileceği için bütçeyi finanse edecek uygun kredi imkanlarının sağlanamamasıdır (Topçu, 2001: 35). Ayrıca izlenen kur politikası finans piyasalarında açık pozisyonda bulunmayı teşvik eder bir nitelik ihtiva etmiştir (Karabulut, 2002: 133). Bu ve benzeri eksikliklerle uygulamaya konulan program sonuç olarak başarısız olmuş, Türkiye bir ekonomik krize sürüklenmiştir.

Krizden önceki yıllar incelendiğinde ekonomik programın uygulamaya konduğu 1999 yılının öncesinde ve sonrasında ciddi ekonomik kriz göstergelerinin Türkiye ekonomisinde var olduğu tablo 22’de görülmektedir.

**Tablo 22. Türkiye’nin 1997-2002 Yılları Arası Başlıca Ekonomik Göstergeleri**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>GSYİH Büyüme Oranı (%)</i>	8	3	-5	7	-7	8
<i>Cari Açık (GSYİH %)</i>	-1	5	-1	-5	2	-1
<i>MB Rezervleri (Mil. Dolar)</i>	18 658	19 488	23 345	22 488	18 879	27 068
<i>Kullanılan IMF Kredisi (Mil. Dolar)</i>	594	388	890	4 176	14 116	22 086
<i>Kısa Vadeli Dış Borçlar (Toplam Borç %)</i>	21	22	23	25	14	13
<i>Enflasyon Oranı (TÜFE)</i>	86	85	65	55	54	45
<i>GSYİH (Mil. Dolar)</i>	189 164	199 633	183 823	199 267	145 243	183 888
<i>Toplam Dış Borç (Mil. Dolar)</i>	84 785	97 142	101 992	117 107	113 160	130 951
<i>Bankacılık Sektörünün Sağladığı Top. Kredi (GSYİH’ya Oranı)</i>	37	40	52	55	74	58
<i>M2 Para Arzının Rezervlere Oranı (%)</i>	4	4	4	4	4	3
<i>M2 Para Arzının GSYİH’ya Oranı (%)</i>	28	30	39	39	46	44

Kaynak: Worldbank WDI, 2007

Tablo 22’ye bakıldığından ödemeler dengesi göstergeleri açısından yaklaşan kriz açık bir şekilde görülebilmektedir. Hatırlanacağı gibi ödemeler dengesi göstergeleri; cari işlemler açığı, toplam borç oranının içerisinde kısa vadeli borçların oranının artması ve dış ticaret hadlerinin bozulması olarak sıralanmaktadır. Türkiye kriz öncesinde bu göstergelerin tamamı açısından problemlerle karşılaşmıştır. Cari işlemler açığı Türk ekonomisinin liberalleşmeye başladığı 1980’li yıllardan itibaren ortaya çıkarak, zaman içerisinde kronikleşmiş bir sorun haline gelmiştir. 1994 ekonomik krizinden sonra ekonomi düzenli olarak GSYİH’nın yaklaşık %1’i oranında cari işlemler açığı vermeye başlamıştır. 1998 yılında Güneydoğu Asya ve Rusya’da yaşanan ekonomik dalgalanmalarında etkisiyle %1 oranında cari fazla sağlanmış olsa da, ertesi yıl %1’lik cari açık oranına geri dönmüştür. Ancak kriz öncesinde 2000

yılında cari açık rakamı hızla artarak GSYİH'nın %5'ine ulaşarak 9,8 milyar Dolar seviyesinde gerçekleşmiştir (Çonkar - Ata, 2003: 12). Cari açığa meydana gelen böyle hızlı bir artış açık bir para krizi göstergesini oluşturmuştur.

Ödemeler dengesi göstergelerinden bir diğeri olan kısa vadeli borçlar açısından da Türkiye ekonomisinde kriz öncesi olumsuzluklar net bir şekilde görülebilmektedir. Türk ekonomisinin kısa vadeli dış yükümlülüklerinin, toplam dış yükümlülüklerle oranı krize kadar geçen sürede tablo 22'de de görüldüğü gibi düzenli ve ciddi bir biçimde artmıştır. Kriz öncesi son beş yılda toplam kısa vadeli borçlar 17 milyar Dolar'dan 28 milyar Dolar'a çıkmış toplam borçların %25'i seviyesine gerçekleşmiştir (Çonkar - Ata, 2003: 11). Dış yükümlülüklerin böylesine yüksek rakamlara ulaşması başlı başına bir sorun teşkil ederken, Tablo 22'de merkez bankası rezervleri dikkate alındığında yaşanacak bir para krizi açıkça öngörülebilecektir. Çünkü toplam merkez bankası rezervleri sabit kur sisteminin uygulandığı bir dönemde toplam kısa vadeli dış yükümlülükleri dahi karşılayamayacak kadar düşük bir seviyededir. Tablo 22 dikkate alındığında 2000 yılında toplam dış yükümlülüklerin 28 milyar dolar seviyesindeyken toplam rezervlerin 22 milyar dolar seviyesinde kaldığı anlaşılmıştır. Bu durum kurlarda yaşanacak bir dalgalanma yada spekülasyon atakları sonucunda TCMB'nin kur rejiminin tamamen çökeceğini ve dış yükümlülüklerin karşılanamayacağını göstermektedir.

Ödemeler dengesi göstergelerinden bir diğeri olan ticaret hadlerinin bozulması sorunu da kriz öncesinde aşırı değerlenen Türk Lira'sı sebebiyle ortaya çıkmıştır. Lira'nın değerlenmesine sebep olan sabit kur rejiminin uygulanmaya konulduğu 1999 yılından krizin çıktığı 2000 yılına kadar ihracat %2,2 artarken, ithalat ise %23 oranında artmıştır (Kar- Kara 2003: 12). İthalatın bu kadar yükselmesinin en önemli sebebi ise tüketim kredilerinin faizlerinin düşmesine bağlı olarak iç piyasada artan tüketimdir (Erkekoğlu – Bilgili, 2005: 26). İç piyasada tüketimin bu oranda artması ise ithalatı arttırmanın yanı sıra, ihraç edilecek mallarında iç piyasada satılmasına sebep olarak ihracatı da düşürecektir.

Makroekonomik kriz göstergelerinden ödemeler dengesi göstergelerinin tamamı açısından Türkiye ekonomisinin verileri 2001 yılı öncesinde ekonomik kriz sinyalleri vermiş ve muhtemel bir bankacılık krizinin gelişeceğini ortaya koymuştur.

Enflasyon oranı göstergesi açısından Türkiye ekonomisinde kriz öncesinde iki farklı durum aynı anda görülmüştür. %80'i aşan oranlardaki kronikleşen enflasyon oranını

düşürmek için uygulamaya konulan ekonomik program, enflasyon oranında ciddi düşüşlere sebep olmuş ancak hedeflenen oranda düşüşler yaşanmamıştır (Erkekoğlu – Bilgili, 2005: 26). Çalışmanın önceki bölümlerinden hatırlanacağı gibi yüksek oranlardaki enflasyon oranları ekonomi için her zaman bir kriz göstergesi olarak değeriendirilmektedir. Yüksek enflasyon ülke riskini arttırdığından faiz oranlarını ve döviz kurlarını arttırıcı bir etki oluşturacaktır. Bu açıdan bakıldığında dünya geneliyle kıyaslandığında %50'nin oldukça üzerinde seyreden TÜFE oranları faiz ve döviz kurunu yükseliş yönünde baskı altına alarak bir para krizi riski oluşturmuştur. Bunun yanı sıra enflasyon oranları döviz kurundaki artış oranlarından daha yüksek seviyelerde seyrederek Türk Lira'sının reel olarak değeri kazanmasına sebep olmuştur (Erkekoğlu – Bilgili, 2005: 26).

Enflasyon oranlarındaki değerişiklikler bir başka açıdan ele alındığında ise tam tersi bir etki oluşturmuştur. 1998 yılındaki %85'lik orandan 2000 yılında %55 oranına gerileyen enflasyon oranları bankacılık sektörünü olumsuz etkilemiştir. Enflasyon oranlarında meydana gelen düşüşler her ne kadar program hedeflerinin gerisinde kalmış olsa da nominal gelirleri ve likiditeyi düşürücü bir etki yapmıştır. Likiditenin bu şekilde azalması ise ciddi finansal kurumların mali yapılarını bozacağından, enflasyondaki bu ani düşüş bir bankacılık krizi göstergesi olarak değeriendirilebilecektir.

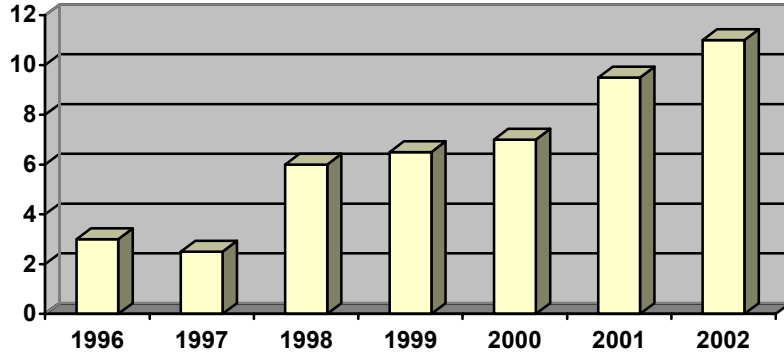
Döviz kurları açısından 2000 ve 2001 ekonomik krizleri öncesinde Türk ekonomisi değeriendirildiğinde, Türk Lira'sının aşırı değerielenmesi çok ciddi bir ekonomik kriz göstergesi olarak ele alınabilecektir. Enflasyon oranının program hedeflerinden daha yüksek seviyelerde değeriçekleşmesine rağmen Türk Lira'sının döviz karşısındaki değeriinin program hedeflerine göre belirlenmesi, reel olarak kurun artmasına sebep olmuştur. 2000 yılında Dolar'ın Türk Lira'sı karşısındaki değeri artışı %20 ile sınırlandırılmışken, enflasyon oranının çok daha yüksek bir seviyede değeriçekleşmesiyle Türk Lira'sı %17 oranında değerielenmiştir (Coşkun, 2004: 74). Türk Lira'sının bu şekilde değerielenmiş olması ekonomiyi spekülasyon ataklara açık hale getirerek muhtemel bir para krizinin göstergesini oluşturmuştur. Özellikle ödemeler dengesi açıkları göz önüne alındığında Türk Lira'sındaki aşırı değerielenme para krizi riskinin ulaştığı boyutlarının çok büyük seviyelerde olduğunu göstermektedir.

Kredi fiyatlarındaki hızlı büyüme ise Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizleri öncesinde Türkiye ekonomisinde görülen son makroekonomik kriz göstergesidir. Düşen enflasyon oranının azalttığı likidite yüzünden mali yapıları risk altına girebilecek olan finansal

kurumlar, bankaların kendilerine sağladıkları kredilerle likiditenin ciddi bir biçimde yükselmesine sebep olmuşlardır. Tablo 22’den de görülebileceği gibi 1995 yılında bankaların sağladıkları kredilerin toplam büyüklüğü GSYİH’nın %28’i seviyesindeyken, krizin yaşandığı 2001 yılında bu oran %74 gibi çok büyük rakamlara ulaşmıştır.

Kredilerin bu şekilde artması geri dönmeyen kredilerin oranının da aynı şekilde artmasına sebep olmuştur.

**Grafik 21. Türkiye Bankacılık Sektöründe Kriz Öncesinde Geri Dönmeyen Kredilerin Toplam Kredilere Oranı (%)**



Kaynak: Çonkar – Ata, 2003: 16

Grafik 21’de de görüldüğü üzere ekonomide yaşanan kredi genişlemesine paralel olarak geri dönmeyen kredilerin oranı da artmış, bankacılık sektörünün mali yapısı çok ciddi bir risk altına girmiştir. Geri dönmeyen kredilerin, oranlarının bu şekilde artması mikroekonomik kriz göstergelerinden aktif kalitesi göstergeleri açısından ciddi bir ekonomik kriz sinyalidir.

Mikroekonomik kriz göstergelerinden likidite göstergeleri açısından da bankacılık sektörü ciddi problemler yaşamaktadır. Tablo 22’de de görülebileceği gibi para arzının uluslararası rezervlere göre artırılması sebebiyle, M2 para arzı TCMB rezervleri oranı %4’de sabit kalmıştır. Ancak bankacılık sektörünün açtığı kredi miktarlarının yüksekliği sebebiyle M2 para arzının GSYİH’ya oranı çok hızlı bir şekilde yükselmiştir. Krizin olduğu yılda %46’ya kadar yükselen bu oran likiditenin çok ciddi bir oranda arttığının bir göstergesidir. Likidite göstergeleri Türkiye ekonomisi için kriz öncesinde ciddi bir para krizi ve bankacılık krizi riskini ortaya koymuştur.

Türkiye bankacılık sektöründe oluşan bir diğer mikroekonomik kriz göstergesi ise piyasa riski duyarlılığı göstergesidir. Çalışmanın önceki bölümlerinden hatırlanacağı gibi piyasa riski duyarlılığı göstergesi finansal kurumların döviz yükümlülüklerinin, döviz varlıklarından fazla olmasıdır. Olası bir devalüasyon halinde bankaların bu açık pozisyonları banka mali yapılarını bozarak iflasa sebep olabileceğinden, çalışmada bir bankacılık krizi göstergesi olarak nitelenmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri öncesinde Türk bankacılık sektörü ciddi oranlara ulaşan açık pozisyonda bulunmuştur. Bu durumun sebebi ise kamu otoritelerinin 1999 yılında uygulamaya konulan ekonomik programla birlikte aldıkları kararlardır. Eylül 1999’da bankaların açık pozisyonları sermayelerinin %20 oranıyla yasal olarak sınırlandırılmışken, Haziran 2000’de bu oran %100’e çıkartılmıştır (Karabulut, 2002: 133). Bu durum bankaların açık pozisyonda bulunmaları önünde engellerin kaldırılmasından ve değerlenen Türk Lira’sı sayesinde dış borçlanmanın getirisinin artmasından dolayı, bankaların açık pozisyonları kontrol edilemez hale getirmiştir. Türkiye’de bankacılık sektörünün kriz öncesinde açık pozisyonlarının toplam büyüklüğü tablo 23’de görülmektedir. 1998 yılından ilk krizin yaşandığı Kasım 2000’e kadar bankaların toplam açık pozisyonları 8,4 milyar Dolar’dan, 20,9 milyar Dolar’a kadar yükselmiştir.

**Tablo 23. 1998 – 2000 Yılları Arasında Türkiye’de Bankacılık Sektöründe Açık Pozisyonların Gelişimi**

	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000-1.</i>	<i>2000-2.</i>	<i>2000-3.</i>	<i>2000-4.</i>
<i>Bilanço İçi Açık Pozisyon (Milyar Dolar)</i>	8,4	13,2	17,2	19,2	20,9	17,4

Kaynak: Hacıhasanoğlu, 2005: 160

Piyasa yapısı göstergeleri açısından Türkiye’deki bankacılık sistemi değerlendirildiğinde yine ciddi bir kriz göstergesi ile karşılaşılmaktadır. Türkiye’de kriz öncesi faaliyet gösteren bankaların büyük bir kısmını kamu bankaları oluşturmuştur (Şamiloğlu, 2002:164). Dolayısıyla bankacılık sektörü rekabet koşullarından uzak bir biçimde faaliyet göstermiştir. Bu durum hem bu bankaların arkalarında bulunan devlet güvencesine dayanarak rasyonel olmayan şekilde faaliyet göstermelerine hem de kaynaklarının devlet tarafından kullanılarak bankaların mali yapılarının zayıflamasına sebep olmuştur. Ekonomik kriz yaşanmaya başladığında bu bankalarında yükümlülüklerini yerine getirememesi sorunun ciddiyetini ortaya koymuştur (Şamiloğlu, 2002: 164). Sonuçta piyasa yapısı göstergeleri

Türkiye’de 2000 ve 2001 ekonomik krizleri öncesinde ciddi bir bankacılık krizi riskini ortaya koymuştur.

Bütün bu kriz göstergelerine rağmen başarılı bir şekilde sürdüğüne inanılan ekonomik program, Kasım 2000’de ilk ekonomik sarsıntının yaşanmasına sebep olmuştur. Türk Lira’sının artan değeri ve buna paralel olarak artan cari açığa rağmen, ekonomik kriz para piyasaları yüzünden değil, bankacılık sektöründen kaynaklanmıştır. Bankacılık sektöründe faaliyet gösteren Demirbank ve Park Yatırım Bankası adındaki iki bankanın aldıkları pozisyonlar sebebiyle likidite sorunu yaşamaya başlamasıyla birlikte, Kasım 2000’de ekonomik kriz ortaya çıkmaya başlamıştır (Coşkun, 2004: 75). Bu iki banka yaşadıkları likidite sorununu aşabilmek için, ellerindeki hazine bonosu gibi tüm varlıkları bankalar arası piyasalarda satmaya başlamışlar, aynı dönemde yaşanan Arjantin krizi yüzünden duyarlı hale gelen uluslararası fon sahipleri ise yaşanan likidite sıkıntısı yüzünden devalüasyon beklentisine girerek ülkeden çıkmaya başlamışlardır (Erdoğan, 2002: 131).

Bankalar arası piyasalarda panik yaşanmaya başlamış gecelik faiz oranları hızla yükselmeye başlamıştır. Yabancı yatırımcıların ülkeden çıkmaya başlamasıyla borsada düşüşler yaşanmış, Türk Lira’sının Dolar karşısındaki değeri üzerinde baskılar oluşmaya başlamıştır. Bankaların artan faizler ve likidite sıkıntısı sebebiyle birbirlerine açtıkları kredi limitlerini dondurmaları TCMB’nin bankalara fon sağlamasını gerektirmiştir. Ancak bankaların dış yükümlülüklerini karşılamak için sağladıkları fonlarla Dolar talep etmesi faizleri arttırarak döviz kuru rejimini tehdit eder hale gelmiştir. TCMB’nin müdahalesiyle yaşanan krizin önüne geçilmiş; ancak merkez bankasının dolar rezervleri 6 milyar Dolar azalmış, gecelik faizler %1000 ile %2000 arasına, repo faizleri %250’ye çıkmış, hazine bonosu faizleri ise %200’ kadar yükselmiştir (Erdoğan, 2002: 131). Likidite sıkıntısını aşamayan bankalara el konulmuş ekonomik kriz geçici bir süreliğine engellenmiştir.

Ancak bankacılık sektöründe yaşanan sarsıntının ardından bankaların açık pozisyonlarının sistemi ne kadar kırılgan bir hale getirdiği ortaya çıkmıştır. Türk Lira’sının oluşan devalüasyon baskısına rağmen değer kaybetmemesi ve merkez bankasının rezervlerinde azalma meydana gelmesi, beklentileri olumsuzla çevirerek yatırımcıların devalüasyon beklentisi içine girmesine sebep olmuştur. Ekonomide Kasım 2000 ekonomik krizi ile birlikte yaşanan sermaye çıkışı durdurulamamış, Kasım 2000 ile Haziran 2001

arasında Türkiye’den çıkan uluslararası sermaye miktarı 12,8 milyar doları aşmıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 155).

2001 yılının Şubat ayında yaşanan siyasi bir gerginlik sonucunda piyasalara yönelik ciddi bir spekülasyon atak başlamıştır (Karabulut, 2002: 136). Tablo 24’de de görüldüğü gibi ülkeden çok ciddi bir sermaye çıkışı başlamıştır. Ancak oluşan panik yurt içi yatırımcılarında döviz talebinin artmasına sebep olmuş, bankaların likidite sıkıntısına düşerek dış yükümlülüklerini karşılayamaz duruma gelmesine sebep olmuştur (İmer, 2003: 36)

**Tablo 24. Türkiye’de 2000 ve 2001 Krizleri Öncesi Uluslararası Sermaye Hareketleri (GSMH’nın %’si)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Portföy Yatırımları</i>	0,1	0,7	-3,6	1,9	0,2	-2,5
<i>Kısa Vadeli Sermaye Yatırımları</i>	1,1	-0,1	0,5	0,5	2,1	-8,2
<i>Uzun Vadeli Sermaye Yatırımları</i>	1,1	2,6	1,9	0,3	2,2	-0,6

Kaynak: Tiryaki, 2002: 19

Merkez bankasının piyasalara yaklaşık 6 milyar Dolar’lık müdahalesine rağmen spekülasyon atağın durdurulamaması üzerine, sabit döviz kuru rejimi terk edilerek Şubat 2001’de Türk Lira’sının değeri Dolar karşısında serbest dalgalanmaya bırakılmıştır (Karabulut, 2002: 136). Krizin yaşandığı 2001 yılında GSYİH Tablo 22’den görülebileceği gibi 200 milyar Dolar seviyesinden, 145 milyar Dolar seviyesine gerilemiştir. Türk Lira’sının Dolar karşısındaki değer kaybı sadece ilk günlerde %40’ı geçmiştir (Özçam, 2004: 10). Türk ekonomisi tarihinin en ağır krizini yaşarken bütün ekonominin yeniden yapılandırılacağı bir ekonomik programın uygulamaya koyulması zorunluluk haline gelmiştir.

Türkiye’de 2000 ve 2001’de ardı ardına yaşanan bu iki ekonomik krizin özellikleri ve kriz göstergeleri irdelendiğinde yaşanan ekonomik krizin hem bankacılık hem de para krizi özellikleri taşıdığı görülebilmektedir. Kasım ve Şubat’ta yaşanan her iki ekonomik şokta da bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesi ve finansal sistemin çökmesi tipik bir bankacılık krizine işaret ederken, hem açık pozisyondaki bankaların hem de spekülasyon atakların oluşturduğu taleple döviz kurlarının kur rejimini ortadan kaldırması ise yaşanan



krizin bir para krizi olduğunu göstermektedir. Krizin tanımının bu şekilde yapılması ise krizin yeni nesil kriz modelleriyle açıklanabileceğini ortaya koymaktadır.

Yeni nesil kriz modelleri içinde yer alan ikiz kriz modelleri ekonomide eş zamanlı olarak bankacılık ve para krizlerinin yaşanabileceğini yada birbirlerinin oluşmasına sebep olabileceklerini öne sürmektedir. Türkiye’de Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan ekonomik krizlerin hem bankacılık hem de para krizi özellikleri göstermesi bu krizlerin yeni nesil kriz modelleriyle açıklanabileceğini göstermektedir. Ayrıca Türk Lira’sının aşırı değerlenerek cari açığı arttırması ve bankacılık sektörünün bozuk mali yapısı ile yüksek oranlı açık pozisyonları spekülasyonlara olanak tanımıştır. Bu durum yeni nesil kriz modellerinin çalışma prensiplerine uymakta ve Türkiye’de yaşanan bu iki ekonomik krizin yeni nesil kriz modelleri ile açıklanabileceğini göstermektedir.

## SONUÇ

Ekonomik kriz kavramı ile ilgili son yıllarda yapılan çalışmalar genellikle son 15 yıl içerisinde gerçekleşen ekonomik krizlerin işleyiş mekanizmasının incelenmesi üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu çalışma çerçevesinde ele alınan ekonomik kriz ve ülke örnekleri karşılaştırıldığında Arjantin'in 2001 yılında yaşadığı krizle, 1994 yılında Türkiye'nin yaşadığı ekonomik krizin birinci nesil kriz modelleri ile açıklanabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Tayland ve Güney Kore ekonomilerini 1997 yılında etkisi altına alan Güneydoğu Asya krizinin ise, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de Türkiye'de yaşanan ekonomik krizle benzerlikler gösterdiği ve yeni nesil kriz modelleri ile açıklanan para ve bankacılık krizleri olduğu ortaya konmuştur. Meksika'da 1994 yaşanan krizin ise diğer kriz örneklerinden farklılıklar içerdiği ve ikinci nesil kriz modellerine uyan bir para krizi olduğu belirlenmiştir.

Türkiye ekonomisinde yaşanan 1994 ekonomik krizi alınan önlemlerle bankacılık krizine dönüşmeyen bir para krizi olduğu, ekonominin genel bir istikrarsızlık eğilimi içerisinde olması ve birbiriyle çelişen ekonomi politikaları uygulanması nedeniyle yaşanan 1994 krizinin birinci nesil kriz modelleriyle açıklanabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında yaşanan krizlerde ise hem bankacılık hem de para krizlerinin birlikte yaşanmış, bu özellikleriyle bu krizlerin Güneydoğu Asya kriziyle benzerlikler taşıdığı görülmüştür. Tayland ve Güney Kore'de 1997 yılında yaşanan ekonomik krizlerde olduğu gibi bu krizleri de, yeni nesil kriz modelleri açıklayabilmektedir..

Kriz göstergeleri açısından bu ekonomik krizler değerlendirildiğinde ise, göstergelerin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği, ancak ödemeler dengesi göstergesinin bütün ülkelerde ortak olduğu dikkat çekmektedir. Öte yandan, ekonomik kriz yaşayan ülkelerin çoğunda, krizden hemen önce yüksek miktarda kısa vadeli dış yükümlülükler mevcut gözüktüğü de bütün hepsinde ortak olan nokta, aşırı değerlenmiş yerel para birimidir. Bu krizler sırasında ülkelerin tamamı gizli yada açık bir şekilde sabit kur sistemi uygulamıştır. Piyasa koşulları yerine otoritelerin beklentilerine göre şekillendirilen kurlar hem dış ticaret dengesini bozarak

cari açığı arttırmakta hem de ulusal para biriminin değerini arttırmaktadır. Aşırı değerlenmiş para birimi ise spekülâtif ataklara imkan sağlamakta, ekonomileri para krizlerine sürüklemektedir. Öte yandan, piyasa riski duyarlılığı göstergesi bankacılık krizi yaşanmasa da bütün ülkelerde yaşanan bir sorun haline gelmiştir. Bankaların rekabet koşullarından uzaklaşması ve aşırı değerlenmiş ulusal para biriminden faydalanmak istemesi, dış piyasalardan fon sağlayıp iç piyasalara yüksek getiri oranları ile kredi olarak sunmasına sebep olmaktadır. Böylece bankaların açık pozisyonlarının arttığı bir durumda yaşanacak bir devalüasyon, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmemesine sebep olabilmektedir.

Bütün ekonomik krizlerdeki tek ortak ve kesin gösterge ise ekonomik kriz öncesi ve sonrasında uluslararası sermaye hareketlerinde görülen eğilimlerdir. Makroekonomik dengesizliklerden ortaya çıkan bazı sorunlar yüksek karın yanında yatırımcılara spekülâtif ataklar yapma imkanı sağlamaktadır. Ancak uluslararası sermaye hareketlerinin bir ülkeye yönelmesi yada ülkeden çıkması ekonomik kriz göstergesi olarak nitelenemeyecektir. Uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerde zaten var olan olumlu yada olumsuz ekonomik değişkenlere göre hareket etmekte doğrudan ekonomik krizin sebebi değil ama çok ciddi bir etkeni olarak ortaya çıkmaktadır.

Bunun için gelişmekte olan ülkelerin son yirmi yıldır yaşadıkları liberalleşme sürecinde, piyasanın serbest işleyişini bozan sabit kur rejimi gibi politikaların başka ekonomik sorunlar ve uluslararası sermaye hareketleriyle birleştiğinde oluşturduğu kriz riskinin göz önüne alınması gerekmektedir. Ayrıca bu ülkelerin cari açıklarını, sonsuz bir kaynak gibi finanse ettikleri uluslararası sermaye hareketlerinin kar ve ihtiyat güdüsüyle hareket eden fon sahipleri tarafından yönetildiğini dikkate alması ve cari açıklarını azaltma yönünde çalışması gerekmektedir. Bankacılık sektöründe ise denetim faaliyetlerinin yerine getirilmemesi ve piyasaların rekabet koşullarından uzak faaliyet göstermesi halinde ekonomik krizler kaçınılmaz olacaktır. Bankacılık sektörünün sağlıklı işleyebilmesi için bağımsız ve ciddi bir denetim mekanizması oluşturulmalı, mevduat garantisi gibi uygulamalar ile banka yükümlülük ve kredilerinin yönlendirilmesine sebep olabilecek politikalardan kaçınılmalıdır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler liberal politikaları uygulamaya koyarken gerekli hukuki altyapıyı hazırlamalı, ekonomik reformlarla temel ekonomik sorunları gidermelidir. Bu şekilde ekonomik yapıdaki sorunların giderilmesi halinde gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyaçlarını karşılayan uluslararası sermaye hareketlerinde hem artışlar yaşanabilecek hem de spekülâtif sermaye ataklarında azalmalar sağlanabilecektir.

## **Kaynakça**

Akdiş, Muhammet. Globalleşme, Global Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler, 2002, (<http://makdis.pamukkale.edu.tr>) (İnternet)

Akdiş, Muhammet. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi, 2004 (<http://makdis.pamukkale.edu.tr>) (İnternet)

Akkaya, Yüksel. Globalleşme : Neo-Korporatizmin Sonu Mu?. Türk Ağır Sanayi ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenleri Sendikası Yayınları, 1998, ss. 429-446

Aktan, Coşkun Can. "Global Ekonomik Entegrasyon ve Türkiye," DTM Dergi 1, 1999, ss. 1-22

Aktan, Coşkun Can ve Vural, İstiklal. Globalleşme Fırsat Mı, Tehdit Mi?. İstanbul : Zaman Kitap, 2004

Alp, Ali. Finansın Uluslararasılaşması Finansal Krizler Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme. İstanbul : YKB Yayınları, İlk Baskı, 2000

Ardıç, Hülya. 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi. Ankara : TC Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, 2004

Aysu, Gökçe. Karanlığa Giden Yolda Arjantin : Nasıl Bu Hale Geldi? IMF Ne Kadar Suçlu? 2003, (<http://www.buik.net/subcommittee/ekonomik/index.asp>) (İnternet)

Bozkurt, Hilal ve Dursun, Gülten. “Türkiye’de Para Krizinin Öncü Göstergeleri Erken Uyarı Sistemi,” Avrupa Araştırmaları Dergisi (14)1, 2006, ss. 259-284

Burhan, Vildan ve Mustafaoğlu, Zafer. Asya Krizinin Türkiye İhracatı Üzerine Muhtemel Etkileri. Ankara : Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Konjonktür Dairesi, 1998

Coşkun, Kutlu Tekin. “Ekonomik Krizler,” Ankara : Vergi Denetleme Derneği Eğitim Yayınları, 2004

Çapraz, İlkay ve Demircioğlu, İpek. Türkiye’den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcıları. İstanbul : İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2003.

Çetenak, Emin Hüseyin. “Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi, İMKB Üzerine Bir Uygulama,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana : Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006

Çiloğlu, Barış. “Arjantin Ekonomik Krizi Bir Arjantin’li Kadar Zengin Deyiminden Ekonomisi Çöken Arjantin’e,” Stratejik Analiz Dergisi 22, 2002, ss. 1-8

Çonkar, Kemalettin ve Ata, Ali. “Finansal Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi,” Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 2003

Delice, Güven. “Finansal Krizler Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif,” Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi 20, 2003, ss.57-81

Demir, Gülten. Asya Krizi ve İMF. DER Yayınları, 1999

Dikmen, Fatih Hakan. “Yabancı Sermaye Hareketleri ve Türkiye’de Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara : Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003

DPT TC Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı. Ankara : Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu, İlk Basım, 1995

DTM Dış Ticaret Müsteşarlığı. Güneydoğu Asya Krizinin Türkiye ve Dünyada Etkileri, (<http://dtm.gov.tr>) (İnternet)

Duman, Koray. “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri,” Akdeniz İİBF Dergisi 8, 2004, ss. 38-61

Duvan, Berke. Finansal Sistemin Yeniden Yapılandırılması :Tayland Uygulaması. Ankara : DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirilme Genel Müdürlüğü, 2001

Erçel, Gazi. Finans Kulübün Düzenlediği Finans Zirvesinde Yaptığı Konuşma, 2000, (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2000/finanskulup.html>) (İnternet)

Erdoğan, Bülent. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş : Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006

Erdoğan, Niyazi. Dünya ve Türkiye’de Finansal Krizler. Ankara : Yaklaşım Yayınları, 2002

Erkekoğlu, Hatice ve Bilgili, Emine. “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi:Teori ve Uygulama,” Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 24, 2005, ss. 15-36

Esen, Oğuz. Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları. Ankara : Ekonomik Yaklaşım, 1998

Evans, Owen Leone, M. Alfredo Gill, Mahinder ve Hilbers, Paul. “Macroprudential Indicators of Financial System Soundnes,” Washington : IMF Occasional Paper, 4(192), 2000

Feldstein, Martin. Self-Protection For Emerging Market Economies. NBER Working Paper : 6907, 1999

Glick, Reuven. *Managing Capital Flows and Exchange Rates*. Cambridge : Cambridge University Pres, 1994

Güloğlu, Bülent ve Altun, Ender. “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri,” *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* 27, 2002, ss 1-29

Hacıhasanoğlu, Burçin. “Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi,” *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara : TCMB, 2005

Hacıslamoğlu, M. Levent ve Silahşör, H. Serkan. *Güney Doğu Asya Krizinin Nedenleri, Gelişimi ve Olası Etkileri*. Ankara : Hazine Müsteşarlığı Yayınları, 1998

Han, Ergül ve Kaya, Ayşen. *Kalkınma Ekonomisi Teori ve Politika*. Ankara : Nobel Yayın Dağıtım, 2002

Herrero-Garcia, Alicia. *Banking Crises In Latin America In The 1990s: Lessons From Argentina, Paraguay and Venezuela*, IMF Working Paper 140, 1997, (<http://www.imf.org>) (İnternet)

IFC International Finance Corporation. *Emerging Stock Markets Factbook*. Washington : IFC Publications, 2001

IMF. *Coordinated Investment Survey (CPIS)*. CPIS Database İnternet Sitesi, 2007, (<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datars1.htm>) (İnternet)

IMF. *World Development Indicators*, 2007, (<http://www.worldbank.org>) (İnternet)

IMF. *Speeches*, 2001, ([www.imf.org/external/np/speeches/2001/kr/figure7ad.pdf](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/kr/figure7ad.pdf)) (İnternet)

IMF. *World Economic Outlook*, 2006, (<http://www.imf.org/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/weo0406.pdf>) (İnternet)

IMF. World Economic Outlook Statistical Appendix, 2006, (<http://www.imf.org/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/statappx.pdf>) (İnternet)

İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü. Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler. İş Bankası Yayınları 5, 2006

İmer, Evrim. “Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama,” Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara : TCMB Bankası, 2003

İMKB. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2007, (<http://imkb.gov.tr/veri.htm>) (İnternet)

İnandım, Şeyda. “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel döviz Kuru Etkileşimi : Türkiye Örneği,” Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara : TCMM Bankası, 2005

İnsel, Aysun ve Sungur, Nesrin. Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 2000

İşeri, Müge ve Aktaş, Zeynep. “İMKB’ de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997 -2005 Dönemi),”Yaklaşım Dergisi,151(7), 2005, ss.371-385

Kar, Muhsin ve Kara, Akif. “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler,” Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, 29(7), 2003

Karabalık, Hakan. Orta Avrupa Ülkelerinde Yabancı Sermaye Yatırımları ve Özelleştirme. DTM Uzman Anlaşmalar Genel Müdürlüğü, 1998

Karabulut, Gökhan. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri. İstanbul : DER Yayınları, 2002

Karluk, S. Rıdvan. Küresel Dünyada Ekonomik Kriz. Yeni Türkiye. 2001

Karluk, S. Rıdvan Tonus, Özgür ve Çatalbaş, Nazım. Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye. İstanbul : Marmara Üniversitesi Yayınları, 1999



Kaya, Yasemin Türker. Sermaye Hareketlerine Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi : Türkiye Örneği. Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Ekonomik Modeller Dairesi, 1998

Krugman, Paul ve Maurice, Obstfeld. International Economics. Longman Higher Education, 1991

Krugman, Paul. Currency Crises. NBER Working Papers, 1997, (<http://stuff.mit.edu/people/krugman>) (İnternet)

Krugman, Paul. The Role of Geograpyin Development. Washington : 1998

Magyar Nemzeti Bank. Macaristan Merkez Bankası Web Sitesi, 2007, (<http://www.mnb.hu>) (İnternet)

National Bank of Poland Database. Polonya Merkez Bankası Verileri, (<http://www.nbp.pl>) (İnternet)

Oksay, Suna. “Çok Uluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi,” Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, 8(1), 1998

Özbilen, Şevki. Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sisteme Etkileri. Nazilli : 2001

Özcan, Azzem. “Ekonomik Kriz ve Muhasebe Uygulamalarına Bazı Yansımalar,” Ankara : Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi 23(2) 2005, ss 165-180

Özçam, Mustafa. Uluslararası Para Fonu ve Türkiye. Ankara : SPK Araştırma Raporları, 2004

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

Özgen, Ferhat Başkan. Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları. İzmir : Dokuz Eylül Yayımları, 1998

Parasız, İlker. Kriz Ekonomisi. Bursa : Ezgi Kitapevi, 1995

Pesenti, Paola ve Tille, Cedric. The Economics of Currency Crisis and Contagion an Introduction. FRB of New York, Economic Policy Review, 2000

Seyidoğlu, Halil. Uluslararası İktisat Teori, Politik ve Uygulama. İstanbul : Güzem Yayınları, Onbirinci Baskı, 1996

Seyidoğlu, Halil. Uluslararası İktisat. Eskişehir : Açıköğretim Fakültesi Yayınları, 2006

Soydemir, Selim. Türkiye’de Finansal Fon Akımları 1982-1993. Ankara : Sermaye Piyasası Kurumu Yayınları, 1998.

Şamiloğlu, Famil. Küreselleşme Sürecinde Türkiye’nin Finansal Kaynak Sorunu, Ankara : Gazi Kitabevi , 2002

Şen, Ali. “Parasal Krizlere Neden Olan Faktörler : Türkiye Analizi,” Akademik Bakış Dergisi, 2006

Tağraf, Hasan. “Küreselleşme Süreci ve Çok Uluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi Teorileri,” CÜ İktisadi İdari Bilimler Dergisi 3, 2002

TCMB. Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri. Ankara : TCMB, 2002

Teker, Dilek Leblebici ve Ülengin, Burç. “Bankacılıkta Operasyonel Risk Ölçüm Modellerinin Türk Bankacılık Sektöründe Faaliyet Gösteren Bir Bankaya Uygulanması,” İstanbul : İTÜ Dergisi 1(2), 2005

Tiryaki, Tolga. Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği. Ankara : TCMB Çalışma Tebliği 8, 2002

Topçu, Mehmet. “Krizden Çıkış Yolları,” Finans Dünyası Dergisi, 5, 2001, ss.32-37

Töre, Nahit. Dünyada Yabancı Sermaye Akımları. Ankara : TC Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, 2001

TSPAKB. AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasalarına Etkisi. İstanbul : Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Yayınları, İlk Baskı, 2004

Türkoğlu, Faruk. “Krizin Ayak Sesleri,” Görüş Dergisi 47, 2001, ss. 8-23

Uras , Güngör. Türkiye’ de Yabancı Sermaye Yatırımları. İstanbul : 1979

Utkulu, Utku. “Avrupa Parasal Birliği Gerçekten Bir Optimum Para Sahası mıdır?,” Siyasa Dergisi, 1, 2005, ss. 107-125

Uygur, Ercan. Türkiye’nin Yürürlüğe Koyduğu İstikrar Programlarının Başarısında Yabancı Sermaya Girişlerinin Yeri ve Önemi. Ankara : TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Eğitim Müdürlüğü, 2001

World Bank. Global Development Finance 2007, 2007, ([http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2007/Resources/3763069-1179948748801/GDF07\\_completeFinal.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2007/Resources/3763069-1179948748801/GDF07_completeFinal.pdf)) (İnternet)

World Bank. Global Monitoring Report 2006, 2006, (<http://web.worldbank.org>) (İnternet)

World Bank Privatization Database, 2007, (<http://rru.worldbank.org/privatization>) (İnternet)

World Bank WDI. World Development Indicators, 2007, ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)) (İnternet)

Wyplosz, Charles. “How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?” 2001, (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrick/wyzplosz-g24final.pdf>) (İnternet)

Yaman, Aslı. Arjantin Krizinin Etkileri. Ekonomistler Dergisi 4, 2001, (<http://yahoogroups.cm/group/ekonomistler>) (İnternet)

Yavilioğlu, Cengiz. “Geri Kalmışlık Olgusu ve Ekonomistik Kalkınma Teorileri,” CÜ İktisadi İdari Bilimler Dergisi, 2002

Yay, Turan Yay, Gürkán ve Yılmaz Ensar.Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler. İstanbul : İTO Yayınları, İlk Baskı, 2001

Yeldan, Erinç. Dış Borçların İdaresi ve Arjantin Dersleri, 1995  
([http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan08\\_19Ocak05.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan08_19Ocak05.pdf)) (İnternet)

Yılmaz, Sema. Kapitalist Sistemde Sermaye Birikiminin Evrimi,  
(<http://paribustrgooglepages.com/s.yilmaz.doc>) (İnternet)