

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT BÖLÜMÜ
İKTİSAT TEORİSİ ANA BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN
PARA VE DÖVİZ PİYASALARI ÜZERİNDEKİ
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

HAKAN ÖNER

2501030030

TEZ DANIŞMANI:
PROF. DR. MERİH PAYA

İSTANBUL – 2006

TEZ ONAY SAYFASI

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN PARA VE DÖVİZ PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

HAKAN ÖNER

ÖZ

Bu çalışmada, finansal sistem ile para ve döviz piyasalarının yapısı ve işleyişi ele alındıktan ve güncel istatistiksel yorumları yapıldıktan sonra; kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı, tarihsel gelişimi ve özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan finansal krizlerdeki rolü incelenmektedir. Ardından, Türkiye ekonomisinin genel durumu ve 1980 yılı sonrasındaki gelişimi ele alınmakta ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin, Türkiye’de yaşanan 1994 ve 2001 krizlerindeki rolü ve 2001 yılı sonrası döviz kuru volatilitesi incelenmektedir. Son olarak, Türkiye ekonomisinin günümüzdeki koşulları ile, 2001 finansal krizi öncesi dönem koşulları karşılaştırılarak, yakın bir gelecekte yeniden finansal bir kriz yaşanır mı sorusunun yanıtı aranmaktadır.

ABSTRACT

After examining the structures and mechanisms of financial systems, and money and foreign exchange markets with daily statistical data, the definition, historical background, and the role of the short term capital flows in the financial crises occurred in developing countries are analysed in this study. Then, the general structure of the Turkish economy and its development process after 1980, the role of the short term capital flows on the 1994 and 2001 crises and foreign exchange volatility after the year 2001 are examined. Finally, its discussed whether a new financial crisis is going to occur in the near future through comparing the current circumstances of the Turkish economy with the circumstances of the 2001 pre-crises period.

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin para ve döviz piyasalarını nasıl etkilediğini, dünyada yaşanan finansal kriz örnekleri yorumlanarak ve ardından Türkiye ekonomisi üzerinde yoğunlaşarak incelemektir. Çalışmanın önemi, Türkiye ekonomisi ele alınırken, yakın bir gelecekte kısa vadeli sermaye hareketleri nedeniyle yeniden finansal bir kriz yaşanır mı sorusuna cevap aranmasında yatmaktadır.

İlk bölümde, finansal sistemin işleyişi ve para ve döviz piyasalarının yapısı hakkında genel bir çerçeve çizilmekte ve istatistiksel veriler yardımıyla çalışmaya temel oluşturulmaktadır.

İkinci bölümde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin para ve döviz piyasaları üzerindeki etkileri ve yaşanan finansal krizlerdeki rolü incelenmektedir. Ardından, Asya ve Rusya krizlerine detaylıca değinilmekte ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri vurgulanmaktadır.

Üçüncü bölümde ise, Türkiye ekonomisi ve 1980 yılı sonrası gelişimi genel hatlarıyla ele alınmakta ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin para ve döviz piyasaları üzerindeki etkileri incelenmektedir. Bu inceleme yapılırken de, 2001 finansal krizi yorumlanmakta, kriz sonrası dönemde gözlemlenen döviz volatilitesi değerleri incelenmekte ve söz konusu kriz dönemi ile günümüz ekonomik durumu karşılaştırılarak, yakın bir gelecekte yeniden finansal bir kriz olur mu sorusuna yanıt aranmaktadır.

Son olarak, danışmanım Prof. Dr. Merih PAYA'ya, çok değerli tavsiye ve yardımlarından dolayı teşekkür etmeyi bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZ (ABSTRACT).....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER.....	v
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
EKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
 GİRİŞ.....	 1
 1. BÖLÜM: FİNANSAL SİSTEM, PARA VE DÖVİZ PİYASALARI.....	 3
1.1. Finansal Sistem.....	3
1.1.1. Doğrudan Fon Aktarımı ve Finansal Piyasalar.....	6
1.1.1.1. Finansal Piyasa Çeşitleri.....	6
1.1.1.2. Finansal Piyasaların Yapısı.....	7
1.1.2. Dolaylı Fon Aktarımı ve Finansal Aracılar.....	9
1.2. Döviz Piyasaları.....	10
1.2.1. Döviz Piyasaları Hakkında Genel ve İstatistiksel Bilgiler.....	11
1.2.2. Döviz Kurlarını Etkileyen Ekonomik Faktörler.....	17
1.2.2.1. Nispi Faiz Oranları.....	18
1.2.2.2. Satın Alma Gücü Paritesi.....	19
1.2.2.3. Ödemeler Dengesi.....	20
1.2.2.4. Ekonomik Büyüme.....	21
1.2.2.5. Para Arzı ve Enflasyon.....	21
1.2.2.6. Diğer Ekonomik Göstergeler.....	21

2. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	22
2.1. Uluslararası Finansal Sistemin ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi.....	25
2.2. Dünyada Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalara Etkileri.....	27
2.2.1. 1997 Uzakdoğu Asya Krizi.....	30
2.2.1.1. Uzakdoğu Asya Ülkelerinin Kriz Öncesi Genel Durumu.....	30
2.2.1.2. Uzakdoğu Asya'ya Sermaye Girişleri.....	33
2.2.1.3. Uzakdoğu Asya Bunalımına Doğru.....	35
2.2.1.4. Uzakdoğu Asya Krizinden Çıkarılabilecek Sonuçlar.....	40
2.2.2. 1998 Rusya Krizi.....	41
2.2.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Neden Olduğu Krizlerin Değerlendirilmesi.....	46
3. BÖLÜM: TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE DEĞERLENDİRMELER....	49
3.1. Türkiye'de Para ve Döviz Piyasalarına Genel Bir Bakış.....	49
3.2. Döviz Piyasalarında Volatilité.....	60
3.2.1. Dünyada Döviz Piyasası Müdahalelerine Bir Örnek: Japonya Merkez Bankası Müdahaleleri.....	61
3.2.2. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Döviz Müdahaleleri ve Sonuçları.....	63
3.3. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	72
3.3.1. 2001 Finansal Krizi Öncesi Dönem.....	76
3.3.2. 2001 Finansal Krizi Dönemi.....	77
3.4. Yakın Gelecekte Türkiye'de Yeni Bir Finansal Kriz Yaşanma Olasılığı.....	78
3.4.1. Türkiye Ekonomisinin 2001 – 2006 Dönemindeki Durumu.....	79

3.4.2. Türkiye’de Yeniden Finansal Bir Kriz Yaşanır mı?.....	85
SONUÇ.....	88
KAYNAKÇA.....	94
EK 1.....	104

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1 : Finansal Sistem İçerisinde Fon Akışı.....	5
Şekil 2 : Döviz İşlemlerinin Ülkeler Arasındaki Dağılımı (%).....	12
Şekil 3 : Bankalardaki Döviz Tevdiat Hesaplarının Yıllar İtibariyle Gelişimi.....	50
Şekil 4 : Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Portföy Yatırımları).....	51
Şekil 5 : Bankaların Yurtdışından Sağladıkları Krediler.....	53
Şekil 6 : Yıllar İtibariyle Cari Açık.....	54
Şekil 8 : Japonya'ya Ait Müdahale ve Döviz Kuru Volatilitesi Verileri.....	61
Şekil 9 : Dolar ve Sepet Kur Değerleri.....	66
Şekil 10 : Net Yabancı Sermaye Girişleri ve GSYİH Büyümesi (yıllık).....	72
Şekil 11 : Faiz Dışı Fazla / GSMH Oranı.....	82

TABLÖLAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1 : Majör Para Birimlerinin Toplam Döviz İşlem Hacmi İçerisindeki Dağılımı (%).....	14
Tablo 2 : Günlük Döviz İşlem Hacminin İşlem Türlerine Göre Dağılımı (trilyon USD).....	15
Tablo 3 : Ülkelere Göre Döviz İşlem Hacminin % 75'ini Gerçekleştiren Banka Sayısı.....	16
Tablo 4 : Bazı Uzakdoğu Asya Ülkelerine Ait Reel GSYİH Büyüme Oranları (%).....	31
Tablo 5 : Dört Uzakdoğu Asya Ülkesinin Kriz Öncesi, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrasındaki Ekonomik Durumları (%).....	39
Tablo 6 : Rusya Federasyonu Cari İşlemler Dengesi (milyar USD), Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları (%).....	42
Tablo 7 : Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi (GSYİH'ya oranı, %).....	43
Tablo 8 : Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Reel Faiz Oranları.....	56
Tablo 9 : 2000 Yılı Kasım ve Aralık Aylarında, Likidite Sıkışıklığı Oluşan Tarihlerde Gözlemlenen Gecelik Repo Faiz Oranları.....	57
Tablo 10 : Kısa Vadeli Faiz Oranları.....	59
Tablo 11 : TCMB'nin Döviz Piyasasına Doğrudan Müdahale Günleri ve Miktarları.....	64
Tablo 12 : 2002 – 2005 Dönemi Merkez Bankası Döviz Alım Tutarları (milyon ABD doları).....	65
Tablo 13 : Türk Döviz Piyasasında Aylık Kur Volatilite Değerleri.....	67
Tablo 14 : 2001 Finansal Krizi Öncesinde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri (milyon dolar).....	74
Tablo 15 : 2001 Finansal Krizi Öncesinde ve Kriz Döneminde Kısa Vadeli Sermaye (Sıcak Para) Hareketleri (milyon dolar).....	75
Tablo 16 : 2001 – 2006 Dönemi İç ve Dış Borç Stoku (milyar dolar).....	80
Tablo 17 : 2000 – 2005 Döneminde Konsolide Bütçe Dış Borç Stok Dağılımı (milyar dolar).....	81

Tablo 18 : 1999 – 2005 Dönemi Sermaye Finansman Kalemleri (milyon dolar).....	84
Tablo 19 : 2001 Yılı Ocak Ayı TCMB Kapanış Kurları.....	104
Tablo 10 : Döviz Kurlarının Günlük Değişim Oranları.....	105

EKLER LİSTESİ

	Sayfa
Ek 1: Aylık D�v�z Kuru Volatilitesi Değerlerinin Hesaplanma Yöntemi.....	104

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
BIS	: Bank for International Settlements
BoJ	: Bank of Japan
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTÖ	: Dünya Ticaret Örgütü
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası

GİRİŞ

Ekonomistlerin uzun yıllardır üzerinde çalıştıkları kısa vadeli sermaye hareketlerinin, para ve döviz piyasaları üzerindeki etkilerini, bu etkiler neticesinde kısa vadede ekonomik büyümeyi destekleseler de, uzun vadede finansal kriz çıkmasına nasıl neden olduklarını, 1980 yılı sonrası Türkiye ekonomisi üzerinde yoğunlaşarak incelemek ve yakın bir gelecekte yeniden finansal bir kriz yaşanır mı sorusuna yanıt aramak, bu çalışmanın asıl amacını teşkil etmektedir.

Sabit kur rejiminin sona ermeğe başladığı 1970’li yıllardan sonra, ülke ekonomileri arasındaki faiz oranı ve kur farklılıklarından yararlanarak, kısa vadede kâr elde etmek isteyen sermaye akımları ortaya çıkmıştır. Söz konusu kısa vadeli sermaye akımları, teknolojinin gelişmesine bağlı olarak güçlenmiş ve ülke ekonomilerine her geçen gün daha hızlı ve daha yüksek işlem hacimleriyle girmeye başlamıştır.

Küreselleşmeye birlikte, kısa vadeli sermayenin, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin para ve döviz piyasalarına hızla girmesi ve yine hızla terk etmesi neticesinde, büyük çaplı finansal krizler yaşanmıştır. Dünya ekonomisi üzerinde bu kadar önemli etkileri olan kısa vadeli sermaye hareketlerini incelemeyi amaçlayan bu çalışma, üç bölüme ayrılmaktadır.

Birinci bölümde, finansal sistemin işleyişi, para ve döviz piyasalarının yapısı ve dünya genelindeki durumu, güncel istatistiksel veriler yardımıyla incelenmektedir. Döviz piyasalarının genel durumu incelendikten sonra, ülkelerarası döviz kurlarının değerini belirleyen ekonomik faktörler üzerine yoğunlaşmaktadır.

İkinci bölümde, kısa vadeli sermaye hareketleri tanımlandıktan sonra, bu hareketlerin tarihsel gelişimi üzerinde durulmaktadır. Adından, kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri ele alınmakta, 1997 yılında yaşanan Uzakdoğu Asya krizi ve 1998 yılında yaşanan Rusya krizi detaylarıyla incelenmekte ve bu krizlerden çıkarılabilecek dersler yorumlanmaktadır.

Üçüncü bölümde ilk olarak, 1980 yılından günümüze kadar olan süreçte, Türkiye ekonomisinin genel yapısı ve gelişimi üzerinde durulmaktadır. Ardından sabit kur rejiminin uygulandığı 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan finansal krizler, 2001 yılı sonrasında dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte artan döviz kuru volatilitesi ve TCMB'nin döviz kuru volatilitesine yapmış olduğu müdahaleler ve nedenleri üzerine durulmaktadır. Son olarak da, 2001 yılından günümüze kadar süren dönemin ekonomik koşulları hakkında bilgi verilmektedir.

Sonuç olarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki para ve döviz piyasaları üzerine etkileri incelendikten sonra; 2001 – 2006 yılları arası dönem ile 2001 finansal krizi öncesi dönem karşılaştırılmakta ve gelişmiş ülkelerin önümüzdeki günlerde faiz artırımına gitme ihtimali göz önünde bulundurularak, Türkiye'de yeniden finansal bir kriz yaşanır mı soruna yanıt aranmaktadır.

1. BÖLÜM:

FİNANSAL SİSTEM, PARA VE DÖVİZ PİYASALARI

Bu çalışmanın temel amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin para ve döviz piyasaları üzerindeki etkilerini incelemektir. Bu inceleme yapılırken, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı krizler ve bu krizler sonucunda para ve döviz piyasalarında yol açtığı tahribatlar üzerinde durulacaktır. Ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki piyasalar üzerinde yarattığı etkiler de detaylı olarak incelenecek, Türkiye'nin yaşamış olduğu 1994 ve 2001 krizleri değerlendirilecek ve önümüzdeki yıllarda tekrar kriz olup olmayacağı tartışılacaktır.

Dünyada uygulanan sabit kur rejiminin sona ermeğe başladığı 1970'li yıllardan sonra, para ve döviz piyasalarındaki işlem hacmi her geçen gün artmaya başlamıştır. Küreselleşmeyle birlikte, ekonomi politikalarının etkisi her alana hızla yayılmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak, uluslararası sermaye artık ulusal sınırları ortadan kaldırmakta ve iktisadi fırsatın var olduğu her alana sınır tanımaksızın girmektedir. Ulusların karşılıklı etkileşim haline geçmeleriyle birlikte, para ve döviz piyasaları da hızlı bir gelişme göstermektedir. Bu bölüm, gelişmekte olan bu iki piyasayı finansal sistem çerçevesinde genel hatlarıyla incelemekte ve böylece, diğer bölümlerde yapılacak analizlere temel oluşturmaktadır.

1.1. FİNANSAL SİSTEM

Ekonomi dört temel aktörden oluşmaktadır. Bu ekonomik aktörleri şöyle sınıflandırabiliriz: *hane halkı*, *ticari işletmeler*, *devlet* ve *yabancılar*. Her bir ekonomik aktörün kendine ait bir geliri, harcamaları ve bütçe doğrusu vardır. Ekonomik aktörlerin gelir ve harcamalarının dengede olduğu durum *denk bütçe* olarak adlandırılır. Bütçelerin denkliği sıklıkla gözlemlenen bir durum değildir. Genellikle, bütçe gelirlerinin giderlerden fazla olması nedeniyle *bütçe fazlalığı* ya da

bütçe gelirlerinin giderleri karşılamaması nedeniyle *bütçe açığı* verilmektedir.¹ İşte bu noktada finansal sistem devreye girmektedir.

Finansal sistem; bütçe fazlası veren aktörlerden bütçe açığı olan aktörlere doğru gerçekleşen fon akımının, *finansal piyasalar*, *finansal araçlar* ve *finansal enstrümanlar* yoluyla sağlandığı sistemdir. En etkin finansal sistem; fon fazlasının ve üretkenliğin yüksek olduğu, risk dağılımının gerçekleştiği ve ilk adımından son adımına kadar fonun iyi bir şekilde yönetildiği sistemdir. Bu nedenle, iyi işleyen bir finansal sistem, yatırımların verimli alanlara yapılmasını, yüksek getirilerin sağlanmasını ve ekonomik büyümenin sürdürülmesini sağlamaktadır.²

Para dolaşımının gerçekleştiği etkin bir finansal sistem, para ve maliye politikalarının günlük yaşantımız üzerindeki etkilerini açıklamak için de gereklidir. Bu nedenle, para ve bazı makroekonomik kavramlar arasındaki bağlantılar aşağıdaki gibi açıklanmalıdır.³

- Durgunluk dönemleri incelendiği zaman, her durgunluk döneminden önce parasal büyüme oranlarında düşme gözlemlenebilmektedir. Bu nedenle, parasal büyüme oranlarındaki her düşüş bir durgunluk dönemi ile takip edilmek zorunda olmasa da, parasal büyüme, toplam üretim dalgalanmalarının ardındaki itici güç olabilir.
- Politikacıların ve kural koyucuların yaptıkları çalışmalar, para arzındaki sürekli bir artışın enflasyona neden olan önemli bir faktör olabileceğini göstermektedir.
- Para, faiz oranı dalgalanmalarında da önemli bir etken olarak görülmektedir. Para, pek çok ekonomik değişkeni etkileyebildiği için, para ve faiz

¹ David S. Kidwell ve Richard L. Peterson, **Financial Institutions, Markets and Money**, 4. bs., Orlando, The Dryden Press, 1990, s. 22.

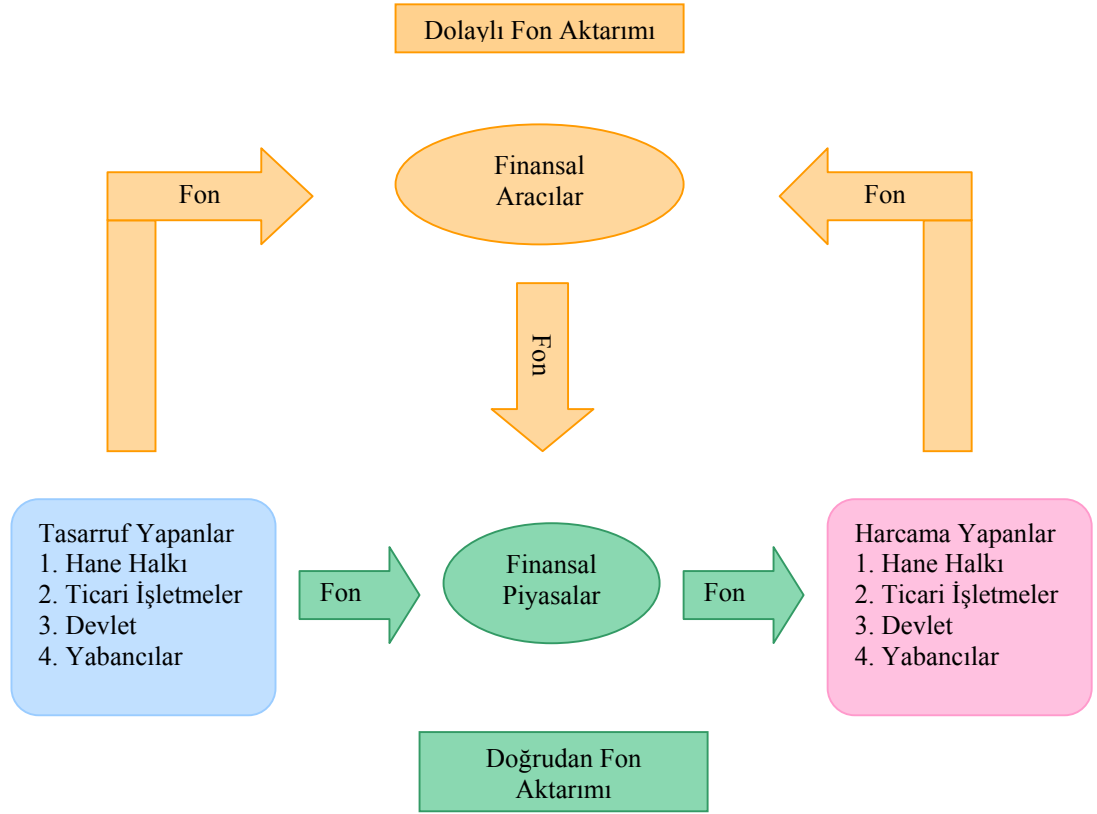
² Joseph Stiglitz, "The Role of the Financial System in Development", **Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and Caribbean**, San Salvador, El Salvador, 29 Haziran 1998, s. 1.

³ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 5. bs., New York, Addison-Wesley Longman Inc., 1998, s. 9-12.

oranlarının yönetimini ifade eden para politikası merkez bankası tarafından dikkatlice uygulanmalıdır.

Para teorisinin ve finansal sistemin önemine değinildikten sonra, finansal sistemin yapısı ve işleyişi **Şekil 1** yardımıyla incelenebilir. **Şekil 1**, ekonominin tasarruf ve harcama taraflarını göstermektedir. Tasarruf tarafı, hane halkı, ticari işletmeler, devlet ve fazla fona sahip olup yatırım yapmak amacıyla olan yabancılardan; harcama tarafı ise, yine hane halkı, ticari işletmeler, devlet ve yabancılardan oluşmaktadır.

Şekil 1: Finansal Sistem İçerisinde Fon Akışı



Kaynak: Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 5. bs., New York, Addison-Wesley Longman Inc., 1998, s. 21.

Şekil 1'e göre fonların, fon fazlasına sahip taraftan fon ihtiyacı bulunan tarafa aktarılması iki yolla gerçekleşmektedir. Birinci yol, doğrudan finansal piyasalar

yoluyla gerekleŖen *doğrudan fon aktarımı*; ikinci yol ise piyasada finansal aracılar kullanarak yapılan *dolaylı fon aktarımı* yoludur.

1.1.1. DOĞRUDAN FON AKTARIMI VE FİNANSAL PİYASALAR

Doğrudan fon aktarımında, fon ihtiyacı bulunan taraf, finans piyasaları enstrümanları olarak adlandırılan yatırım araçlarını, fon fazlasına sahip tarafa, herhangi bir finansal aracı kullanmadan satmaktadır. Yatırım fırsatı olmayan fon fazlasına sahip kişilerin fonları, fon ihtiyacı bulunan tarafa transfer edilmektedir. Böylece, her iki taraf da bu transferden memnun kalmakta ve bu işlem sonucunda, ekonomide üretim ve üretkenlik artmaktadır. Borç alan taraf, aldığı fon karşılığında faiz ödemekte; borç veren taraf ise, atıl duran fon fazlalığı karşılığında faiz geliri elde etmektedir. Buna göre, finans piyasalarının iyi işlemesi sonucunda, toplumdaki her birimin refah seviyesinin arttığı söylenebilir.⁴

1.1.1.1. FİNANSAL PİYASA ÇEŞİTLERİ

Finansal piyasalar; bono-tahvil piyasaları, hisse senedi piyasaları ve döviz piyasaları olmak üzere üç grupta incelenebilir.⁵

- **Bono ve Tahvil Piyasaları:** Faiz oranları, belirli bir dönem için periyodik ödemeler yapan menkul kıymetlerin piyasası olan bono ve tahvil piyasasında belirlenir. Firmalar ve devletler, fon ihtiyaçlarını bu faiz oranlarıyla borçlanarak karşılarlar. Bono ve tahvillerin faiz oranları, borçlanmanın yanı sıra, tüketicilerin ve işletmelerin yatırım ve üretim gibi kararlarını da etkileyebilmektedir. Örneğin, yüksek faiz oranları, tüketicileri daha fazla tasarruf yapmaya teşvik ederken, firmaların yatırım yapma cesaretlerini kırmaktadır. Bu sebeplerden dolayı, bono ve tahvil piyasaları ekonomik aktivitenin devamı için çok önemli bir rol oynamaktadırlar.

⁴ A.e., s. 22.

⁵ A.e., s. 4-7.

- **Hisse Senedi Piyasaları:** Firmalar, fon ihtiyaçları karşılığında piyasaya hisse senedi sürmektedirler. Bu hisse senetlerinin fiyatının yüksek olması, firmalar açısından daha fazla fon ihtiyacını giderebilmeyi ve yatırımlarının artmasını sağlamaktadır.
- **Döviz Piyasaları:** Döviz piyasaları, bir ülke parasının diğer ülke paraları karşısındaki değerinin belirlendiği piyasalardır. Fon fazlasının bir ülkeden diğer bir ülkeye aktarılması sırasında, iki para birimi arasındaki kurların değerleri döviz piyasalarında belirlenir. Bu kurlardaki dalgalanmalar ülke ekonomileri için oldukça önemlidir. Güçsüz bir yerel para, ithal malları ve hizmetleri pahalılaştırmaktadır. Böylece tüketicilerin ithal mal talebi düşerken, yurtiçi talebi artmaktadır. Düşük yerel kur, uluslararası ticarete firmalar açısından büyük rekabet avantajı sağlamaktadır. Bu kapsamda güçlü bir yerel para ise, ithal malları daha ucuz hale getirmekte, dolayısıyla uluslararası ticarete rekabet avantajı yitirilmektedir.

1.1.1.2. FİNANSAL PİYASALARIN YAPISI

Finansal piyasalarının yapısının anlaşılabilmesi için, çeşitli finansal piyasa sınıflandırmaları incelenmelidir.⁶

- **Bono, Tahvil ve Hisse Senedi Piyasaları:** Bireylerin veya işletmelerin finans piyasalarından borçlanmaları iki yolla gerçekleşmektedir. Birinci yol, sabit veya değişken faizli bono ve tahvil çıkarmak yoluyla fon sağlanmasıdır. Finansal enstrümanın vadesi bir yıldan az ise enstrüman *kısa vadeli*, bir yıl ile on yıl arasında ise *orta vadeli*, on yıldan fazla ise *uzun vadeli* olarak adlandırılmaktadır.

Bireyler ve işletmeler için ikinci borçlanma yolu ise hisse senedi çıkarmaktır. Hisse senetlerini satın alan kişiler, hisse senedini çıkaran şirkete ortak olmaktadır ve şirketin, kazançlarından periyodik olarak dağıttığı

⁶ A.e., s. 23-25.

temettü gelirlerini elde etmektedirler. Vade tarihleri olmadığı için, hisse senetleri uzun vadeli finansal enstrümanlardır.

- ***Birincil ve İkincil Piyasalar:*** Finans piyasalarının ikinci sınıflandırması birincil ve ikincil piyasalar olarak gerçekleşmektedir. Piyasaya yeni çıkarılan bir menkul kıymeti doğrudan yatırımcılara ulaştırılan piyasalara *birincil piyasalar* adı verilmektedir. Menkul kıymeti satın alan ilk yatırımcılar, ellerindeki bu menkulü vadesinden önce yeniden satmak isterlerse *ikincil piyasalar* oluşmaktadır. İkincil piyasalara örnek olarak, hisse senedi piyasaları, bono ve tahvil piyasaları ve döviz piyasaları verilebilmektedir. Broker ve dealerlar bu piyasalarda çok önemli bir rol oynamaktadırlar. *Broker*, alıcı ve satıcıları bir araya getirerek, menkul kıymetin el değiştirmesine aracılık etmektedir. *Dealer* ise, alıcı ve satıcılar adına belirlenmiş fiyatlardan işlem yapmaktadır. Böylece, nakit elde etmek amacıyla gerçekleştirilen finansal enstrüman satışı kolaylaşmakta ve ikincil piyasaların varlığı sayesinde finansal enstrümanlar daha likit hale gelmektedir.
- ***Para ve Sermaye Piyasaları:*** Finans piyasalarının diğer bir sınıflandırması vadelerine göre yapılmaktadır. Sadece kısa vadeli finansal enstrümanların alınıp satıldığı piyasalar *para piyasaları*, orta ve uzun vadeli finansal enstrümanların alınıp satıldığı piyasalar ise *sermaye piyasaları* olarak adlandırılmaktadır.

Hazine bonosu, banka mevduatı, banka kabulleri, repo gibi para piyasası enstrümanları, devlet tahvilleri, mortgage gibi sermaye piyasası enstrümanlarına göre daha avantajlıdır. Para piyasası enstrümanlarının ikincil piyasaları daha gelişmiştir ve sermaye piyasası enstrümanları ile karşılaştırıldığında daha likittir. Bu önemli avantajın yanı sıra, para piyasası enstrümanlarının fiyatları, sermaye piyasası enstrümanlarının fiyatlarına göre daha küçük dalgalanmalar yaptığından, para piyasası enstrümanları daha güvenlidir. Tüm bu avantajları nedeniyle, para piyasası enstrümanları genellikle işletmeler ve bankalar tarafından, fazla fonlarından kısa vadeli

kazanç elde edebilmek amacıyla geçici olarak kullanılmaktadırlar. Sermaye piyasaları ise, belirsizlik nedeniyle uzun vadeli yatırım yapmayı tercih eden sigorta ve emeklilik şirketleri tarafından kullanılmaktadır.⁷

1.1.2. DOLAYLI FON AKTARIMI VE FİNANSAL ARACILAR

Şekil 1, fon aktarımı için ikinci bir yol olan dolaylı fon aktarımına da yer vermektedir. Dolaylı fon aktarımı, fonların en iyi mümkün kullanıcılar arasında dağıtılmasını sağlayan *finansal aracilar* vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Örneğin, bir banka mevduat yoluyla fon temin etmekte ve bu fonu, firmalara borç vermek veya firmaların çıkarmış oldukları tahvilleri satın almak için kullanabilmektedir. Bir finansal aracı, uzmanlaşma ve ölçek ekonomisi sayesinde işlem maliyetlerini (transaction costs) düşürmekte ve piyasa ve piyasa oyuncuları hakkında en doğru bilgiye kısa zamanda ulaşabilmesi nedeniyle de asimetrik enformasyon (asymmetric information) ve piyasadaki belirsizlikleri azaltmaktadır.⁸

Finansal aracilar ilk olarak ekonomik birimler arasındaki ticareti kolaylaştırarak ekonomideki ihtisaslaşmayı arttırmakta, ikinci olarak da, tasarrufların yatırıma dönüşebilmesi için çeşitli hizmetler sağlamaktadırlar. Bu amaçla, finansmanı yapılabilecek projeler arasından en iyisini seçmekte, tahsis edilen fonların yerli yerinde kullanılıp kullanılmadığını incelemek için yatırımcıların davranışlarını takip etmekte ve fonları farklı yatırım projelerine yönelterek riski azaltmaktadırlar.⁹ Bu iki temel amaç, dolaylı fon aktarımı işleminde finansal araciların kullanılmasının ne kadar önemli olduğunu gözler önüne sermektedir.

Ekonominin işleyişi içerisinde bu kadar önemli bir role sahip olan finansal araciları başlıca üç ana kategoriye ayırabiliriz:

- Mevduat toplama yetkisine sahip bankalar,

⁷ A.e., s. 29.

⁸ Maxwell J. Fry, **Money, Interest, and Banking in Economic Development**, 2. bs., Baltimore and London, The Johns Hopkins University Press, 1995, s. 295.

⁹ Muhsin Kar ve Mehmet Tunçer, “Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Teorik Görüşler, Ampirik Sonuçlar ve Yeni Gelişmeler”, **Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi**, C:17, No:3, Ekim 1999, s. 2.

- Emeklilik ve hayat sigortaları gibi sözleşmeye dayalı kurumlar,
- Yatırım şirketleri ve aracı kurumlar gibi diğer yatırım kuruluşları.

Bu kategoriler içerisinde, mevduat toplama yetkisine sahip bankalar en yaygın ve en iyi uzmanlaşmış olan finansal kurumlardır.¹⁰

Finansal piyasalar ve bu piyasaların oyuncularını hakkında verilen bu genel bilgilerden sonra, çalışmanın temel konusu gereği döviz piyasaları hakkındaki incelemeler derinleştirilmelidir. Bu amaçla bundan sonraki bölümde, öncelikle döviz piyasalarının yapısı ve ardından istatistiksel bilgiler ışığında günümüz dünyasındaki yeri incelenecektir.

1.2. DÖVİZ PİYASALARI

Döviz piyasalarında belirlenen *döviz kuru*, uluslararası sermaye hareketlerinin gerçekleşebilmesi için gerekli olan fon transferinde çok önemli bir role sahiptir. *Döviz piyasası*, herhangi bir kamu otoritesinin piyasa kuralları dışında bir müdahalesi olmaksızın, yerli paraların diğer yerli paralarla serbestçe alınmak ve satılmak suretiyle değişimine olanak veren bir organizasyondur.¹¹

Döviz kurundaki dalgalanmalar, sermaye hareketlerini ve ülke ekonomisini derinden etkilemektedir. *Güçsüz bir yerli para birimi* yabancı ürün ve hizmetleri daha pahalı hale getirir. Böylece, tüketicilerin yabancı ürün ve hizmet satın alımları düşerken hem yerli ürün ve hizmet talebi artar hem de işletmelerin uluslararası ticaretteki rekabet gücü, nispeten düşük fiyatları nedeniyle, artar. Diğer taraftan, *güçlü bir yerli para birimi* yabancı ürün ve hizmetleri daha ucuz hale getirir. Böylece, tüketiciler yabancı ürün ve hizmet satın alımlarını arttırırlar ve işletmelerin uluslararası ticaretteki rekabet gücü, nispeten yüksek fiyatları nedeniyle, düşer.¹²

¹⁰ Kidwell ve Peterson, **Financial Institutions, Markets, and Money**, s. 30.

¹¹ Mehmet Uysal, "Londra Döviz Piyasası", **Hazine Dergisi**, Sayı: 9, Ocak 1998, (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/makaleler/muysal.pdf>, 02 Haziran 2006, s. 1.

¹² Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, s. 7.

Döviz kurunun ekonomik birimler ve hareketler üzerindeki temel etkisi kısaca açıklandıktan sonra, bundan sonraki kısımda döviz piyasaları hakkındaki genel ve istatistiksel bilgiler verilecektir.

1.2.1. DÖVİZ PİYASALARI HAKKINDA GENEL VE İSTATİSTİKSEL BİLGİLER

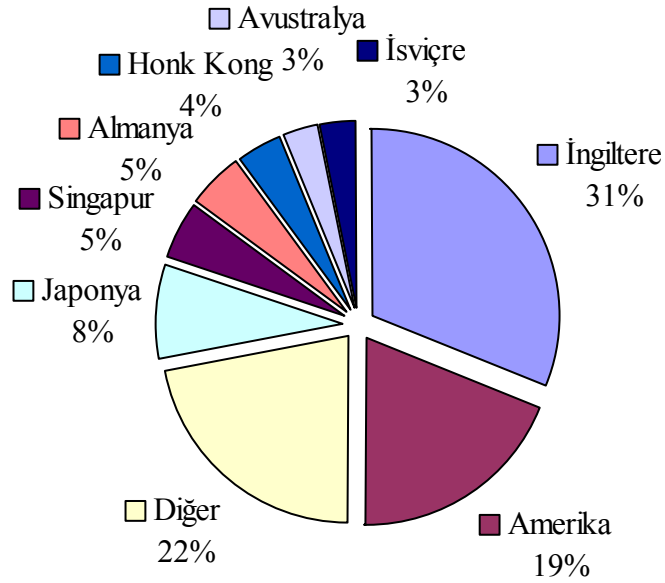
Günümüz dünyasının en büyük pazarı olan döviz piyasalarında işlemler günün 24 saati boyunca devam etmektedir. İşlemler, günün ilk saatleriyle birlikte Sidney ve Tokyo’da başlamaktadır. Sonrasında Hong Kong ve Singapur piyasaları açılmakta, günün ilerleyen saatlerinde ise Dubai ile birlikte Avrupa’da Zürih, Frankfurt ve Londra piyasaları faaliyete başlamaktadır. İşlemlerin oldukça yoğun olarak gerçekleştiği Londra piyasası hareketlendikten sonra, Amerika’da New York, Chicago ve en son olarak da San Francisco şehirlerinde döviz işlemleri başlamakta ve bu piyasaların kapanmasıyla da döviz piyasalarında 24 saat tamamlanmış olmaktadır.¹³ Döviz kurları arasındaki fiyat kotasyonunun dakikada 20 kez değiştiği döviz piyasalarında, bir gün içerisinde gerçekleşen kotasyon değişimi 18,000’e ulaşmaktadır.¹⁴

Şekil 2, döviz işlemlerinin merkezlere göre dağılımını göstermektedir. Buna göre, toplam döviz işlemlerinin % 78’i 8 büyük ülkede gerçekleşmektedir. Dünyanın en büyük iki döviz piyasası ise sırasıyla % 31’lik pay ile İngiltere, sonrasında ise % 19 pay ile Amerika’dır.

¹³ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, 2. bs., İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2003, s. 27.

¹⁴ Sam Y. Cross, **The Foreign Exchange Market in the United States**, New York, Federal Reserve Bank of New York, 1998, s. 15.

Şekil 2: Döviz İşlemlerinin Ülkeler Arasındaki Dağılımı (%)



Kaynak: Peter Williams, “The Foreign Exchange and Over-the-Counter Derivatives Markets in the United Kingdom”, Kış 2004, (Çevrimiçi) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin>, 09 Nisan 2005, s. 470.

Döviz işlem hacmi rakamlarına baktığımızda, Bank for International Settlements (BIS)’in Mart 2005 tarihli araştırma sonuçlarına göre, 2004 yılında günlük ortalama döviz işlem hacminin 1,88 trilyon Amerikan Doları olarak gerçekleştiği görülmektedir.¹⁵ Daha önce oransal olarak da belirtildiği gibi, döviz piyasalarında işlemlerin en yoğun gerçekleştiği merkez İngiltere’dir. İngiltere 2004

¹⁵ Bank for International Settlements, **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, Mart 2005, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>, 17 Mart 2005, s. 5.

yılında, 1,88 trilyon dolarlık günlük işlem hacminin % 31'ine tekabül eden miktar olan 750 trilyon dolarlık işlem hacmine ulaşmıştır.¹⁶

Türkiye'de günlük döviz işlemleri yaklaşık 3 milyar dolar olarak gerçekleşmektedir ve bu rakam dünyada gerçekleşen günlük döviz işlem hacminin % 0.2'sine karşılık gelmektedir.¹⁷

Gelişmekte olan diğer ülkelere bakıldığında, Brezilya 3 milyar dolar günlük işlem hacmi ile % 0.2 , Polonya 6 milyar dolar ile yaklaşık % 0,4, Meksika 15 milyar dolar ile % 0.7, Güney Kore 20 milyar dolar ile yaklaşık % 1.1, Rusya 30 milyar dolar ile yaklaşık % 1.6'lık paylara sahiptir.¹⁸

Döviz piyasasında gerçekleşen işlem hacmi, dünya ticaret hacminin 50 katını aşmış bulunmaktadır. Bu işlemlerin tahminen % 95'i spekülatif amaçla gerçekleşmekte, geri kalan % 5'lik kısım ise uluslararası ticaret için gerekli olan dövizin piyasalardan alınması veya satılması amacını taşımaktadır.

Günlük işlem hacminin dağılımına baktığımızda, işlem hacminin % 85'ten fazlasının Amerikan Doları, Japon Yeni, Euro, İngiliz Sterlini, İsviçre Frangı, Kanada Doları ve Avustralya Doları'ndan oluşan ve *majör* olarak adlandırılan para birimleri üzerinden gerçekleştiğini görmekteyiz.¹⁹

¹⁶ Peter Williams, **The Foreign Exchange and Over-the-Counter Derivates Markets in the United Kingdom**, Kış 2004, (Çevrimiçi)

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/qb040405.pdf>, 09 Nisan 2005, s. 470.

¹⁷ TCMB, Veriler, Piyasa Verileri, Bankaların Türk Lirası Karşılığı Döviz İşlem Hacimleri, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 02 Haziran 2006.

¹⁸ Bank for International Settlements, **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, s. 12.

¹⁹ Forex.com Gain Capital Group, (Çevrimiçi), http://www.forex.com/history_forex.html, 02 Haziran 2006.

Tablo 1: Majör Para Birimlerinin Toplam Döviz İşlem Hacmi İçerisindeki Dağılımı (%)

Yüzdelik Gösterim*	1998	2001	2004
Amerikan Doları	87	90	89
EMS / EURO**	52	38	37
Japon Yeni	20	23	20
İngiliz Sterlini	11	13	17
İsviçre Frangı	7	6	6
Avustralya Doları	3	4	6
Kanada Doları	4	5	4
Diğer	16	21	21
Toplam	200	200	200

* İki döviz kurunun birbirleri ile yapılan işlemlerini içerdiği için toplam 100 yerine 200 olmaktadır.

** 1998 yılında Alman Markı, Fransız Frangı, ECU ve European Monetary System (EMS)'e dahil olan diğer para birimlerinin birbirleri ile olan ticaret oranlarını da içermektedir.

Kaynak: Bank for International Settlements, **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, Mart 2005, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>, 17 Mart 2005, s. 5.

Majör para birimlerinin toplam döviz işlem hacmi içerisindeki yüzdelik dağılımını gösteren **Tablo 1** incelendiğinde, piyasalarda gerçekleşen döviz işlemlerinin % 90'lık kısmının iki ayağından birinin Amerikan Doları olduğunu görmekteyiz. Doları sırasıyla % 37 ile dolar/euro işlemleri, % 17 ile dolar/yen işlemleri, % 12 ile dolar/sterlin işlemleri izlemektedir.²⁰

²⁰ Bank for International Settlements, **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, s. 8.

Tablo 2'ye baktığımızda ise, BIS'in 1992, 1998, 2001 ve 2004 yıllarında 52 merkez bankasından toplamış olduğu verilere dayanarak, günlük döviz işlem hacminin işlem türlerine göre dağılımını görmekteyiz.

Tablo 2: Günlük Döviz İşlem Hacminin İşlem Türlerine Göre Dağılımı (trilyon USD)

İşlem Türü	1992	1998	2001	2004
Spot	394	568	387	621
Vadeli işlemler	58	128	131	208
Döviz Swapı	324	734	656	944
Noksanlar*	44	60	26	107
Toplam	840	1590	1380	1880

* Yapılan döviz işlemlerinin detayı konusunda, raporlamada yer almayan ülkelere ait tahmini döviz işlemi miktarlarını göstermektedir.

Kaynak: Bank for International Settlements, **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, Mart 2005, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>, 17 Mart 2005, s. 5.

Tablo 2'deki günlük işlem hacimlerinde işlem türleri olarak belirtilen spot piyasa işlemlerinde, döviz işlemi bugün yapılmakta fakat işleme konu olan dövizlerin teslimatı 2 iş günü sonra gerçekleşmektedir. Vadeli işlemlerde ise işlem bugün yapılmakta olup, işleme konu olan dövizlerin teslimatı 2 işgününden daha uzun bir sürede gerçekleşmektedir. Döviz swap işlemleri ise farklı para birimlerinden borçlanmalarla ilgili likidite ihtiyaçlarının kur riski üstlenilmeden değiş tokuş edilmesidir.²¹

²¹ Mehmet Bolak, **Finans Mühendisliği, Kavramlar ve Araçlar**, İstanbul, Beta Yayınları, Ekim 1998, s. 105.

Tablo 3: Ülkelere Göre Döviz İşlem Hacminin % 75'ini Gerçekleştiren Banka Sayısı

ÜLKE	1995	1998	2001	2004
İngiltere	20	24	17	16
ABD	20	20	13	11
Japonya	24	19	17	11
Almanya	10	9	5	4
İsviçre	5	7	6	5
Avustralya	10	9	10	8
Kanada	6	5	4	4
Fransa	6	5	4	4
Singapur	25	23	18	11

Kaynak: Bank for International Settlements, **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, Mart 2005, (Çevrimiçi)
<http://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>, 17 Mart 2005, s. 11.

Tablo 3'teki veriler; gelişmiş ülkelerde gerçekleşen döviz işlemlerinin en az % 75'inin kaç tane banka tarafından yapılmakta olduğunu göstermektedir. Buna göre, finans sisteminin çok gelişmiş olduğu İngiltere'de toplam 16 tane banka, ülkede gerçekleşen döviz işlemlerinin % 75'ini gerçekleştirmektedir. Amerika'da 11 tane banka döviz işlemlerinin % 15'ini gerçekleştirmektedir. Diğer gelişmekte olan ülkelerde ise Almanya örneğinde olduğu gibi 4 tane banka döviz piyasasının % 75'ine hakim olabilmektedir.²²

²² Bank for International Settlements, **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, s. 11.

Zaman geçtikçe % 75'lik paya sahip olan banka sayısında azalma gerçekleşmektedir. Örneğin İngiltere'de 1995 yılında 20 banka döviz piyasası işlemlerinin % 75'ini gerçekleştirirken, bu sayı 2004 yılında 16'ya düşmüştür. Bu örnek istinasız diğer gelişmekte olan ülkelerde de yaşanmaktadır. Bunun sebebi banka birleşmeleri ve büyük bankaların pazar paylarının artırılmasından kaynaklanmaktadır. Buradan çıkarılabilecek sonuç, önümüzdeki yıllarda piyasanın büyük bir çoğunluğuna belli başlı birkaç bankanın egemen olması beklenilmelidir.

Türkiye'deki durumu gelişmekte olan ülkelerle birlikte incelediğimizde, BIS 2004 raporuna göre Türkiye'de 6 tane bankanın tüm piyasanın % 75'ine hakim olduğunu görmekteyiz. Gelişmekte olan diğer ülkeler de ise bu rakam şöyle sıralanmaktadır: Yunanistan 4, Brezilya 6, Arjantin 18, Meksika 6, Rusya 18, Güney Kore 12.²³

Döviz piyasaları hakkında genel ve istatistiksel bilgiler incelendikten sonra, döviz kurlarını etkileyen ekonomik faktörler de ele alınmalıdır.

1.2.2. DÖVİZ KURLARINI ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLER

Piyasa katılımcılarının karşılaştığı en büyük sorunlardan biri, döviz fiyatlarının gelecekte ne olacağı konusundaki belirsizliktir. Sabit ve yarı sabit kur sistemlerinde, döviz fiyatlarının ne olabileceğini, hükümetlerin açıklamaları ve almış oldukları ekonomik kararlar doğrultusunda daha önceden tahmin edebilmek kolaylaşırken; esnek kur rejiminde, döviz kurlarının ne olabileceğini önceden tahmin etmek zorlaşmaktadır.

Döviz kurlarını etkileyen ve döviz kurlarının tahmininde ele alınması gereken faktörleri üç ana başlık altında toplayabiliriz. Birinci başlık, piyasadaki faiz oranları, sermaye arz ve talebi, satın alma gücü paritesi gibi ekonomik etmenleri içeren *ekonomik faktörler*; ikinci başlık, devlet yönetimini elinde bulunduran hükümetin politik davranışlarını içeren *politik faktörler* ve son başlık da *birey davranışları*

²³ A.e., s. 13.

olarak belirlenebilir.²⁴ Bu çalışma doğrudan ekonomik faktörleri ele aldığı için, politik faktörler ve birey davranışları dikkate alınmadan, sadece ekonomik faktörleri oluşturan etmenlerin döviz kurlarını nasıl etkileyebileceği incelenecektir.

1.2.2.1. NİSPİ FAİZ ORANLARI

Döviz kurlarının gelecekteki değerlerinin tahmininde göz önünde bulundurulması gereken en önemli faktörlerden biri, ülkeler arasındaki nispi faiz oranlarıdır. Bu oranların önemini açıklamak için bir örnek üzerinden gidilebilir. Kısa vadeli faiz oranları, Avrupa Birliği (AB)'nde % 2, Amerika'da ise % 2,75 seviyesindedir. Bu durumda, Almanya'da % 2 ile borçlanıp, Amerika'da % 2,75 oranından borç verilebilir ve böylece iki faiz oranı arasındaki farktan yararlanılabilir. Bu örneği biraz daha geliştirmek için, spot işlemlerde Euro / USD paritesinin 1.2910 / 1.2915 olduğunu kabul edelim. Bu durumda, Almanya'dan belirli bir zaman dilimi için (bu zaman dilimine t zamanı diyelim), 1.000.000 Euro borçlandığımız zaman, bu borcun Amerikan Doları karşılığı 1.291.000 dolara karşılık gelmektedir. Bu tutar, Amerika'da yine t zamanı için % 2,75'ten borç olarak verilebilmektedir. t zamanı geldiğinde spot işlemlerde paritenin 1.2895 / 1.2900 olduğunu varsayarsak, % 2'den Almanya'dan borç alınan 1.000.000 Euro için, t zamanı geldiğinde 1.020.000 Euro ödemede bulunulması gerekmektedir. Fakat, bu 1.000.000 Euro 1.2910 pariteden 1.291.000 Amerikan Doları'na çevrilirse, t zaman sonra % 2,75 faizden 1.326.503 dolar elde edilebilmektedir. Bu tutara t zamanı için geçerli olduğunu varsaydığımız spot pariteyi uygulayıp, 1.2900 Euro'ya döndüğümüzde, 1.028.297 Euro elde edilmektedir. Bu piyasadaki oyuncu, borcuna karşılık 1.020.000 Euro ödemede bulunduktan sonra, bu işlem sonucunda 8.297 Euro kâr elde etmektedir.

Bu örnekteki arbitraj, oldukça tehlikesiz bir arbitraj olmakla beraber, t zamanı için geçerli olan Euro / USD paritesi 1.3005 olsaydı, iki ülke arasındaki faiz oranı farkından kaynaklanan arbitraj imkânı ortadan kalkacaktı.

Ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları neticesinde, fonlar faiz oranı yüksek olan ülkelere doğru akmaya başlamakta ve hem spot hem de forward piyasalardaki

²⁴ Uzunoglu, **Para ve Döviz Piyasaları**, s. 15.

arz ve talep etkilenmektedir. Dolayısıyla yüksek faiz oranına sahip ülke para birimleri, diğer para birimlerine karşısında değerlenme eğilimine girmektedir.

1.2.2.2. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ

1986 yılında, farklı ülkelerin para birimlerinin birbirlerine oranlarını gözlemleyebilmek amacıyla oluşturulan Big Mac Endeksi, 1 Amerikan Doları'nın tüm ülkelerde aynı satın alma gücüne sahip olduğunu varsaymakta ve the Economist dergisi tarafından ayda bir kez yayınlanmaktadır. Bu endekse göre, üretilen malların ucuz oldukları ülkelere pahalı oldukları ülkelere ihraç edilecekleri varsayıldığı için, uzun dönemde tüm ülkelerin para birimleri, aynı malın ülkeler arasındaki fiyat farklılıklarına ayak uyduracak ve satın alma gücü aynı miktar mal alabilecek şekilde dengelenecektir.²⁵

Altın gibi, ulaşım, zaman gecikmeleri ve ticareti kısıtlayıcı engelleri olmayan malların fiyatları her iki ülkede de aynı ise, bu durum *tek fiyat kanunu* şeklinde ifade edilmektedir. Tek fiyat kanununa göre; A ve B olarak adlandıracağımız döviz kurları arasındaki değişim oranı, iki döviz açısından X malının fiyatlarına oranı olacaktır.

$$(A/B) = (A/X) / (B/X) \quad (1)$$

Tek fiyat yasasında tam ikamesi olan mallarda arbitraj üzerine enflasyonun etkisini dikkate alalım. 51 ülkedeki tüm mal ve hizmetlerin enflasyon oranında arttığını varsayalım. Böylece t döneminde;

$$(A/B)_t = (A/X)_t / (B/X)_t \quad (2)$$

olacaktır. Bir dönem sonra ise;

$$(A/B)_{t+1} = (A/X)_{t+1} / (B/X)_{t+1} \quad (3)$$

olacaktır. Bir dönem sonraki $(t+1)$ fiyatı önceki zaman fiyatı ile enflasyon oranının toplamıdır. Dolayısıyla yeni dengelerimiz;

²⁵ Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, s. 170.

$$(A/X)_{t+1} * (1+pa) \quad (4)$$

$$(B/X)_{t+1} * (1+pb) \quad (5)$$

olacaktır. Denklemdaki pa ve pb , A ve B paraları için faiz oranını göstermektedir. Bu denklemler yoluyla X malı üzerinden A ve B döviz kurları arasındaki oranın gelecekteki değerine ulaşabiliyoruz. Buna göre,

$$(A/B)_{t+1} / (A/B)_t = ((A/X)_t * (1+pa) / (B/X)_t * (1+pb)) / ((A/X)_t / (B/X)_t) \quad (6)$$

eşitliği bulunacaktır. Buradan,

$$(A/B)_{t+1} / (A/B)_t = (1+pa) / (1+pb) \quad (7)$$

eşitliği elde edilir. Bu eşitliğe *satın alma gücü paritesi* adı verilmektedir.²⁶ Bu parite aşağıdaki rakamlarla örneklenebilir:

Altın fiyatının tüm dünyada aynı olduğunu ve onsunun 630 dolardan satıldığını varsayar ve basitlik olması açısından Amerika'daki gösterge faiz oranlarını % 5, Avrupa faiz oranlarını da % 2 olarak kabul edersek, İki para birimi arasındaki satın alma gücü paritesini şu şekilde bulabiliriz:

$$(1+0,05) / (1+0,02) = (1+0,0294)$$

Bu sonuca göre, satın alma gücü paritesi bakımından, euronun dolar karşısında % 2,94 oranında değer kazanmasını bekleriz.

1.2.2.3. ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler dengesi, veya bir başka deyişle *cari denge*, yurtdışında yerleşik olan ekonomik birimlerle yurtdışında yerleşik olanlar arasındaki mal ve hizmet ticaretini ve diğer ekonomik faaliyetleri gösteren bilançodur. Her bilançoda olduğu gibi, ödemeler dengesinde de varlık toplamı ile yükümlülük toplamı birbirine eşittir.²⁷

²⁶ Uzunoglu, **Para ve Döviz Piyasaları**, s. 22.

²⁷ Mahfi Eğilmez ve Erkan Kumcu, **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, 7. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, 2004, s. 198.

Ödemeler dengesindeki değişimler döviz kurlarının tahmininde önemli olan göstergelerden biridir. Bir ülkenin ödemeler dengesinin fazla vermesi, ülkeye döviz girdiğinin ve ülkedeki döviz arzının arttığının bir göstergesidir ve bu durumda döviz kurlarının düşmesini beklenmektedir. Ödemeler dengesinin açık vermesi ise, ülkeden döviz çıkışının olduğunu ve döviz kurlarının yükseleceğini ifade etmektedir. Bu durumda ülke para birimi değer kaybedecektir.

1.2.2.4. EKONOMİK BÜYÜME

Ekonomik büyümenin döviz kurları üzerindeki etkisinin yorumlanabilmesi için, büyümeyi tetikleyen faktörlerin neler olduğu doğru analiz edilmelidir. Eğer büyüme, iç tüketimin, kamu harcamalarının ve dolayısıyla bütçe açıklarının artması yoluyla gerçekleşiyorsa, ülkenin ithalatında artış yaşanacağı ve böylece yerli para biriminin değer kaybedeceği tahmininde bulunulabilmektedir.

1.2.2.5. PARA ARZI VE ENFLASYON

Bir ülke ekonomisindeki para arzının gerekenden fazla artması veya azalması, döviz kurları üzerinde baskı oluşturacaktır. Para arzı beklenenden fazla arttırıldığında, enflasyonist baskı oluşacak ve böylece yerel para biriminin değeri düşecektir. Örneğin, enflasyonun % 10, ekonomik büyümenin de % 6 olduğu bir ülkede, para arzı % 15 arttırılıyorsa bu ülkedeki enflasyon oranı artacak ve yerli para birimi değer kaybedecektir. Benzer şekilde, para arzının gereken seviyenin altında gerçekleşmesi durumunda ise, yerli para birimine talep artacak ve bunun sonucunda yerli para birimi değer kazanacaktır.²⁸

1.2.2.6. DİĞER EKONOMİK GÖSTERGELER

Nispi faiz oranları, satın alma gücü paritesi, ödemeler dengesi, ekonomik büyüme, para arzı ve enflasyon şeklinde sıralanan ekonomik faktörler dışında, işsizlik oranı, vergi oranlarındaki değişiklikler gibi bazı temel ekonomik göstergeler de döviz kurlarının yönünün tahmini konusunda faydalı olmaktadır. Örneğin,

²⁸ Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, s. 18.

Amerika’da her hafta açıklanan işsizlik maaş başvuruları sonrasında, beklenen işsizlik maaş başvuru rakamları ile açıklanan rakamlar arasındaki farkın artması durumunda, doların diğer para birimleri karşısındaki volatilitesi hızla artmaktadır.²⁹

²⁹ A.e.

2. BÖLÜM:

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Çalışmanın birinci bölümünde, finansal sistemin yapısı ve işleyişi ele alınmış ve ardından, istatistiksel veriler ışığında döviz piyasalarının güncel durumları hakkında genel bilgiler verilmiştir. Bu bölümün amacı ise; kısa vadeli sermaye hareketlerini ve bu hareketlerin ülke ekonomileri üzerindeki etkilerini incelemektir. Bu amaçla, kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu ve dünyada ses getiren krizlerden Asya ve Rusya krizleri ele alınacaktır. Bu vaka incelemesinin amacı, üçüncü bölümde yer alan Türkiye uygulamaları ile “*Yakın bir gelecekte Türkiye’de yeniden finansal bir kriz yaşanır mı?*” sorusunun cevabını bulabilmek için bir alt yapı oluşturmaktır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerini incelemeye başlamadan önce, bir ekonominin genel dengesinden ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu denge içerisindeki yerinden bahsetmeliyiz.

Ekonomide başlıca dört piyasa mevcuttur. Bu piyasaları şöyle sıralayabiliriz:

- *Mal Piyasası* : Mal fiyatları ve enflasyon oranları belirlenmektedir.
- *Sermaye Piyasası* : Faiz oranları belirlenmektedir.
- *Para Piyasası* : Döviz kurları belirlenmektedir.
- *Emek Piyasası* : Ücretler belirlenmektedir.

Bir ekonominin güçlü olduğunu söyleyebilmemiz için yukarıda sıraladığımız dört piyasanın dengede ve birbirleri ile tutarlı bir işleyiş içerisinde olması gerekmektedir. Enflasyon, faiz oranları, döviz kurları ve ücretler arasında meydana gelebilecek denge bozuklukları ekonomilerde krizlere neden olmaktadır. Kısa vadeli

sermaye hareketleri de işte bu noktada devreye girmektedir. Bu durum, ekonominin açık veya kapalı ekonomi olmasına göre değişiklik göstermemektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, açık ekonomilerde meydana gelen denge bozukluklarının krize dönüşmesini erteleyebilmekte; fakat ortadan kaldıramamaktadır.¹

Piyasa ekonomilerinde kısa vadeli sermaye hareketlerini cezbeden unsurları şu üç başlık altında toplayabiliriz²:

- Yüksek reel faiz,
- Yüksek getiri sağlayabilen borsa,
- Düşük veya sabit kurlar.

Bu üç unsur bir ülke ekonomisinde bulunuyorsa ve ülke ekonomisinin kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı kendini koruyabileceği bir kalkını yoksa, ülke ekonomisi kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızla akımına kapılmaktan kurtulamaz. Başlangıçta bu akım ülke ekonomisinde iyimser bir tablo oluştursa da, yukarıda sıralanan üç unsurdan birinin ortadan kalkması durumunda sermaye ülkeden hızla kaçmakta ve bunu sonucunda ekonomide ağır tahribatlara neden olmaktadır.

Dünyada kısa vadeli sermaye hareketleri rakamlarına baktığımızda, 1984 yılında 13,5 milyar dolar, 1996 yılında 215 milyar dolar, 2002 yılının sonunda ise 1,5 trilyon dolar giriş, 1,2 trilyon dolar çıkış olmak üzere (aradaki fark tespit edilemeyen çıkışlardır) toplamda 2,7 trilyon dolarlık işlem hacmi gözlemlemekteyiz.³

Kısa vadeli sermaye hareketleri işlem hacminde yaşanan bu artış, uluslararası finansal sistemin ve söz konusu hareketlerin tarihsel gelişimini inceleme gerekliliğini ortaya koymaktadır.

¹ Özer Ertuna, **Türkiye Ekonomisinin Kayıp Yılları**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005, s. 79.

² Muhammet Akdiş, "Sermaye Hareketleri, Finansal Krizler ve Türkiye", (Çevrimiçi) <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Nazilli1.ppt>, 06 Haziran 2006, s. 12.

³ A.e., s. 5.

2.1. ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMİN VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Uluslararası mal, hizmet ve varlık akımlarının etkin bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için, uluslararası finansal sistemin etkin bir şekilde işlemesi, ülkelerin karşılaştıkları dış açık veya fazlaların mümkün olduğunca kısa zaman içerisinde ortadan kaldırılması gerekmektedir.⁴

Uluslararası parasal sisteme baktığımızda, I. Dünya Savaşı'ndan önceki 1816 – 1914 döneminde, ülkelerin para birimlerini altın standardına göre ayarladıklarını görmekteyiz. Fakat, I. Dünya Savaşı ile birlikte ortaya çıkan enflasyon sonucunda altın standardı büyük bir darbe yemiştir ve savaş sonrasında da birçok ülke, paralarının konvertibilitesini askıya almıştır.

1918 – 1939 savaş dönemleri, dünyada para kaosunun ve depresyonların yaşandığı bir dönem olmuştur. Savaş dönemlerinde, ülkeler arasındaki enflasyon oranlarının birbirlerinden farklı olması uluslararası fiyat ilişkilerini altüst etmiştir. Ülkelerin, 1931 yılından itibaren döviz kontrollerini hayata geçirmeleri, ihracata ve sermaye akışına getirilen ambargo ve limitler de finansal ilişkilere büyük bir darbe indirmiştir.

Tüm bu olumsuz gelişmelerin ardından, 1944 yılında Amerika ve İngiltere önderliğinde, *Bretton Woods Konferansı* olarak adlandırılan *Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı* düzenlenmiştir. Bu konferans sonucunda, doların değeri belirli bir ağırlıktaki altına sabitlenmiş ve diğer ülkeler de paralarını dolara sabitlemişlerdir.

Bretton Woods sabit kur sisteminde, her para biriminin diğer para birimleri karşısındaki değeri tespit edilmekte ve bu değer de diğer para birimleri karşısında % 1 altına inmesine veya üstüne çıkmasına izin verilmekteydi. 1 ons altının değerinin

⁴ Ünal Çağlar, *Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*, İstanbul, ALFA Yayınevi, Ekim 2003, s. 11.

35 dolar olarak belirlendiği sistem, 1960'lara kadar başarı göstermiş sayılabilmektedir.⁵

1960'lı yılların ortalarına doğru, Japonya ve Batı Almanya'nın sanayileşmesi ile birlikte Amerika'nın ödemeler dengesinin bozulması ve hızla artan dış ticaret rakamları, Amerika'nın elindeki altın rezervlerinin hızla tükenmesine neden olmuştur.

1970'lerin başında, Amerika'da ve Amerika dışındaki ülkelerde baş gösteren enflasyonun etkileri ile birlikte, 1971 yılında Amerika, doların altına konvertibilitesini kaldırmış ve 1972 yılında da İngiltere, poundun diğer para birimleri karşısında dalgalanmasına izin vermiştir. 1971 yılından sonra, kurlar arasında % 1 olan oynama sınırı % 2,25'e çıkartılmıştır. Bu gelişmelerden sonra, Washington'daki *Smithsonian Institute*'de toplanan on gelişmiş ülke, doları % 7,89 oranında devalüe etmiştir ve 1 ons altının değeri 38 dolara yükseltilmiştir. Buna rağmen, Amerikan ekonomisi yeterince soluk alamamış ve bunun sonucunda dolar, 1973 yılında % 10 devalüe edilmiş ve 1 ons altının değeri 42,2 dolara yükselmiştir. Japonya % 7,5 ve İsviçre ise % 12 oranları ile para birimlerini devalüe etmişlerdir.

1973 yılında *I. Petrol Krizi* yaşanmaya başlamış ve dolar çöküşe geçmiştir. Ardından, 1973 yılında toplanan *Smithsonian Institute Konferansı* ile birlikte *dalgalı kur sistemi* uygulanmaya başlanmıştır.⁶

Tüm bu gelişmelerin, 1970'li yıllara damgasını vuran *finansal liberalizasyon* politikaları ve *teknolojik gelişmelerle* birleşmesi sonucunda, uluslararası sermaye hareketleri görülmemiş boyutlara ulaşmış ve finansal küreselleşme başlamıştır. Dalgalı kur sisteminden kar elde etmek amacıyla artan spekülâtif sermaye hareketleri sonucunda, önemli bir döviz kuru riski ile karşı karşıya kalan özel sektör, portföy çeşitlendirmesi yoluna gitmiş ve bunun bir sonucu olarak da döviz, tahvil ve hisse senedi piyasaları hızla gelişmiştir.⁷

⁵ Sadi Uzunoglu, **Para ve Döviz Piyasaları**, 2. bs., İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2003, s. 4.

⁶ A.e., s. 5.

⁷ Çağlar, **Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, s. 43-44.

Uluslararası finansal piyasaların gelişmesi ve küreselleşme ile birlikte, ülke ekonomilerindeki değişiklikler birbirini önemli ölçüde etkilemeye başlamıştır. Böylece, ülke ekonomileri arasındaki farklılıklardan yararlanmaya çalışan sermaye hareketleri oluşmuş ve özellikle 1970'lerden sonra hızla artmaya başlamıştır.

Uluslararası finansal piyasaların tarihi gelişimi ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ortaya çıkışı ele alındıktan sonra, bir sonraki kısımda kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri ve dünya ekonomisi üzerindeki etkileri incelenecektir.

2.2. DÜNYADA KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARA ETKİLERİ

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin günümüz dünyasında günden güne artmasını sağlayan ana etken küreselleşmedir. *Küreselleşme*, ülkelerin, milletlerin, kültürlerin, yasal ve kurumsal düzenlemelerin dünyanın her yerinde aynışmasını sağlamaya çalışan bir süreçtir. Bu sürecin, teknolojik gelişmeler ve sermaye hareketleri sonrasında hızlandığı da bir gerçektir. Özellikle iletişim teknolojisindeki gelişmeler, sermaye hareketlerinin daha önce görülmemiş boyut ve miktarlarda hızlanmasına ve çeşitlenmesine yol açmıştır.

Sermaye hareketlerinin teknoloji sayesinde hızlanması ve büyümesi neticesinde, bu sermaye hareketlerinin uzun vadeli kalıcı yatırımlara dönüşmeyen kısmının, yani kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri de ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli sermayenin piyasalara ani giriş ve çıkışları ile finansal dalgalanmalar ve krizler meydana gelebilmektedir.⁸

Küreselleşme neticesinde dünyada biriken sermayeye yeni yatırım alanları aranmaya başlanmış, daha büyük pazarlara giriş ihtiyaçları artmış ve bu oluşumların da ancak batı değerlerinden biri olan liberalizm ile gerçekleşebileceğine olan inanç

⁸ Muhammet Akdiş, **Global Finansal Sistem - Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul, Beta Yayınları, 2000, s. 27.

oluşturmuştur. Yani serbest ticaretin sağlanması, gümrük engellerinin kalkması ve koruma engellerinin azaltılması, faktör dolaşımının serbestleşmesi, finansal piyasaların liberalleştirilmesi, ve tüm bunların da batı değerler sistemi ile sağlam esaslara bağlanması amaçlanmıştır. Sovyetler Birliği'nin dağılması ile iki kutuplu dünyadan tek kutuplu dünyaya geçiş ve liberal düşüncelerin yakaladığı kuvvetli rüzgar da bu oluşuma hız katmıştır.⁹

Liberalleşme ve sermaye dolaşımının serbestleşmesi ile birlikte hızını ve gücünü arttıran kısa vadeli sermaye hareketleri, başka bir tabirle “sıcak para”, ikili bir yapı da ortaya çıkarmıştır. Bu ikili yapının ilk ayağı, mal ve hizmet akımı şeklinde cereyan eden reel piyasalar; ikinci ayağı ise, paradan para kazanmayı amaçlayan mali piyasalardır.¹⁰

Reel piyasaların finansman ihtiyaçlarını gidermeye yönelik veya reel piyasaların gelecekle ilgili risklerini ortadan kaldırmayı amaçlayan finansal piyasalar, iyi işleyen bir ekonominin ayrılmaz bir parçasıdır. Gerçekte, finansal piyasaların oluşumları ve kuruluşları da, reel piyasaların desteklenmesi amacına hizmet etmektedirler. Fakat bugün, reel piyasalar ile finansal piyasalar birbirinin tamamlayıcısı olmaktan uzaklaşmış; bir yanda mal ve hizmet ticareti, diğer yanda ise spekülasyon ve manipülasyonlar yaygın bir hal almıştır.¹¹

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri de önemli bir sorun oluşturmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve sonrasında gelişmekte olan ülke piyasalarına yüksek işlem hacimleriyle anlık giriş çıkışlar yapılabiliyor olması, ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte ve ardından, dünya ölçeğinde finansal krizlerin doğmasına sebep olmaktadır. Örneğin, 1992 ERM Krizi'ni, 1994-1995 Latin Amerika finansal krizlerini, 1997 Uzakdoğu Asya ve 1998

⁹ Muhammet Akdiş, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi**, 2004, (Çevrimiçi) <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>, 21 Ekim 2005, s. 2.

¹⁰ Barrie Axford, **The Global System: Economics, Politics and Culture**, New York, St. Martin Press, 1995, s. 108.

¹¹ Akdiş, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi**, s. 4.

Rusya krizlerini kısa süreli sermaye hareketlerinin tetiklediği konusu yaygın olarak tartışılmaktadır.¹²

Genel olarak baktığımızda, Dünya üzerinde çok sayıda finansal kriz yaşanmıştır. Sayısı o kadar fazladır ki, küçüklü büyüklü krizler de hesaba katıldığında, her 19 ayda bir finansal kriz çıktığı anlaşılmaktadır.¹³ Bu krizlerin önemli bir kısmı gelişmekte olan ülkelere yaşanmaktadır. 1990'ların başında, daha liberal politikaların izlenmesi ve işlem maliyetlerinin düşmesine paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere hızla uluslararası sermaye girişleri yaşanmaya başlamıştır. 1996 yılında, gelişmekte olan ülkelere toplam 335 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmiştir. Dünyanın çeşitli bölgelerindeki gelişmekte olan ülkelere meydana gelen krizler sonucunda, sermaye girişleri hızını azaltmış ve azalmaya başlamıştır. 2002 yılında 113 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir.¹⁴

Dünyadaki faiz oranlarının, gelişmekte olan piyasalara yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerini nasıl etkilediğine dair 1996 yılında *Frankel ve Okongwu* tarafından kapsamlı bir çalışma yapılmıştır. *Frankel ve Okongwu*, 1987 – 1994 yılları arasını kapsayan çalışmalarını 7 Latin Amerikan ülkesi ile Uzakdoğu Asya ülkeleri üzerine yaptığında, gelişmiş ülkelere faiz oranlarının düşürülmesi, örneğin ABD'nin faiz indirimine gitmesi, ile gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye akımlarının hızlanması arasında bir bağlantı bulmuşlardır.¹⁵

Tüm bu açıklamalardan sonra, öncelikle Türkiye dışındaki gelişmekte olan ülkelere yaşanan iki önemli finansal kriz ele alınacaktır.

¹² Muhammet Akdiş, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi**, 2004, (Çevrimiçi)
<http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>, 21 Ekim 2005, s. 1.

¹³ Paul Krugman, "Currency Crises", **Krugman Home Page**, Ekim 1997, (Çevrimiçi)
<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, s. 18.

¹⁴ Ahmet Çimenoglu ve Nurhan Yentürk, **Impacts of International Capital Inflows on the Turkish Economy**, 02 Ekim 2002, (Çevrimiçi)
http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/YenturkCimenEkim02.doc, 21 Ekim 2005, s. 1.

¹⁵ Jeffrey A. Frankel ve Chudozie Okongwu, "Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence", **NBER Working Paper Series**, Working Paper No:5156, Haziran 1995, s. 26-28.

2.2.1. 1997 UZAKDOĞU ASYA KRİZİ

1994 yılından sonra yaşanan en önemli krizlerden biri 1997 yılında yaşanan Uzakdoğu Asya Krizi'dir. Türkiye incelemesine kaynak oluşturması açısından, söz konusu kriz detayları ile ele alınacaktır.

2.2.1.1. UZAKDOĞU ASYA ÜLKELERİNİN KRİZ ÖNCESİ GENEL DURUMU

1990'ların başından bu yana Avrupa ve Japonya'da görülen zayıf büyüme sonrasında, cazip yatırım imkanlarının azalması ile birlikte yatırım imkanları tasarrufların gerisinde kalmıştır. Büyük miktarlara ulaşan özel sermaye akımları, kendilerine yeni pazarlar aramaya başlamışlar ve yüksek getiri sağlamak amacıyla, mevcut riskleri de fazla göz önünde bulundurmadan Uzakdoğu'da gelişmekte olan yeni piyasalara girmişlerdir.¹⁶

1990'larda küresel ekonomideki büyümenin yaklaşık yarısı Asya'nın gelişen ekonomilerinden kaynaklanmaktaydı. Doğu Asya ekonomilerinin dünya Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'sına katkıları % 30'u buluyordu. Dünyada dolaşan sermayenin önemli bir bölümü bu ülkelere akıyor, uluslararası yatırımcılar bu ülkelerin gelişme ve büyüme potansiyelinden yararlanmak için hiç bir fırsatı kaçırmıyorlardı. Bu nedenle Asya'daki bunalımın dünya ekonomisini etkilememesi düşünülemezdi.¹⁷

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından Japonya çok hızlı bir ekonomik büyüme örneği sergilemiştir. 1980'lerde Japon büyüme stratejisini örnek alan Asya'nın "Yeni Sanayileşen Ülkeleri" (Kore, Tayvan, Singapur, Hong Kong) tarihte gözlemlenen en hızlı ekonomik büyüme örneğini vermişlerdir. 1985 – 1995 döneminde kişi başına yıllık gelir ortalama olarak, Tayland'da % 8,4, Kore'de % 7,7, Endonezya'da % 6, Malezya'da % 5,7 artmıştır. Söz konusu dönemde, dünya üzerinde kişi başına yıllık

¹⁶ Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Dairesi, "Doğu Asya Krizi", **Dış Ticaret Dergisi**, Özel Sayı, Mart 1998, s. 100-104.

¹⁷ Ankara Sanayi Odası, **Asomedy**a, Ocak 2002, (Çevrimiçi)
<http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedy/a/ocak2002-ft.html>, 05 Haziran 2006, s. 28.

gelir artışı ortalama % 0,4 ve gelişmiş ülkelerde ise % 0,8 idi. Tayland, Kore, Endonezya ve Malezya'daki bu kişi başı gelir artışı, görece olarak yüksek nüfus artış oranlarına rağmen sağlanmıştır. 1975 – 1997 döneminde yıllık ortalama nüfus artış oranı Malezya'da % 2,5, Endonezya'da % 1,9, Tayland'da % 1,7, Kore'de % 1,2 olarak gerçekleşmiştir.¹⁸

Tablo 4'te, seçilmiş bazı Uzakdoğu Asya ülkelerinin GSYİH reel büyüme oranlarına ilişkin değerler verilmektedir.

Tablo 4: Bazı Uzakdoğu Asya Ülkelerine Ait Reel GSYİH Büyüme Oranları (%)

	75-82	83-89	90	91	92	93	94	95	96	97
G. Kore	7,0	9,6	9,5	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	6,0
Endonezya	6,2	5,5	9,0	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	8,0	5,0
Tayland	7,0	8,1	11,6	8,1	8,2	8,5	8,9	8,7	6,4	0,6
Malezya	7,1	5,	49,6	8,6	7,8	8,3	9,2	9,5	8,6	7,0
Filipinler	5,6	1,1	3,0	-0,6	0,3	2,1	4,4	4,8	5,7	4,3
Singapur	8,0	6,9	9,0	7,3	6,2	10,4	10,5	8,8	7,0	7,2
Çin	6,0	10,7	3,8	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,6	8,8
Tayvan	8,5	9,2	5,4	7,6	6,8	6,3	6,5	6,0	5,7	6,7
Hong Kong	9,3	7,3	3,4	5,1	6,3	6,1	5,4	3,9	4,9	5,3

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Reports, Interim Assessment, Crisis in Asia: Regional and Global Implications**, Aralık 1997, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1297/pdf/1297ch2.pdf>, 05 Haziran 2006.

¹⁸ Ankara Sanayi Odası, **Asomedy**, s. 29

Asya modeli, dışa dönük büyüme modeli olarak da adlandırılmaktadır. 1960'ların ithal ikameci kalkınma modellerine karşı geliştirilen bu modelde, yerli sanayi iç pazardan çok uluslararası pazarlar için üretim yapmak üzere geliştirilmiş ve desteklenmiştir. Doğu Asya ülkelerinde yüksek oranlı bir ekonomik büyümenin sağlanması ve bunun on yıllara varan bir zaman dilimi içinde sürdürülebilmesinde hızlı ihracat artışlarının büyük katkısı olmuştur. Tayland dışındaki ülkelerin 1990 – 1997 döneminde, 1980 – 1990 dönemine göre daha yüksek ihracat artış oranları yakaladıkları gözlemlenmektedir. İhracatın artış oranındaki en hızlı yükselme Endonezya'da olmuş, 1980 – 1990 döneminde ihracat yılda ortalama % 2,9 oranında artarken, 1990 – 1997 döneminde % 9,2 oranında artmıştır. 1990 – 1997 döneminde Kore'de ihracat artışı yılda ortalama % 15,7 olmuştur.¹⁹

Yüksek büyüme hızları Doğu Asya ülkelerinde yapısal bir dönüşümü de beraberinde getirmiştir. 1980 – 1997 döneminde tarımın ekonomi içindeki ağırlığı hemen hemen yarıya düşmüş, hizmetler kesiminin ekonomi içindeki ağırlığı artmıştır. Sanayi kesiminin GSYİH'ya katkısında çok önemli yükselişler olmamasına rağmen, imalat sanayi özellikle Endonezya, Malezya ve Tayland'da GSYİH'nın artmasında önemli rol oynamıştır. Bu durum imalat sanayiinin sanayi kesimindeki artan önemini göstermektedir.

Asya'da gözlemlenen yüksek oranlı ihracat artışının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bu nedenlerin başında Asya ülkelerinin paralarını sabit tutan bir kur rejimini benimsemeleri olmuştur. Yüksek döviz rezervlerinin varlığı nedeniyle sabit döviz kuru rejimi döviz dalgalanmalarından kaynaklanabilecek belirsizlikleri en aza indirerek uluslararası ticarete istikrarlı bir ortam sağlamıştır.²⁰

İhracat artışlarının hızla yükselmesine neden olan diğer bir gelişme de yenin dolar karşısında yaklaşık 20 yıl boyunca değer kazanması olmuştur. Uzakdoğu Asya ülkelerinin paralarını dolara sabitlemeleri ve yenin dolar karşısında değer kazanması, diğer Asya ülkelerinin ürünlerinin Japon malları ile uluslararası pazarlarda özellikle Japon ve ABD pazarlarında daha uygun koşullar altında fiyat rekabetine girmelerine

¹⁹A.e., s. 30.

²⁰A.e., s. 34.

olanak sağlamaktaydı. Japonya ve Uzakdoğu Asya ülkelerinin üretmiş oldukları ürünler arasındaki rekabet, aynı kalite kategorisi içinde gerçekleşmiyor idiyse de, dolaylı olarak ürün kategorisinde rekabet halindeydiler. Bu nedenle, yendeki değerlenme Doğu ve Güneydoğu Asya ülkelerindeki imalat sanayii için önemli fırsatlar sağlamaktaydı.²¹ Bu bağlamda, *Ito Takatoshi*'nin 1999 yılında yapmış olduğu çalışma sonucunda, yen/dolar paritesinin Kore, Tayvan, Tayland ve Malezya'nın ekonomik büyümesi üzerinde etkili olduğu bulunmuştur. Söz konusu ülkelerin ekonomilerinde yenin % 10 değer kazanmasının ekonomik büyümeyi bir puan artırdığı tespit edilmiştir.²²

2.2.1.2. UZAKDOĞU ASYA'YA SERMAYE GİRİŞLERİ

Asya'nın yükselen piyasalarının sergilediği yüksek ekonomik performansın ardında yabancı sermaye girişlerinin olduğu ve bu nedenle diğer gelişmekte olan ülkelerin de sermaye hareketlerini serbestleştirici adımlar atmaları gerektiği söylenmiştir. Bu görüşe göre, yabancı sermaye yatırımları beslemiş; yatırımlardaki artış ekonomik büyümeye, ekonomik büyüme de bu ülkelere daha fazla yabancı sermaye girmesine neden olmuştur. Yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki bu mutlu döngü Asya'daki hızlı ekonomik büyümeye katkıda bulunmuştur.

Güneydoğu Asya ülkelerine sermaye akışı, 1990'larda önemli ölçüde artmıştır. Krizden en çok etkilenen ülkelerin başında gelen Tayland, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Kore'ye giren yabancı sermaye 1980 – 1990 döneminde 150 milyar dolar iken, 1990 – 1996 döneminde 288 milyar dolara yükselmiştir. Bu ülkelere, yalnız 1996 yılında giren net yabancı sermaye 73 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.²³

²¹ Jan A. Kregel, "East Asia is not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations", **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, No: 235, Mayıs 1998, s. 20.

²² Ito Takatoshi, "Capital Flows in Asia", **NBER Working Paper Series**, Working Paper No:7134, 1999, s. 12.

²³ Ankara Sanayi Odası, **Asomedy**, s. 36.

Uzakdoğu Asya ülkelerinde yaşanan bu hızlı kısa vadeli sermaye girişlerinin en önemli nedenleri şöyle sıralanabilir:²⁴

- 1990’larda IMF ve Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ), finansal piyasalarını serbestleştirme ve deregüle etmeleri için Asya ülkelerine baskı yapmaktaydılar. Özellikle Tayland ve Kore üzerinde yoğunlaşan bu baskılar neticesinde bankacılık ve finans kesimindeki gerçekleşen serbestleştirme ve deregülasyon, Asyalı bankaların dışarıdan borçlanma olanaklarını arttırmıştır. Özellikle Tayland ve Kore bankalarının dış borçlanmaları ve döviz yükümlülükleri artmıştır. Döviz yükümlülüklerindeki bu artış, bankacılık ve finans kesiminin üstlendiği döviz kuru riskini de arttırmıştır.

Güney Kore biraz geriden gelmekle birlikte, Uzakdoğu Asya ülkeleri hızla iç finansal piyasalarını deregüle etmişler ve sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları biraz da aceleci bir biçimde kaldırmışlardır.

- Doğu Asya ülkelerinde uygulanmakta olan dolara endeksli sabit kur rejimi de sermaye girişlerini artıran bir unsur olmuştur. Bu ülkelerin paralarının değerlerinin dolar karşısındaki istikrarı, hem doğrudan hem de portföy yatırımları için büyük önem taşımaktaydı. Paralarının değerlerini ABD dolarına bağlayan ülkeler, yatırımcıların güvenini kazanmaktaydılar. Yatırımcılar ve borçlananlar açısından devalüasyon riski çok düşüktü. Ekonomik büyüme devam ettiği sürece de kredi riski, diğer bir deyişle açılan kredilerin geri dönmemesi riski çok düşük olacaktı.
- 1996 yılında Uzakdoğu Asya ülkelerinde sermaye girişlerinde yaşanan sıçramanın bir nedeni olarak, Latin Amerika ekonomilerinde yaşanan bunalımdan kaçan sermayenin Uzakdoğu Asya’ya yönelmesi de gösterilebilmektedir.

²⁴ A.e., s. 36-38.

- Artan cari işlemler açıklarını azaltmak için birçok Uzakdoğu Asya ülkesinde uygulanan sıkı para politikalarının neden olduğu yüksek faiz oranları da diğer bir neden olarak sayılabilmektedir.

2.2.1.3. UZAKDOĞU ASYA BUNALIMINA DOĞRU

Doğu Asya ekonomilerindeki sağlıklı görünüm, 1995 – 1996 yıllarında gölgelenmeye, ekonomik büyüme hızlarında düşüşler gözlemlenmeye başlamıştır. Büyüme hızları 1995'ten 1996'ya, Tayland'da % 8,8'den % 5,5'e, Malezya'da % 9,5'ten % 8,6'ya, Kore'de % 8,9'dan % 7,1'e gerilemiştir. Endonezya'nın büyüme oranı ise hemen hemen hiç değişmemiştir.²⁵

Büyüme oranındaki düşüşlerin ardında ihracat artış oranında meydana gelen yavaşlama yatmaktaydı. İhracat artış oranındaki yavaşlamanın temel nedeni ise yenin dolar karşısında 1995 - 1997 döneminde değer kaybetmesiydi. Yendeki değer kaybı, Doğu Asya ülkelerinin ihraç ürünlerinin fiyat rekabetini olumsuz yönde etkilediği gibi Doğu Asya ülkelere yapılan Japon doğrudan ve portföy yatırımlarının artış hızını da yavaşlatmaktaydı. Ancak bu dönemde, Doğu Asya'ya dünyanın diğer bölgelerinden sermaye akışı güçlü bir biçimde devam etmekteydi.

Doların yen karşısında değer kazanması, değeri sabit tutulan Doğu Asya paralarının da değer kazanmasına yol açmaktaydı. Döviz kurlarındaki istikrar, hem ihracatçı kesimleri desteklemek hem de yabancı sermaye girişlerini, özellikle yabancı doğrudan yatırımları özendirmek açısından Doğu Asya ülkeleri için hayati önem taşımaktaydı. Paralarını bir biçimde dolara bağlayan Doğu Asya ülkeleri, paralarındaki aşırı değerlenmeyi önlemek için döviz piyasalarına müdahale etmişlerdir. Döviz piyasalarına yapılan müdahaleler sonucu, çoğu Doğu Asya ülkesinde yabancı rezervler artmış ise de merkez bankalarının nominal döviz kurlarını istikrar içinde tutma girişimleri, yerel paraların değer kazanmasına ve

²⁵ A.e., s. 39.

rekabet gücünde kayıplara engel olamamıştır. Rekabet gücündeki kayıplar cari işlemler açıklarında artmalara yol açmıştır.²⁶

Yoğun sermaye girişlerinin Güneydoğu Asya ülkelerinde çeşitli olumsuz etkileri de olmuştur. Bu etkiler şöyle sıralanabilir:²⁷

- Dış ticaret konusu olmayan malların fiyatlarında artış gerçekleşmiştir. Bu fiyat artışları, varlık spekülasyonuna ve özellikle taşınmazlar piyasalarında spekülatif bir balona yol açmıştır.
- Aşırı döviz arzı yerel paraların aşırı değerlenmelerine yol açmıştır. Bu da, uluslararası rekabet gücünü, ihracat artış hızını ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir.
- Sermaye girişleri, yerel bankaların açtıkları kredilerde önemli bir artışa yol açmıştır. Bu da, yatırım oranlarını ve mal ithalatını artırarak cari işlemler dengesini bozmuştur.

Tüm bu olumsuz etkiler, sermaye girişlerinin bazı ülkelerde sorun oluşturacak boyutlara ulaşmasıyla daha da derinleşmiştir. Tayland ve Malezya’da sermaye girişleri GSYİH’nın % 10’unu aşmıştır. Bu kadar yoğun gerçekleşen sermaye girişleri karşısında, ulusal paraların aşırı değer kazanmasını önlemek giderek güçleşmiştir. Söz konusu sermaye girişleri, Tayland’da rezervlerin artmasına yol açmıştır. Tayland ve Malezya taşınmazlar piyasalarındaki aşırı yatırımlara ve fiyat artışlarına kısmen de olsa yabancı sermaye girişlerinin neden olduğu düşünülmektedir.²⁸

Sermaye girişlerindeki artışın neden olduğu rezerv artışı, döviz kurunda istikrar beklentilerini pekiştirerek kur riskinin düşük algılanmasına yol açmıştır. Diğer yandan, merkez bankalarının dolara karşı yerel paraların değer kazanmasını önleme girişimleri, bir yandan rezervlerin artmasına diğer yandan da likiditeyi artırarak iç piyasada kredi genişlemesine yol açmıştır.

²⁶ A.e., s. 41.

²⁷ A.e., s. 42.

²⁸ Takatoshi, “Capital Flows in Asia”, s. 5.

Güneydoğu Asya ülkelerine hızla giren kısa vadeli sermaye akımları, yerli finansal varlıkların fiyatını yükseltmiş; finans piyasalarında suni ve spekülasyona açık bir kabarmaya sebebiyet vermiştir.²⁹

Yabancı sermaye girişlerinin, Doğu Asya ülkelerindeki ekonomik büyüme üzerinde olumlu katkıda bulunduğu söylenebilirse de, ülkeye giren yabancı sermayenin yüksek tutarlarda ve özellikle kısa vadeli olmasının para politikasını uygulamakta güçlükler doğurduğu da bir gerçektir.³⁰ Doğu Asya ülkelerine bir yılda giren yabancı sermaye bazen o ülkelerin GSYİH'sının % 10'unu aşmaktaydı. Söz konusu ülkelerdeki cari açıklar bu oranda yüksek olmadığı için, aşırı yabancı sermaye girişi o ülkelerde yerli paranın değerlenmesi yönünde baskı oluşturmakta, sabit döviz kuru rejiminin sürdürülmesini güçleştirmekteydi.

Ekonomik büyüme oranındaki yavaşlama, önce kısa vadeli dış borçlanmaya giden finans kurumlarını ve şirketleri etkilemiştir. Taşınmazlar kesimi gibi spekülatif alanlara yapılan yatırımların getirisinde düşüşe yol açmıştır. 1997 başlarında, Kore'de de büyük "chaebol"ler birbiri ardına iflas etmeye başlamıştır. Aynı dönemde Tayland'da, ülkenin *Finans One* adlı en büyük finans kuruluşu mali sıkıntıya düşerek, hükümetin bütün çabalarına karşın batınca, Tayland bahtına karşı spekülatif akınlar başlamıştır. İlk bir kaç akın savuşturulduysa da, bahtın savunması Tayland Merkez Bankası rezervlerinin tükenmesine yol açmıştır. Haziran 1997 sonlarında yeniden güç kazanan spekülatif akınlar karşısında Tayland Merkez Bankası pes ederek, 02 Temmuz'da bahtı dalgalanmaya bırakmıştır. Tayland bahtının devalüasyonu, bölgedeki bütün ülkelerde sarsıntıya yol açarak bir devalüasyon dalgasını başlatmıştır.³¹

Uzakdoğu Krizi, Tayland'ın, ulusal para birimi olan bahtı 02 Temmuz 1997 tarihinde devalüe etmesi ile bölge ekonomilerine ve dünyaya yayılmıştır. Böyle bir krizin önceden tahmin edilememiş olması, krize uğrayan ülkelerin reel

²⁹ Uri Dadush, Dipak Dasgupta ve Dilip Ratha, "The Role of Short-Term Debt in Recent Crises", **Finance and Development**, C:37, No:4, Aralık 2000, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/12/index.htm>, 05 Haziran 2006.

³⁰ Mohsin S. Khan ve Carmen M. Reinhart, "Capital Flows in the APEC Region", **IMF Occasional Paper**, No:122, 1995, s. 2.

³¹ Ankara Sanayi Odası, **Asomedy**, s. 42.

ekonomilerinde herhangi bir problem bulunmaması da göz önüne alınarak, hem uluslararası finansal sistemin yönetimi ve denetimi sorununu, hem de krizde önemli rol oynayan spekülasyon sermaye hareketlerini yeniden gündeme getirmiştir.

Beklenmedik olan, bahtın serbest bırakılması ile birlikte tetiklenen parasal bunalımın bölge ülkelerine hızla bulaşması ve döviz kurlarındaki değer kaybının her türlü beklentiyi aşması olmuştur. Haziran 1997'den Aralık 1997 sonuna kadar geçen dönemde dolar Endonezya rupiahı karşısında % 140, Kore wonu ve Tayland bahtı karşısında % 80'den fazla, Malezya ringgiti ve Filipin pesosu karşısında ise % 50'den fazla değer kazanmıştır. Amerikan doları, Singapur ve Tayvan dolarları karşısında bile % 20 değer kazanmıştır. Krizden en az etkilenen para birimleri, dolara karşı nominal döviz kurunu sabit tutmayı başaran Hong Kong doları ve Çin renminbisi olmuştur.

Kriz sonucunda, Hong Kong, Endonezya, Güney Kore ve Tayland borsalarında 1997 yılında meydana gelen toplam sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.³²

Doğu Asya ülkelerine yabancı sermaye girişleri, Tayland'ın bahtı devalüe etmesiyle birlikte tersine dönmüştür. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının birbirini ardına ülkelerin kredi notunu aşağı çekmesi de, sermaye piyasalarında zaten kötümser olan havayı daha da ağırlaştırarak, yabancıların sahip olduğu yerli varlıkların panik satışlarını ateşlemiştir. Para bunalımı, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Kore'ye yayılmıştır. Sonunda Asya'ya özel sermaye girişleri 110 milyar dolardan 14 milyar dolara düşmüştür. Asya'ya net portföy yatırımları 1990'dan sonra ilk kez 1997'de eksiye dönmüştür. Krizden en yoğun biçimde etkilenen ülkeler olan Endonezya, Kore, Malezya, Tayland ve Filipinler'e bakıldığında, 1997 yılında 11 milyar dolar net özel sermaye çıkışı yaşandığı görülmektedir. Bu ülkelerde yön değiştiren sermaye miktarı, 1996 – 1997 döneminde 105 milyar doları bulmuştur. Sadece Endonezya'da tersine dönen sermaye miktarı 22 milyar dolar olmuştur. 10 milyar dolar girişten 12 milyar dolar çıkışa dönülmüştür. Bu ülkelere 1996 yılında 93

³² Atilla İmraher İlyas, **Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No:1998-47, 1998, s. 27.

milyar dolar sermaye girişı gerçekleşmişken, 1997 yılında 12 milyar dolar çıkış yaşanmıştır.³³

Tablo 5: Dört Uzakdoğu Asya Ülkelerinin Kriz Öncesi, Kriz Dönemi ve Kriz Sonrasındaki Ekonomik Durumları (%)

	1995	1996	1997	1998	1999
Endonezya					
* Reel Büyüme	8,2	8,0	4,5	-13,1	0,8
* Cari Hesap Dengesi	-3,3	-3,2	-1,7	4,2	4,1
* Kamu Dengesi	0,8	1,2	-1,1	-2,3	-1,5
* Kamu Borcu	30,8	23,9	72,5	53,3	44,4
Kore					
* Reel Büyüme	8,9	6,8	5,0	-6,7	10,9
* Cari Hesap Dengesi	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6,0
* Kamu Dengesi	1,3	1,0	-0,9	-3,8	-2,7
* Kamu Borcu	8,4	8,0	10,4		
Malezya					
* Reel Büyüme	9,8	10,0	7,3	-7,4	5,8
* Cari Hesap Dengesi	-9,7	-4,4	-5,9	13,1	15,9
* Kamu Dengesi	2,2	2,3	4,1	-0,4	-3,7
* Kamu Borcu	41,1	35,3			
Tayland					
* Reel Büyüme	9,3	5,9	-1,4	-10,8	4,2
* Cari Hesap Dengesi	-7,8	-7,9	-2,1	12,8	10,2
* Kamu Dengesi	3,0	2,5	-0,9	-2,6	-2,9
* Kamu Borcu	4,6	3,7	4,6	10,8	20,4

Kaynak: Ortiz Guillermo, “Recent Emerging Market Crises - What have we learnt?”, **Per Jacobsson Lecture**, Basle, Switzerland, 07 Temmuz 2002, (evrimii) <http://www.perjacobsson.org/lectures/2002-ortiz.pdf>, 26 Mayıs 2006, s. 65.

³³ Ankara Sanayi Odası, **Asomedy**, s. 44.

Bunalımın genel ekonomi üzerindeki etkisi de ağır olmuştur. **Tablo 5** bizlere, 1995 – 1999 yılları arasında Uzakdoğu Asya’daki 4 ülkenin kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrasındaki durumları hakkında bilgi vermektedir. Buna göre, 1998 yılında ekonomi, Endonezya’da % 13,1 Kore’de % 6,7, Malezya’da % 7,4, Tayland’da ise % 10,8 oranlarında küçülmüştür. Bunalım, enflasyon oranlarında da bir yükselmeye yol açmıştır. 1997 yılından 1998 yılına enflasyon; Malezya’da % 2,7’den % 5,3’e, Tayland’da % 5,6’dan % 8,1’e, Kore’de % 3,1’den % 5,1’e yükselmiştir. Enflasyonda en yüksek sıçrama Endonezya’da gerçekleşmiş, 1997 yılında % 6,6 olan enflasyon oranı 1998 yılında % 58,4’e yükselmiştir.³⁴

Sonuç olarak; 1996 sonlarında ve 1997 başlarında yavaşlayan sermaye girişlerinin yanı sıra, Asyalı hükümetlerin, IMF’nin, piyasa katılımcılarının ve uluslararası kamuoyunun attıkları bazı yanlış adımların da katkısıyla bir finansal panik baş göstermiştir. Sonuç gerekenden ya da kaçınılabilecek olan bir bunalımdan çok daha derin bir bunalım olmuştur.³⁵

2.2.1.4. UZAKDOĞU ASYA KRİZİNDEN ÇIKARILABİLECEK SONUÇLAR

Paralarını dolara sabitleyen Uzakdoğu Asya ülkeleri, Amerikan dolarının 1995 yılına kadar Japon yeni karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, dış ticarete büyük bir avantaj elde etmişlerdir. Japonya’nın ürettiği ürünlerin benzerlerini imalat sanayilerini geliştirerek üreten Uzakdoğu Asya ülkeleri, dış ticaret avantajlarını da kullanarak Japon mallarına ikame ürünler olarak uluslararası ticarete aktif rol oynamaya başlamışlardır. Düşük kur ve ihracata dayalı politika takip eden bu ekonomiler, hızla büyümeye başlamışlar ve uluslararası yatırımcıların gözdesi haline gelmişlerdir.

Uzakdoğu Asya ülkeleri, ekonomilerine yatırım çekebilmek amacıyla sabit kurun yanı sıra faiz oranlarını da yüksek tutmuşlardır. Sermaye akımlarının girmeye

³⁴ A.e., s. 44-45.

³⁵ Steven Radalet ve Jeffrey D. Sachs, “The Onset of East Asian Financial Crisis”, 30 Mart 1998, (Çevrimiçi) http://pdf.dec.org/pdf_docs/pnacc340.pdf, 26 Mayıs 2006, s. 2.

başlaması ile birlikte, sabit kur rejimini sürdürmeye çalışan merkez bankalarının piyasalara müdahaleleri sonrasında rezervleri artmaya başlamıştır.

1995 yılına kadar görünen bu pembe tablo, doların Japon yeni karşısında değer kazanmaya başlaması ile bozulmuştur. Uzakdoğu Asya ülkelerinin de yerel paraları değerlenmeye başlamış ve böylece, uluslararası ticaretteki düşük kur avantajlarını yitirmeye başlamışlardır. Ekonomilerinin büyümesi yavaşlamaya başlamıştır. Uzakdoğu Asya ülkelere giren sermaye akımları, ekonomilerin kötüleşmesi ve değerli para birimi sonucunda bu piyasalardan ayrılmak istemişlerdir. Bu hareketle birlikte, merkez bankalarının rezervleri erimeye başlamış ve kaçınılmaz olarak devalüasyon ve Uzakdoğu Asya kriz yaşanmıştır.

Agenor çalışmasında, gelişmekte olan ülkelere para girişi yaşanması ile birlikte, öncelikle para birimlerinin değerlenmeye başladığına, sonrasında kişilerin yabancı varlıklar tutmak istemediğine ve yabancı kaynaklar üzerinden borçlanmaların arttığına işaret etmektedir.³⁶

2.2.2. 1998 RUSYA KRİZİ

Rusya, 147.7 milyon nüfusu ve 1996 yılı verilerine göre 2,400 Amerikan doları kişi başına milli geliri ile Türkiye açısından en önemli ticaret ortağı ülkelerden birisidir.

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla beraber Rusya Federasyonu'nda demokrasi ve serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim süreci başlamıştır. Yedi yıllık geçiş dönemi boyunca önemli ekonomik reformlar gerçekleştirilmiş olmakla beraber, ekonomik sistem henüz sağlıklı bir yapıya kavuşturulamamıştır. 1992 – 1998 döneminde, yurtiçi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret liberalizasyonu gerçekleştirilmiş, Rus Rublesi'nin değeri

³⁶ Pierre-Richard Agénor, “Capital Inflows, External Shocks, and the Real Exchange Rate”, **Journal of International Money and Finance**, C:17, 1998, s. 734.

piyasa mekanizması içinde belirlenmeye başlamış ve devlete ait işletmelerin büyük çoğunluğu özel sektöre devredilmiştir.³⁷

Tablo 6: Rusya Federasyonu Cari İşlemler Dengesi (milyar USD), Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları (%)

	1994	1995	1996	1997
İhracat	67,8	82,7	90,5	88,7
İthalat	50,0	61,9	67,4	71,3
Dış Ticaret Dengesi	17,8	20,8	23,1	17,3
Cari İşlemler Dengesi	9,0	8,0	11,6	3,3
Cari GSYİH (milyar USD)	277	357	440	450
Reel GSYİH Büyümesi (%)	-12,6	-4,0	-2,8	0,8
Enflasyon	224	131	22	11
İşsizlik Oranı	7,0	8,8	9,1	9,3

Kaynak: Anders Aslund, **Russia's Financial Crisis, Briefing on the Russian Economy**, Carnegie Endowment for International Peace, 08 Haziran 1998, (Çevrimiçi) <http://www.carnegieendowment.org/publications>, 02 Mayıs 2005.

1992 yılından itibaren uygulanan ekonomik politikaların en büyük başarısı enflasyonun düşürülmesi konusunda olmuştur. 1992 yılında fiyatların serbestleştirilmesi ile % 2500'leri gören enflasyon, 1997 yılında % 11'e kadar düşmüştür. Enflasyonun düşürülmesi ve dış ticaretin serbestleştirilmesi konularında sağlanan başarılarla rağmen, devlet bütçesi sürekli açık vermeye devam etmiştir.³⁸

Tablo 7, Rusya'nın krize kadar olan dönemine ait bütçe açıklarını göstermektedir. Rusya'da bütçe açığı gözlemlenmesinin ana nedenleri şöyle sıralanabilir:

³⁷ Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, **Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri**, Ağustos 1998,

(Çevrimiçi), <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html>, 03 Eylül 2005, s. 1.

³⁸ A.e., s. 2.

- Kayıt dışı ekonominin yaygın olması. Kayıt dışı ekonominin Rusya GSMH'sına oranının % 21-50 arasında olduğu tahmin edilmektedir.
- Sosyal güvenlik sisteminin 1991 yılı öncesindeki eski rejimden miras kalması ve reform yapılmamış olması nedeniyle, kamuya oldukça fazla yük oluşturması.
- Ordunun büyük olmasından kaynaklanan giderler.

Tablo 7: Rusya Federasyonu Bütçe Dengesi (GSYİH'ya oranı, %)

	1994	1995	1996	1997
Gelirler	37,1	33,5	32,0	31,8
Harcamalar	46,8	39,5	41,0	40,0
Toplam Denge	-9,7	-6,0	-9,0	-8,2
Faiz Dışı Denge	-8,8	-2,3	-3,0	-3,4

Kaynak: Anders Aslund, **Russia's Financial Crisis, Briefing on the Russian Economy**, Carnegie Endowment for International Peace, 08 Haziran 1998, (Çevrimiçi) <http://www.carnegieendowment.org/publications>, 02 Mayıs 2005.

Rusya'da enflasyon oranının düşürülmüş ve dış ticaretin başarıyla serbestleştirilmiş olmasına rağmen ekonomik büyümenin sağlanamaması, iyi işleyen bir hukuki yapının ve etkin bir vergi sisteminin kurulamaması, sosyal güvenlik ağının modernize edilememesi ve bankacılık sisteminin yeterince gelişmemiş olması, yaşanan ekonomik krizin temel nedenlerini oluşturmaktadır.³⁹

1997 kriz öncesi döneminde Rusya'nın toplam 200 milyarlık borcu bulunmaktaydı. Bu borcun yaklaşık 130 milyar dolarlık kısmını dış borç ve 70 milyar dolarlık kısmını hazine bonosu oluşturmaktaydı. Toplam borcun GSYİH'ya oranı ise % 42'ler seviyesindeydi. Borç stoku diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek değildi. Ancak sorun kısa vadeli borçların yüksek olmasından kaynaklanmaktaydı.

³⁹ A.e.

70 milyar dolar civarındaki hazine bonosunun ortalama vade yapısı 11 aydı. Dolayısıyla Rus hükümeti her ay yaklaşık 6 milyar dolarlık yeni borçlanma yapmak durumundaydı. Ayrıca, bono stokunun yaklaşık 20 milyar dolarlık kısmının yabancı yatırımcıların elinde olduğu tahmin edilmekteydi.⁴⁰ Bütçe gelirlerinin düşük olduğu bir ortamda var olan söz konusu kısa vadeli borç stoku, 1997 yılı sonundan beri Rusya Federasyonu'na yönelik kaygıları artıran bir unsur olmuştur.

Rus Hükümeti, eski borçlarını ve ücretleri ödeyebilmek için 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya başlamıştır. Faizler 1995 yılında % 240'lara kadar yükselmiştir. 1996 yılı devlet başkanlığı seçimleri öncesinde, ücretlilere ödeme yapabilmek için faiz oranları daha da yükseltilmiştir. Bu dönemde, uluslararası kredilendirme kuruluşlarının Rusya'ya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelerden daha yüksek derece notu vermesi, Rus Hükümeti'nin borçlanmasını kolaylaştırmıştır.

Kısa vadeli borçlanmaların üretken yatırım alanlarına değil, maaş ve ücretler gibi harcamaları finanse etmede kullanılmış olması, mevcut durumda vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılamamış olması ve dolayısıyla sağlam bütçe kaynaklarının oluşturulamamış olması yabancı yatırımcılarda Rusya'daki riskin giderek büyüdüğü endişesini oluşturmuştur.

Finansal piyasalarda oluşan çalkantıların dinmemesi üzerine 23 Mart 1998 tarihinde Rusya devlet başkanı Boris Yeltsin, mevcut başbakan Victor Chernomirdin ve kabinesini reformları geciktirmekle suçlayarak görevden almış ve yerine enerji bakanı Sergei Kiriyenko'yu atamıştır. Ancak yeni hükümet de Rusya'daki çalkantıları dindirememiştir. Bu dönemde Japonya ve diğer Asya ülkelerinde de istikrarın sağlanamaması ve Asya krizinin beklenenden daha uzun süreceğinin anlaşılması, Rusya'da durumun daha da kötüleşmesine katkıda bulunmuştur.⁴¹

⁴⁰ IMF, **World Economic Outlook and International Capital Markets, Interim Assessment**, Aralık 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1298/pdf/file2.pdf>, 07 Eylül 2005, s. 18.

⁴¹ Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, **Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri**, s. 4.

Rus Hükümeti, finansman ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla, 1998 yılı Temmuz ayında IMF ile bir destek anlaşması imzalamış ve bu kapsamda, 12.5 milyar doları 1998 yılında olmak üzere, 1999 yılı sonuna kadar 15.1 milyar dolarlık finansman imkanı sağlamıştır. Ayrıca Dünya Bankası da 1999 yılı sonuna kadar Rusya'ya 6 milyar dolar yardım yapacağını açıklamıştır. Japon Hükümeti'nin taahhüt ettiği 1.5 milyar dolarlık yardım paketiyle beraber, Rus Hükümeti 1999 yılı sonuna kadar 22.6 milyar dolarlık finansman sağlamıştır.

Sağlanan yeni dış kredi imkanlarının da desteğiyle Rus Merkez Bankası Temmuz ve Ağustos ayı başlarında ısrarla rublenin değerini değiştirmeyeceğini açıklamış, ancak devalüasyon spekülasyonlarını azaltamamıştır. Son olarak George Soros'un 1998 yılı Ağustos ayı ortalarında Financial Times'a gönderdiği mektupta rublenin % 25 civarında devalüe edilmesi gerektiğini söylemesi piyasalarda devalüasyon beklentilerini iyice artırmıştır. Rus Hükümeti, piyasaları yatıştırmak amacıyla, 17 Ağustos 1998 tarihinde daha önce Amerikan doları karşısında 5,27 – 7,13 olan ruble koridorunun, 1998 yılı sonuna kadar 6,0 – 9,5 olacağını açıklamış ve dış borçların ödenmesi hususunda 90 günlük moratoryum ilan etmiştir.⁴² Söz konusu açıklama, rublenin alt sınır olan 9,5 değerine düşmesi durumunda, % 34'lük bir devalüasyon anlamına gelmekteydi.⁴³

1998 Rusya Krizi öncesinde, Rusya'daki yabancı sermaye de hızla artmaya başlamıştır. Bunun temel sebebi, hükümetin bankalara çok düşük faizlerle borç vermesi ve verdiği bu borçların yüksek faizli hazine bonolarına yönelmesiydi.

1998 yılında petrol fiyatlarının uluslararası piyasalarda yaklaşık % 50 oranında gerilemesiyle birlikte, Rusya'nın dış gelir kaleminin yaklaşık % 40'ını oluşturan petrol ve enerji hammadde gelirlerinde ciddi düşüşler gerçekleşmiş ve dolayısıyla hükümet bono faizlerini ödeyemez hale gelmiştir. Ruble devalüe edilmiş

⁴² Hıdır Mor, "Kriz ve Fırsatlar", **Dış Ticarete Durum Dergisi**, Sayı:40, Aralık 1998, s. 6.

⁴³ Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, **Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri**, s. 5.

ve Rusya, borçlarını ödeyemeyeceğini belirterek 1998 yılında moratoryum ilan etmiştir.⁴⁴

1998 Rusya Krizi Türk ekonomisini ciddi bir şekilde etkilemiştir. Türkiye’den önemli miktarlarda sermaye çıkışları yaşanmış, döviz rezervleri ciddi oranlarda azalmış, piyasalarda likidite sorunu baş göstermiş ve faizler ise hızla yükselmiştir. Türkiye’den özellikle tekstil, giyim ve deri ithal eden Rusya, yaşadığı kriz ile birlikte ticaret hacmini azaltmıştır.⁴⁵

2.2.3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDEN OLDUĞU KRİZLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Her ülke kendi ekonomisin büyümesini arzu etmektedir. Ekonominin büyümesi için yatırımlara, yatırımları gerçekleştirebilmek için ise tasarruflara ihtiyaç vardır. Gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf miktarı, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında kıt kalmaktadır. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkeler kendi ekonomilerinde yatırıma dönüştürecek tasarruf sağlayamadıkları için dış tasarruflara ihtiyaç duymaktadırlar. Söz konusu dış tasarruflar da ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi uzun vadeli sermaye, ikincisi ise kısa vadeli sermayedir.

Uzun vadeli sermaye, ülke ekonomilerine uzun vadeli yatırım sağlar ve ülke ekonomilerinin uzun vadede gelişmesine katkıda bulunur. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise, ülke ekonomilerinin sunmuş olduğu avantajlardan yararlanmak isteyen, avantajlar ortadan kalktığında ise hızla ülkeyi terk eden ve sonuçta ekonomilerde ağır tahribatlara neden olan uluslararası hızlı para hareketleridir. Örneğin, 1994 Meksika krizinde 20 milyar; 1997 Uzakdoğu Asya krizinde Güney Kore’den 8, Tayland’dan 22 milyar; Rusya krizinde 20 milyar, Brezilya krizinde ise 24 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu tablo, kısa vadeli

⁴⁴ İlhan Uludağ, “1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1”, **İ.T.O. Gazetesi**, 16 Ekim 1998, s. 4.

⁴⁵ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **The Impact of Globalization on Turkish Economy**, Haziran 2002, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/global.pdf>, 13 Eylül 2005, s. 27-28.

sermaye hareketlerinin, ülke ekonomisinde bunalım yaşanmaya başlamasıyla birlikte ne kadar büyük miktarlarda ve hızla çıktıklarını göstermektedir.⁴⁶

Daha önce de bahsedildiği gibi, bir ülkeye kısa vadeli sermaye akımının gerçekleşebilmesi, yatırımcı için ülkenin bir avantajının olmasına bağlıdır. Uzakdoğu Asya krizi öncesinde, Uzakdoğu Asya ülkelerinin yatırımcılara sunduğu avantaj, sabit kur rejimi altında ihracata dayalı büyüme gerçekleştirmeleridir. Bu avantajlarını, sabit kurla bağlandıkları ABD dolarının değer kazanması ile birlikte yitirdiler ve dolayısıyla kısa vadeli sermaye Uzakdoğu Asya ülkelerinden hızla çıktı. Sonucunda, sadece Uzakdoğu Asya ülkelerinde değil, tüm gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ağır tahribatlara neden oldu.

Uzakdoğu Asya krizinde, uluslararası spekülâtörlerin istikrar bozucu davranışlarının rolü çok büyük olmuştur. Sadece Malezya para birimi Ringit dikkate alındığında, hedge fonların zaman zaman “boğa”, zaman zaman da “ayı” şeklinde piyasalara girip çıktığı görülmektedir.⁴⁷

1997 Rusya krizi öncesinde ise, Rusya’nın yatırımcılara sunmuş olduğu avantaj, petrol gelirlerine güvenerek yükselttiği faiz oranlarıdır. Petrol gelirlerinin yüksek olması nedeniyle, yüksek faiz oranlarını sürdürebileceği tahmin edilirken, petrol fiyatlarının düşmesi nedeniyle Rusya, borçlarını ödeyemez hale gelmiş ve yine bir kriz ile karşı karşıya kalınmıştır.

Üçüncü bölümde detaylandırılacak olan 1994 ve 2001 Türkiye krizleri öncesine baktığımızda ise, kısa vadeli sermaye hareketlerini Türkiye’ye çeken faktörlerin, yüksek faiz oranları ve enflasyon artışının altında tutulacak döviz kuru artışı olduğunu görmekteyiz. Bunun neticesinde, ilk zamanlar sermaye girişleri yaşamış; fakat özellikle siyasi belirsizlik ve aşırı değerli Türk Lirası sonucunda, Türkiye, sunmuş olduğu bu avantajını yitirerek kriz yaşanmasını engelleyememiştir.

⁴⁶ Stephen J. Brown, William N. Goetzmann ve James Park, “Hedge Funds and The Asian Currency Crises of 1997”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 6427, Şubat 1998, s. 13-14.

⁴⁷ A.e., s. 13.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin tarihi gelişimi, yapısı ve ortaya çıkış nedenleri ile ilgili olarak verilen bu bilgilerden ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli neden olarak gösterildiği Uzakdoğu Asya ve Rusya krizleri üzerine yapılan açıklama ve analizlerden sonra, üçüncü bölümde Türkiye ekonomisinin genel durumu ele alınacak ve şu soruların cevabı aranacaktır: *Diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, yatırımcıları Türkiye'ye çekerek, kısa vadeli sermayenin ülkeye akışını sağlayan faktörler nelerdir? Yakın bir gelecekte Türkiye'de yeniden finansal bir kriz yaşanır mı?*

3. BÖLÜM:

TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE DEĞERLENDİRMELER

Çalışmanın ilk iki bölümünde, finansal sistemin, para ve döviz piyasalarının genel yapısı ele alındıktan ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişimi ve gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri detaylıca incelendikten sonra; üçüncü bölümde, para ve döviz piyasalarının Türkiye’deki tarihsel gelişimi, söz konusu piyasaların kısa vadeli sermaye hareketlerinden nasıl etkilendiği, ve 2001 yılında Türkiye’de yaşanan finansal kriz detaylıca incelenecektir. Ayrıca, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)’nın 2001 yılı sonrasındaki faaliyetleri ve günümüz koşulları ile kriz dönemleri karşılaştırılacak ve Türkiye’de yeni bir finansal kriz çıkma olasılığı olup olmadığı tartışılacaktır.

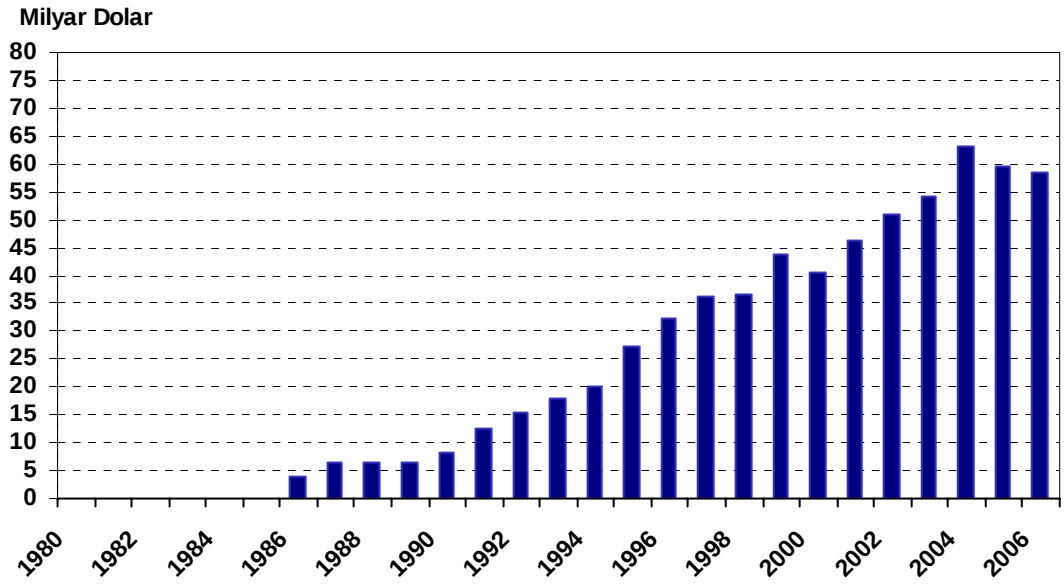
3.1. TÜRKİYE’DE PARA VE DÖVİZ PİYASALARINA GENEL BİR BAKIŞ

Çalışmanın son bölümünün ilk alt başlığı, para ve döviz piyasalarının Türkiye’deki tarihsel gelişimidir. Bu süreç incelenirken, söz konusu piyasaların Türkiye’deki kurulum aşamaları ve özellikle 1980’lerden günümüze bu piyasalarda yaşanan gelişmeler ve yenilikler çeşitli veriler yardımıyla yorumlanacaktır.

Türkiye’de, 1981 yılına kadar sabit kur rejimi uygulanmıştır. *Mayıs 1981*’den itibaren ise, günlük kur sistemine geçilmiş ve döviz fiyatları günlük belirlenmeye başlanmıştır. Ardından, 1988 yılı itibariyle, TCMB bünyesinde *Bankalar Arası Döviz ve Efektif Piyasası* kurulmuş ve böylece döviz fiyatlarının piyasa koşulları altında belirlenmesi sağlanmıştır. Tüm bu gelişmeler sonucunda, bankalar kendi döviz pozisyonlarını değerlendirme olanağına kavuşmuşlardır. Döviz tasarruflarına getirilen serbestlikle birlikte de, 1986 yılından sonra döviz tevdiat hesaplarında ciddi

bir artış gerçekleşmiştir.¹ **Şekil 3**, bankalarda bulunan döviz tevdiat hesaplarındaki döviz miktarlarının yıllar itibariyle gelişimini göstermektedir.

Şekil 3: Bankalardaki Döviz Tevdiat Hesaplarının Yıllar İtibariyle Gelişimi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, Mali Piyasalar, (Çevrimiçi) http://www.treasury.gov.tr/stat/egosterge/VIII-MaliPiyasalar/VIII_3_1.xls, 17 Haziran 2006.

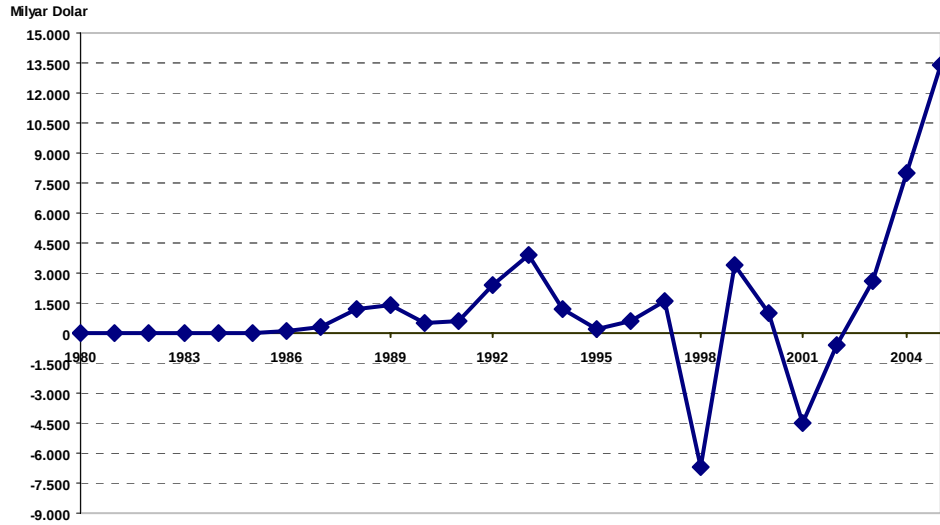
Şekil 3, 1980 yılından 2006 yılı Mayıs ayına kadarki zaman dilimi içerisinde, bankalardaki döviz tevdiat hesaplarının miktarlarını göstermektedir. Buna göre, 1986 yılında yaklaşık 4 milyar dolar olan döviz tevdiat hesabı stokunun, 1986'dan sonra sürekli artan bir trend izlediği ve 2004 yılında 63 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. Bu artışın temel nedenleri arasında, Türk halkının dövizini bir yatırım aracı olarak görmesi, 1994 ve 2001 finansal krizleri sonrasında yaşanan devalüasyonlar ve dolayısıyla tekrar devalüasyon yaşanma korkusu nedeniyle döviz

¹ Aydan Kansu, **Türkiye 1944 ve 2001 Krizleri: Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s.155.

fiyatlarının yükselmesine karşı kendi birikimlerini koruma ihtiyacı sayılabilmektedir. TL'nin 2001 krizinden beri süregelen değerlenmesi nedeniyle, yüksek miktarlarda olmasa da, 2004 yılından sonra döviz tevdiat hesaplarından TL enstrümanlara geçiş yapıldığı görülmektedir.

Vurgulanması gereken önemli bir gelişme de, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların tamamen kaldırılması ve döviz piyasalarında liberalleşmenin sağlanmasıdır.² Böylelikle, önceleri sadece ihracatın rekabet gücünü belirleyen döviz kurları, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kalkmasıyla birlikte, sermaye hareketlerini de belirleyen bir gösterge haline gelmiştir.³

Şekil 4: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Portföy Yatırımları)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi) http://www.treasury.gov.tr/stat/egosterge/V-DisTicaretveOdemelerDengesi/V_3_1.xls, 18 Haziran 2006.

² Türkiye Bankalar Birliği, **BAT's 40th Year Book**, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/english/40.htm>, 02 Mayıs 2005, s. 17.

³ Devlet Planlama Teşkilatı, **1980'den 1990'a Makroekonomik Politikalar, Türkiye Ekonomisindeki Gelişmelerin Analizi ve Bazı Değerlendirmeler**, 24 Temmuz 1990, s. 16.

1989 yılından sonra uygulanan kur sistemi ve faiz oranlarının yarattığı ortam, ülkeye kısa vadeli sermaye girişini hızlandırmıştır. **Şekil 4**, kısa vadeli sermaye hareketlerinin (portföy yatırımlarının) yıllar itibariyle Türk ekonomisine giriş ve çıkışını göstermektedir. **Şekil 4**'e göre; 1986 yılına kadar Türkiye'de portföy yatırımı gerçekleşmezken, ilk portföy yatırımının net 146 milyon dolar ile 1986 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Daha sonra sırasıyla, 1987 yılında 282 milyon, 1988 yılında 1,178 milyar dolar net sermaye girişi meydana gelmiştir. Buna karşın, 1998 Rusya ve 2001 Türkiye kriz dönemlerinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin negatif değerler aldığı, yani yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'den çıkmış olduğu görülmektedir.

1980'li yıllardan günümüze kadar Türkiye'nin hiç değişmeyen sorunu, kamunun iç borcu ve bu borcun finansmanıdır. Devlet kamu açıklarının finansmanını, özel kesimin tasarruflarını alarak kapatma yoluna gitmekte ve bu durum da reel ekonominin büyümesinin engellemektedir. Kamu açığı sorununu çözebilmek amacıyla, 1985 ve 1986 yıllarında yapılan bazı düzenlemelerle, açıklar için yeni kaynaklar yaratılmıştır. Genel disponibilibite ve mevduat munzam karşılıkları ile ilgili yeni düzenlemeler yapılması ve bankalararası para piyasasının oluşması neticesinde, kamu açıklarının finansmanında TCMB kaynaklarının kullanılma oranı azalmıştır.⁴

Ardından, 1987 yılında açık piyasa işlemleri uygulanmaya başlanmış ve devlet iç borçlanma senetleri, bir para politikası aracı olmalarının yanı sıra alım satımlarının da söz konusu olmasıyla beraber, devlet tahvillerine alternatif bir pazar oluşturmuşlardır.⁵

Kur sistemi olarak yönetimli dalgalanmanın uygulanması, sermaye hareketlerinin 1989 yılından sonra serbestleşmesi, döviz kurlarının, yüksek olan enflasyon oranı altında tutulmaya çalışılması gibi nedenler sonucunda düşük kur ve yüksek faiz ortamı yaratılmıştır. Bu ortam, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye

⁴ Kansu, **Türkiye 1944 ve 2001 Krizleri: Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri**, s. 156.

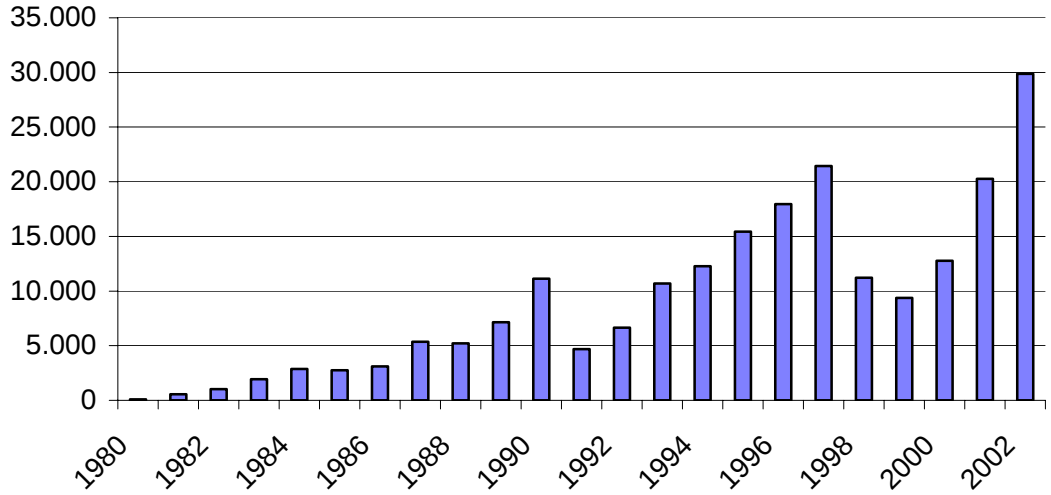
⁵ İzzettin Önder, "Ekonomik Kriz", **Yeni Türkiye Dergisi**, Yıl:7, Sayı:41, Eylül-Ekim 2001, s. 49.

girişini hızlandırmış⁶ ve dolayısıyla yabancı yatırımcıları, son derece cazip olan devlet tahviline yönlendirmiştir.

Daha önceleri reel kesime verdikleri kredilerden kazanç sağlamaya çalışan yerel bankalar, yurtdışından döviz ile borçlanmaya ve açık döviz pozisyonu (short pozisyon) oluşturmaya başlamışlar ve böylece yurtdışından sağladıkları kaynakları devlete borç vererek daha yüksek kâr elde etme olanağı bulmuşlardır. Ardından, bankaların açık döviz pozisyonları ve stoklarındaki devlet tahvilleri günden güne hızlı bir artış sergilemiştir.

Şekil 5, 1980 yılından itibaren bankaların yurtdışından sağladıkları kredi miktarlarını göstermektedir.

Şekil 5: Bankaların Yurtdışından Sağladıkları Krediler



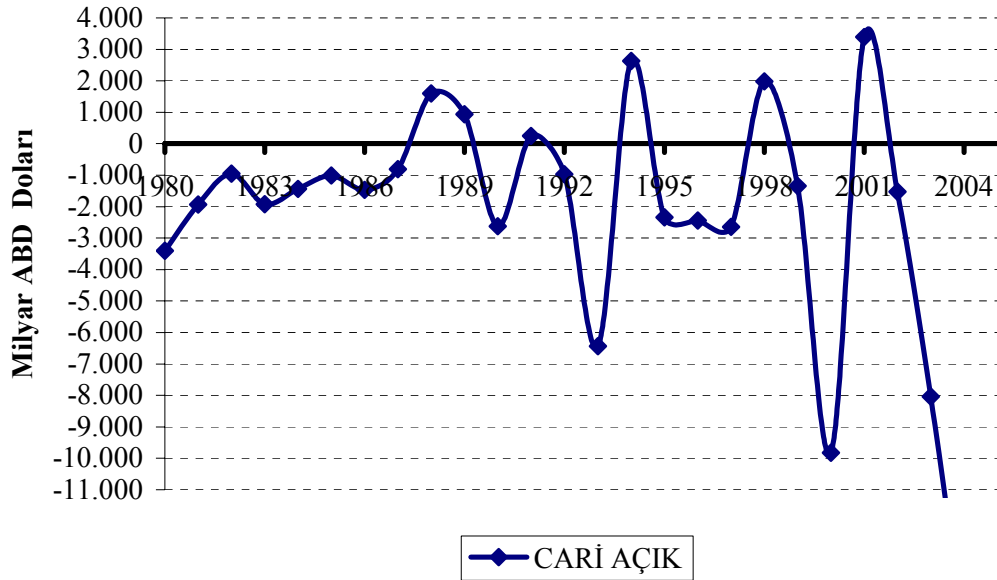
Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Mayıs 2006, s. 100.

⁶ Özer Ertuna, “Türkiye Ekonomisi ve Gerekli Stratejiler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl:33, Sayı:5, Mayıs 1996, s. 16.

Şekil 5'e göre, bankaların yurtdışından sağlamış oldukları krediler, 1994 ve 2001 kriz yılları haricinde sürekli artan bir trend izlemektedir. Buna karşın, 1993 yılında 11,127 milyar dolar olan yurtdışı kredi miktarı, 1994 kriz yılında 4,684 milyar dolara; 2000 yılında 21,450 milyar dolar olan yurtdışı kredi miktarı ise 2001 kriz yılında 11,208 milyar dolara düşmüştür. Bu veriler, her kriz döneminde yurtdışından sağlanan kredi miktarında düşme yaşandığını, kriz atlatıldıktan sonra tekrar artışa geçildiğini ve dolayısıyla bankaların açık pozisyon taşıma riskine meyilli olduklarını göstermektedir.

Cari açık rakamlarına bakıldığında ise, TL'nin, 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda artan sermaye hareketlerine bağlı olarak değer kazandığı ve böylelikle cari açığın artmasına yol açtığı görülmektedir.

Şekil 6: Yıllar İtibariyle Cari Açık



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi) http://www.treasury.gov.tr/stat/egosterge/V-DisTicaretveOdemelerDengesi/V_3_3.xls, 18 Haziran 2006.

Cari açığın yıllar itibariyle gelişimini sergileyen **Şekil 6**'ya göre, cari açığın en fazla arttığı dönemler 1993 ve 2000 yıllarıdır ve bu dönemlerin hemen ardından finansal krizler meydana gelmiştir. Dolayısıyla, cari açığın çok hızlı artması, kriz meydana gelebileceğine yönelik sinyal vermektedir. Kriz dönemleri olan 1994 ve 2001 yıllarında ise, dövizde meydana gelen devalüasyona bağlı olarak cari açık artıya geçmiş, bir başka deyişle cari fazla verilmiştir.

1991 yılında yaşanan Körfez Krizi ve aynı yıl yapılan genel seçim, devletin finansman ihtiyacını arttırmıştır. Devletin artan finansman ihtiyacıyla birlikte, risk primi ve dolayısıyla reel faizler de artmaya başlamıştır. 1991 – 1993 döneminde, hükümetin, açık veren bütçenin finansmanını TCMB avanslarından karşılaması, faiz oranlarını düşük tutması ve buna bağlı olarak hazine bonolarına ve devlet tahvillerine talep olmaması, dövizde talep yaratmıştır. Bankaların da, bu dönemde dövizde açık pozisyonunda bulunmaları sebebiyle 1994 krizi meydana gelmiştir.

Kriz döneminde TL, dolar karşısında % 70'e yakın bir oranda değer kaybetmiştir. TCMB, döviz talebini karşılayabilmek ve dolayısıyla piyasadaki TL fazlasını çekebilmek amacıyla, Ocak ayında 6 trilyon TL'yi açık piyasa işlemleri yoluyla ve 13 trilyon TL'yi de bankalararası piyasadan borçlanmak suretiyle piyasadan çekmiştir. Fakat bu politikalar döviz talebinin önünü kesemeyince, TCMB ayrıca Kasım ve Aralık aylarında toplam 2,2 milyar dolarlık döviz piyasa sürmüştür.⁷

Hükümetin 1994 – 1999 döneminde izlediği politikalardan biri, faizleri yüksek tutarak, hem sermaye girişini sağlamayı hem de var olan sermayenin kaçışına engel olmayı amaçlamaktadır. **Tablo 8**, 1989 ile 2000 yılları arasındaki Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) reel faiz oranlarını göstermektedir.

⁷ Kansu, **Türkiye 1944 ve 2001 Krizleri: Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri**, s. 165.

Tablo 8: Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Reel Faiz Oranları*

Yıllar	1989-93	1994	1995-97	1998	1999	2000
Reel Faiz	10,5	20,5	23,6	29,5	36,8	35,9

*Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) üzerindeki yıllık bileşik faiz oranı. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ile indirgenmiştir.

Kaynak: Hikmet İyidiker ve Yasemin Özügürlü, **Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Reel Kesim Üzerindeki Etkileri**, (Çevrimiçi) <http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler6-2.doc>, 30 Mayıs 2005, s. 4.

İzlenen ikinci politika ise, halkın mali sisteme güvenmesini sağlamak amacıyla, banka mevduatlarına % 100 güvence verilmesidir. Bu güven, bankaların daha riskli politikalar izlemelerine neden olmuş ve 2000 – 2001 finansal krizine zemin hazırlamıştır.

1996 – 1999 dönemi bankacılık sektörü incelendiğinde, kamu bankalarının sürekli artan görev zararları ve bu zararlar neticesinde oluşan likidite riski ile karşılaşmaktadır. Özel bankalar ise, nakit iç borçların finansmanını ve çevrilmesini sağlamaları nedeniyle, bilançolarında artan kur ve faiz riski ile karşılaşmışlardır.

1990’lı yıllarda gelişmekte olan piyasalar arasında, Türk sermaye piyasası en iyi performans gösteren piyasalardan biri olmuştur.⁸

2000 yılında, yeni bir enflasyonu düşürme programı hazırlanmış ve bu programa göre döviz çapa olarak kullanılmıştır. (*1 ABD Doları + 0,77 Euro*)’dan oluşan kur sepeti oluşturulmuş ve sepetin değerinin önceden bilinmesi ve günlük olarak açıklanması planlanmıştır. Bu uygulamadaki amaç, kurdaki belirsizlik nedeniyle oluşan enflasyon artışının önüne geçmektir.

2000 yılı programıyla birlikte uygulanmaya başlanan sabit kur sistemi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda, sadece döviz karşılığında TL

⁸ Sevil D. (Çolakoglu) Yıldırım, **Establishment and Design of a Financial Futures-Options Market in Turkey**, Ankara, Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s. 37.

verilebilmesine olanak sağlayabilmekte; TCMB'nin, para politikasını bağımsız bir şekilde kullanma imkanını ortadan kaldırmaktaydı. Yine aynı programla birlikte, likidite sıkışıklığı oluşmaması için, bankaların zorunlu karşılık oranları % 8'den % 6'ya düşürülmüş⁹; banka mevduatına getirilen % 100'lük güvencenin yanı sıra, devletin, bankaların yurtdışı borçlarının da kefil olması kararlaştırılmıştır. Sabit kur rejimi altında döviz kurunun ne olabileceğinin önceden bilinebilmesi ise, yurtdışından dövizle borçlanıp yurtiçinde devlet tahviline yatırım yapma imkanlarının artmasını sağlamıştır.

Tablo 9: 2000 Yılı Kasım ve Aralık Aylarında, Likidite Sıkışıklığı Oluşan Tarihlerde Gözlemlenen Gecelik Repo Faiz Oranları

Tarih	Gecelik Repo Faizi (%)
01 Kasım 2000	44.4
10 Kasım 2000	29.7
15 Kasım 2000	91.8
22 Kasım 2000	153.4
28 Kasım 2000	199.5
01 Aralık 2000	727.0
04 Aralık 2000	1275.2
15 Aralık 2000	63.0

Kaynak: Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, 1. bs., İstanbul, Om Yayinevi, 2002, s. 270.

⁹ Kansu, **Türkiye 1944 ve 2001 Krizleri: Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri**, s. 179.

Kasım 2000 tarihinde bankacılık sisteminde likidite sıkışıklığı yaşanmıştır. TCMB'nin, piyasaya sadece döviz karşılığında TL vereceğini açıklaması üzerine, gecelik faizler % 1200'leri aşmıştır. **Tablo 9**, 2000 yılı Kasım ve Aralık aylarında, likidite sıkışıklığı oluşan günlerde gözlemlenen gecelik repo faiz oranlarını göstermektedir. Bu dönemde yaşanan likidite sıkışıklığı sonucunda, sistemin riske girdiğini gören yatırımcılar dövizde de talep göstermişlerdir ve neticede, cari açık ve dış borcun sürekli artması üzerine Şubat 2001 krizi yaşanmıştır. Bu tarihten itibaren, faiz oranları çapa olarak alınmış ve döviz fiyatları piyasada belirlenmek üzere serbest bırakılarak esnek kur sistemine geçilmiştir.

Tablo 10, 2001 yılı Şubat ayından günümüze kadar çapa olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının seyrini göstermektedir. Buna göre, kısa vadeli faiz oranları Şubat 2002'den itibaren düşmektedir. Nisan 2006 ve Mayıs 2006 ayları enflasyon oranlarının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, % 5 olan 2006 yılı sonu enflasyon hedefinin tutmayacağına dair artan beklentiler ve uluslararası piyasalardaki dalgalanmalar nedeniyle, faiz oranları 08 Haziran 2006 tarihinde % 1,75 artmıştır.¹⁰

Faiz oranları çapa olarak kullanılırken, döviz kurlarının seyri piyasa şartlarında oluşmaktadır. Ancak TCMB, piyasadaki volatilitenin arttığı durumlarda piyasalara müdahale edebileceğini belirtmektedir.

¹⁰ TCMB, **Duyurular, Basın Duyuruları**, 07 Haziran 2006, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 14 Haziran 2006.

Tablo 10: Kısa Vadeli Faiz Oranları

Tarih	TCMB Gecelik Borçlanma Faizi (%)	Enflasyon (%)
20 Şubat 2002	57,00	29,7*
14 Mart 2002	54,00	
08 Nisan 2002	51,00	
30 Nisan 2002	48,00	
05 Ağustos 2002	46,00	
11 Kasım 2002	44,00	
25 Nisan 2003	41,00	18,4*
04 Haziran 2003	38,00	
16 Temmuz 2003	35,00	
06 Ağustos 2003	32,00	
18 Eylül 2003	29,00	
15 Ekim 2003	26,00	
05 Şubat 2004	24,00	9,3*
17 Mart 2004	22,00	
08 Eylül 2004	20,00	
20 Aralık 2004	18,00	
11 Ocak 2005	17,00	7,7*
09 Şubat 2005	16,50	
09 Mart 2005	15,50	
11 Nisan 2005	15,00	
10 Mayıs 2005	14,50	
09 Haziran 2005	14,25	
11 Ekim 2005	14,00	
09 Kasım 2005	13,75	
09 Aralık 2005	13,50	
02 Ocak 2006	13,50	5**
28 Nisan 2006	13,25	
08 Haziran 2006	15,00	

* Yıllık TÜFE oranları verilmiştir.

** 2006 yılı Merkez Bankası yıl sonu TÜFE hedefidir.

Kaynak: TCMB, Veriler, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 12 Haziran 2006.

3.2. DÖVİZ PİYASALARINDA VOLATİLİTE

Volatilite; ekonomistlerin günlük yorumlarında en çok kullandıkları kelimelerden biri haline gelmiştir. Özellikle son zamanlarda, TCMB'nin yapmış olduğu döviz müdahalelerinde sıkça karşımıza çıkan volatilite kavramı genel olarak, finansal market katılımcılarının karşılaştıkları risk ve belirsizliğin bir ölçüsü olarak tanımlanmaktadır.¹¹ Finansal piyasalarda volatilite ve bu değerin ölçülmesi, yaklaşık son 20 yıldır ekonomistler tarafından önemle incelenen bir konudur.

Genel ekonomi için bu kadar önemli olan volatilite kavramının piyasa katılımcıları tarafından kullanımına baktığımızda, karşımıza genellikle iki tür volatilite çıkmaktadır: *gerçek volatilite (actual volatility)* ve *belirtilen volatilite (implied volatility)*. Gerçek volatilite genellikle, varlık fiyatlarındaki değişimlerin yıllık olarak hesaplanmış standart sapması ile ölçülmekte ve sıklıkla zamana göre değişen bir yapı sergilemektedir. Belirtilen volatilite ise, riskten kaçınmanın zamana göre değişen yapısını yansıtan bir prim ile birleşen opsiyon fiyatlarına dayanmaktadır.¹²

Finansta sıklıkla gerçek volatilite kullanılmaktadır. Buna göre volatilite, bir gözlem kümesi kullanılarak aşağıdaki gibi hesaplanan *standart sapma*, σ , veya *varyansı*, σ^2 , ifade etmek için kullanılır. Bu çalışmada da, TCMB'nin döviz piyasalarına yaptığı müdahaleler incelenirken, gerçek volatilite tanımı kullanılarak hesaplamalar yapılmıştır.

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N (R_t - \bar{R})^2} \quad (1)$$

Volatilitenin, finansal piyasalardaki risk ve belirsizliğin bir ölçüsü olarak tanımlanmasına rağmen, standart sapmayı genel bir risk ölçüsü olarak kullanmak

¹¹ OECD, **Glossary of Statistical Terms**, 21 Mart 2003, (Çevrimiçi) <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=5868>, 18 Mayıs 2006.

¹² Serge Jeanneau ve Marian Micu, "Volatility and Derivatives Turnover: A Tenuous Relationship", **Bank of International Settlements Quarterly Review**, Mart 2003, s. 60.

doğru değildir. Çünkü, risk genellikle küçük veya negatif getiriler ile ilgili iken, çoğu dağılma ölçüsü böyle bir ayırım yapmamaktadır.¹³

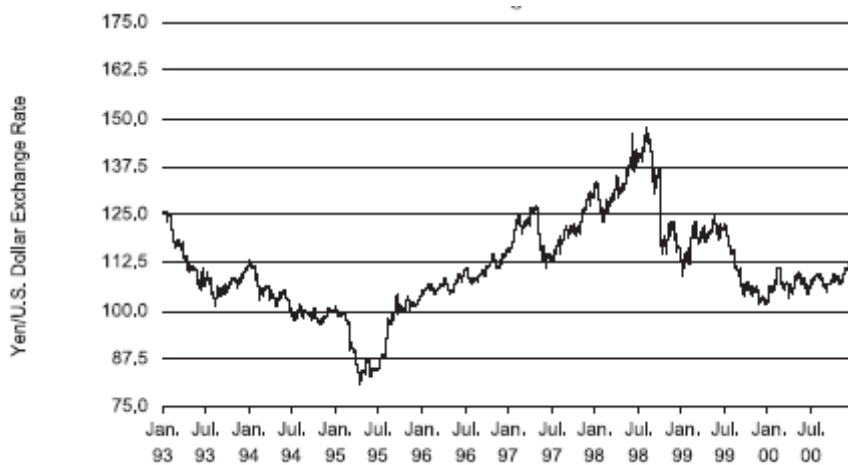
Tüm dünyada ekonomi politikası uygulayıcıları (genellikle merkez bankaları), döviz kurlarının volatilitesine bağlı olarak, ülkelerinin yararına olabileceğini düşündüklerinden ötürü döviz piyasalarına müdahale etmektedirler. Bu bölümde, döviz piyasalarına yapılan müdahaleleri daha yakından incelemek amacıyla, Japonya Merkez Bankası'nın (Bank of Japan, BoJ) ve TCMB'nin müdahaleleri ele alınacaktır.

3.2.1 DÜNYADA DÖVİZ PİYASASI MÜDAHALELERİNE BİR ÖRNEK: JAPONYA MERKEZ BANKASI MÜDAHALELERİ

Dünyada en çok ses getiren döviz piyasası müdahalelerinin başında BoJ'un JPY/USD paritesine yaptığı müdahaleler gelmektedir. **Şekil 8**, 1993 – 2000 döneminde BoJ'un gerçekleştirdiği döviz piyasası müdahaleleri ile bu tarihler arasında gözlemlenen JPY/USD paritesi ve JPY/USD volatilitesi değerleri hakkında bilgi vermektedir.

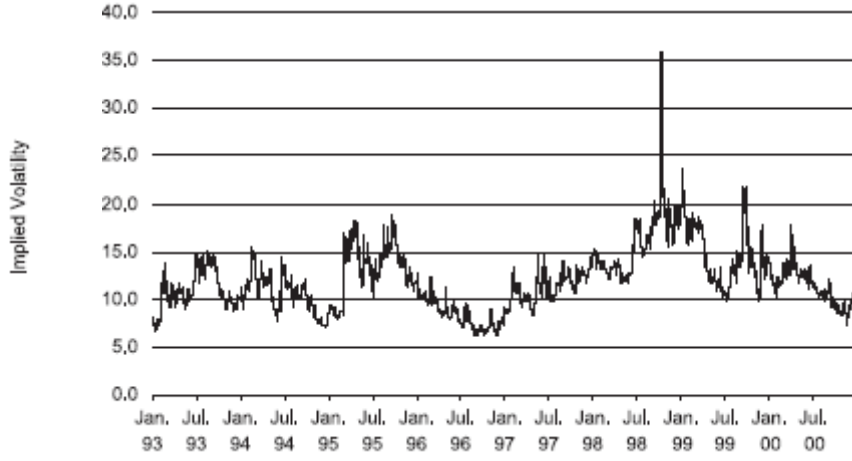
Şekil 8: Japonya'ya Ait Müdahale ve Döviz Kuru Volatilitesi Verileri

Panel A: Parite

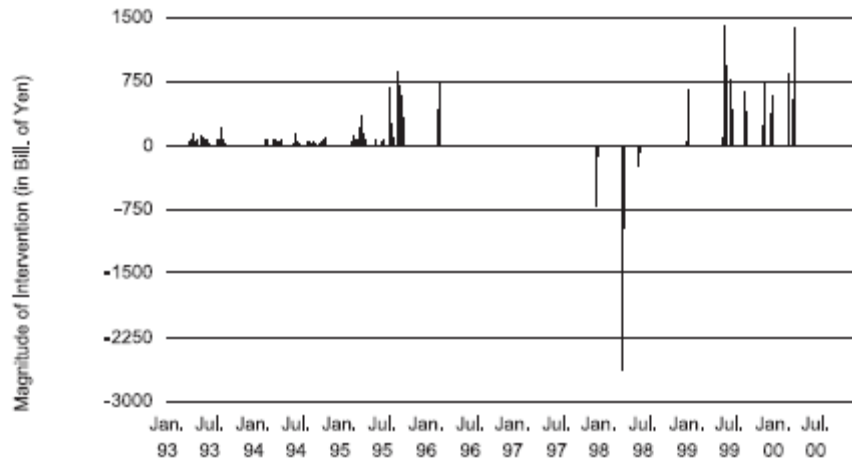


¹³ Ser-Huang Poon ve Clive W. J. Granger, "Forecasting Volatility in Financial Markets: A Review", **Journal of Economic Literature**, C:151, Haziran 2003, s. 480.

Panel B: Volatilite



Panel C: BoJ'un Müdahale Faaliyeti



Kaynak: Michael Frenkel, Christian Pierdzioch ve Georg Stadtmann, “The Effects of Japanese Foreign Exchange Market Interventions on the Yen/U.S. Dollar Exchange Rate Volatility”, *International Review of Economics and Finance*, C:14, No:1, 2005, s. 30.

BoJ, 1993 – 2000 dönemindeki toplam 2070 işgününün 171’inde döviz piyasalarına müdahalede bulunmuştur. Bu müdahalelerin sadece 6’sında dolar satmış, diğer 165 gün ise volatilitiyi önleyebilmek için yen satışı gerçekleştirmiştir. En yüksek dolar alımının, 1999 yılında 122,489 Yen seviyelerinden; en düşük dolar satışının ise, 1997 yılı Aralık ayında 127,129 Yen seviyelerinden gerçekleştiği görülmektedir.

Michael Frenkel, Christian Pierdzioch ve Georg Stadtmann, BoJ'un 2002 yılında yapmış olduğu müdahalelerini incelemişler ve döviz müdahaleleri ile kur volatilitesi arasında sıkı bir korelasyon olduğu sonucuna varmışlardır.¹⁴

Bu örneğin ardından, Türkiye'deki uygulamalar ele alınacak ve veriler yardımıyla yorumlanacaktır.

3.2.2. TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI'NIN DÖVİZ PİYASASI MÜDAHALELERİ VE SONUÇLARI

BoJ'un müdahaleleri incelendikten sonra, şu soru sorulabilir: “TCMB müdahaleleri ile döviz kuru arasında sıkı bir korelasyon var mıdır?” Bu sorunun cevabını bulmak için TCMB müdahaleleri detaylı olarak incelenmelidir.

2001 yılı Şubat ayından itibaren, Türkiye'de sabit kur rejimi terk edilmiş ve dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Şubat 2001 tarihine kadar döviz kuru çapa olarak kullanılmış ve faiz oranları dalgalanmaya bırakılmış iken; bu tarihten itibaren faiz oranları çapa olarak kullanılmış ve döviz kuru, piyasa koşullarında belirlenmek üzere serbest bırakılmıştır. Böylece döviz piyasalarında volatilité kavramı ile tanışılmıştır.

TCMB yaptığı açıklamalarda, dalgalı kur rejimi içerisinde döviz fiyatlarında volatilitenin artması durumunda piyasalara doğrudan müdahale edebileceğini belirtmiş¹⁵ ve dalgalı kur rejimine girildiğinden beri piyasalara 17 kez doğrudan müdahalede bulunmuştur. **Tablo 11**, TCMB'nin döviz piyasasına yaptığı müdahaleler hakkında bilgi vermektedir. Buna göre TCMB, döviz piyasasına yaptığı müdahalelerinin sadece 5'inde piyasaya döviz satmış, diğer 12 müdahalesinde ise piyasadan döviz almıştır.

¹⁴ Michael Frenkel, Christian Pierdzioch ve Georg Stadtmann, “The Effects of Japanese Foreign Exchange Market Interventions on the Yen/U.S. Dollar Exchange Rate Volatility”, **International Review of Economics and Finance**, C:14, No:1, 2005, s. 38.

¹⁵ TCMB, **Duyurular, Basın Duyuruları**, 11 Haziran 2002, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-61.htm>, 10 Haziran 2006.

Tablo 11: TCMB'nin Döviz Piyasasına Doğrudan Müdahale Günleri ve Miktarları

Tarih	Alım Tutarı	Satım Tutarı
11 Temmuz 2002		3
02 Aralık 2002	16	
24 Aralık 2002		9
12 Mayıs 2003	62	
21 Mayıs 2003	517	
09 Haziran 2003	566	
18 Temmuz 2003	938	
10 Eylül 2003	704	
25 Eylül 2003	1442	
16 Şubat 2004	1283	
11 Mayıs 2004		9
27 Ocak 2005	1361	
09 Mart 2005	2361	
03 Haziran 2005	2056	
22 Temmuz 2005	2366	
04 Ekim 2005	3271	
08 Kasım 2005	3164	
15 Şubat 2006	5441	
13 Haziran 2006*		
23 Haziran 2006*		

* Müdahalelerde alımı/satımı yapılan tutarlar, müdahalenin yapıldığı tarihten sonraki 3 ayı takiben gelen ayın ilk iş günü yayınlanmaktadır.

Kaynak: TCMB, Veriler, Piyasa Verileri, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 26 Haziran 2006.

TCMB, yaptığı basın duyurularında, 13 ve 23 Haziran 2006 tarihlerinde döviz piyasasına yapmış olduğu doğrudan satım yönündeki müdahalelerine sebep olarak, uluslararası koşulların da etkisiyle döviz piyasasında gözlenen likidite daralmasına bağlı olarak gerçekleşen aşırı volatilitiyi işaret etmektedir.¹⁶

Tablo 12: 2002 – 2005 Dönemi Merkez Bankası Döviz Alım Tutarları (milyon ABD doları)

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Net Döviz Alım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	4	799
2003	5.652	4.229	9.881
2004	4.104	1.274	5.378
2005*	6.900	14.565	21.465
Toplam	17.451	20.072	37.523

* 02 Aralık 2005 tarihi itibarıyla

Kaynak: TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, Aralık 2005, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 01 Haziran 2006, s. 20.

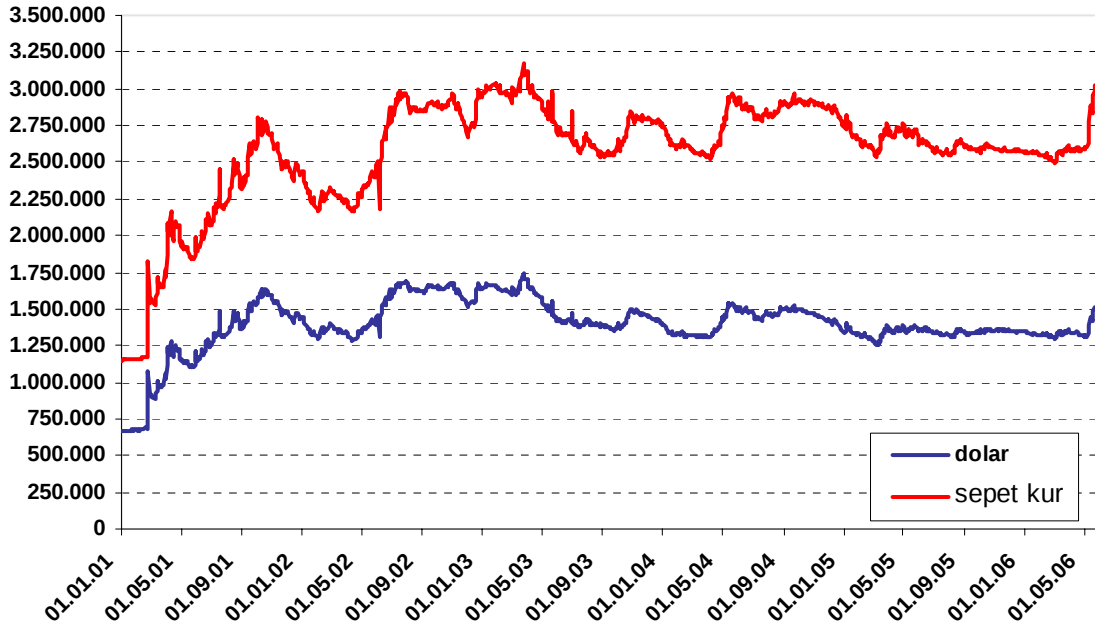
Tablo 12, 2002 – 2005 yılları arasında merkez bankasının hem doğrudan müdahale yoluyla, hem de günlük açıklamış olduğu döviz alım ihaleleri yoluyla piyasadan çekmiş olduğu döviz miktarlarını göstermektedir. Buna göre TCMB, söz konusu dönem içerisinde piyasadan, döviz alım ihaleleri yoluyla 17.4 milyar dolar, döviz volatilitesine doğrudan yaptığı müdahaleler yoluyla 20 milyar dolar ve toplamda 37,5 milyar dolar çekmiştir. Bu tutarların büyüklüğüne ve merkez bankasının bu kadar yüksek tutarı piyasadan çekmiş olmasına rağmen, kurlarda olası bir yükselmenin gerçekleşmemiş olması ve hatta kurların 2002 yılındaki fiyatları ile

¹⁶ TCMB, **Duyurular, Basın Duyuruları**, 23 Haziran 2006, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 26 Haziran 2006.

kıyaslandığında gerilemiş olması, Türkiye'ye giren sermaye miktarının ne kadar büyük olduğunu gözler önüne sermektedir.

Döviz kuru, volatilité ve TCMB müdahaleleri arasındaki ilişkiyi inceleyebilmek için kullanacağımız diğer verileri içeren **Şekil 9** ise, doların ve dolar ile eurodan oluşan sepet kurun, 01 Ocak 2001 ile 31 Aralık 2004 tarihleri arasındaki değerlerini göstermektedir.

Şekil 9: Dolar ve Sepet Kur Değerleri



Kaynak: TCMB, Veriler, İstatistiki Veriler, Kurlar – Döviz Kurları, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 07 Haziran 2006.

Şekil 9'da yer alan döviz kuru değerleri kullanılarak, döviz kuru volatilitésinin nasıl hesaplanacağı **Ek 1**'de detaylı olarak açıklanmaktadır. Bu

hesaplamalar neticesinde elde edilen Ocak 2001 - Şubat 2006 dönemi aylık döviz piyasası volatilité rakamları **Tablo 13**'te yer almaktadır.

Tablo 13: Türk Döviz Piyasasında Aylık Kur Volatilité Değerleri

Tarih	Aylık Volatilité (%)	Tarih	Aylık Volatilité (%)
2001	3,36	2002	0,97
Ocak	0,06	Ocak	0,87
Şubat	9,69	Şubat	1,20
Mart	2,54	Mart	0,49
Nisan	4,14	Nisan	0,83
Mayıs	1,40	Mayıs	0,75
Haziran	1,98	Haziran	1,66
Temmuz	2,36	Temmuz	1,16
Ağustos	1,65	Ağustos	0,66
Eylül	1,63	Eylül	0,47
Ekim	1,82	Ekim	0,49
Kasım	0,98	Kasım	0,76
Aralık	1,02	Aralık	1,22
2003	0,79	2004	0,66
Ocak	0,49	Ocak	0,55
Şubat	0,64	Şubat	0,54
Mart	1,54	Mart	0,21
Nisan	0,62	Nisan	1,03
Mayıs	0,52	Mayıs	1,15
Haziran	0,70	Haziran	0,70
Temmuz	0,89	Temmuz	0,65
Ağustos	0,50	Ağustos	0,61
Eylül	0,57	Eylül	0,54
Ekim	1,02	Ekim	0,34
Kasım	0,63	Kasım	0,24
Aralık	0,37	Aralık	0,56

2005	0,83	2006	
Ocak	0,92	Ocak	0,15
Şubat	0,46	Şubat	0,42
Mart	1,14	Mart	0,58
Nisan	0,66	Nisan	0,29
Mayıs	0,80	Mayıs	1,64
Haziran	0,52		
Temmuz	0,46		
Ağustos	0,60		
Eylül	0,29		
Ekim	0,61		
Kasım	0,27		
Aralık	0,15		

Kaynak: TCMB, Veriler, İstatistiki Veriler, Kurlar – Döviz Kurları, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 07 Haziran 2006.

Tablo 13'e göre, döviz piyasası volatilitesi, sabit kur rejiminin uygulandığı Ocak 2001 tarihinde % 0,06 iken, dalgalı kur rejimine geçildiği Şubat 2001 tarihinde % 9,69'a yükselmiştir. Daha sonraki aylara bakıldığında, volatilitenin azalan bir trend izlese bile, sabit kur rejimi dönemindeki rakamlara inemediği görülmektedir.

TCMB'nin piyasalara doğrudan ilk müdahalesini yaptığı *12 Mayıs 2003* ve *21 Mayıs 2003* tarihlerindeki volatilitenin değeri % 0,52'dir. Volatilitenin Mayıs ayından önceki değerlerine baktığımızda, Mart 2003'te % 1,54, Nisan 2003'te % 0,62; Mayıs ayından sonraki değerlerine baktığımızda ise, Haziran ayında % 0,70 seviyesinde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, Mayıs 2003'te yapılan müdahaleler için, doğrudan volatilitenin yapılmış müdahaleler diyememekteyiz.

09 Haziran 2003, 18 Temmuz 2003, 10 Eylül 2003 ve 25 Eylül 2003 tarihlerinde yapılan müdahalelerde gözlemlenen volatilitenin değerleri ise sırasıyla %

0,70, % 0,89 ve % 0,57'dir. Buna karşın, volatilitenin % 1,02 olduğu Ekim 2003'te piyasalarda herhangi bir doğrudan müdahale gerçekleşmemiştir.

2004 yılı incelendiğinde, ilk müdahalenin 16 Şubat 2004 tarihinde gerçekleştiği ve % 0,54 değerini alan volatiliteye müdahale edildiği görülmektedir. Mart ayında % 0,21'e düşen volatilitenin, Nisan ayında % 1,03'e ve ardından Mayıs ayında % 1,15'e yükselmesi neticesinde, TCMB 11 Mayıs 2004 tarihinde piyasaya yeniden müdahale etmiştir. Ancak bu müdahalesi diğer müdahalelerinden farklı olarak, alım yerine, döviz fiyatlarının sürekli yükselmesi nedeniyle, satım yönünde gerçekleşmiştir ve volatilitenin Haziran ayında % 0,70'e düşmesini sağlamıştır. Mayıs öncesi ve sonrası değerler dikkate alındığında, yapılan müdahalenin volatiliteye yapılmış olduğunu söyleyebiliriz.

2005 yılı içerisinde, TCMB piyasalara iki kez müdahale etmiştir. Bu müdahalelerin ilki 27 Ocak 2005 tarihinde gerçekleşmiştir. Volatilitenin, Aralık 2004'te % 0,56 iken, Ocak 2005'te % 0,92 ve müdahalenin ardından Şubat 2005'te % 0,46 olduğu gözlemlendiğine göre, müdahalenin doğrudan volatiliteye yönelik olduğu söylenebilir. 2005 yılındaki ikinci müdahale ise 09 Mart 2005 tarihinde gerçekleşmiştir. Şubat 2005'te % 0,46 olan volatilité, Mart ayında % 1,14'e yükselmiş ve sonrasında TCMB'nin doğrudan müdahalesi gerçekleşmiştir. Müdahaleden sonraki aylara baktığımızda, Nisan 2005 ve Mayıs 2005 volatilitelerinin sırasıyla % 0,66 ve % 0,85 olduğunu görmekteyiz. Dolayısıyla, 09 Mart 2005 tarihinde yapılan müdahale için de doğrudan volatiliteye yapılan bir müdahaledir diyebiliriz.

2005 yılının Mayıs ayında % 0,80 olan volatilité değeri çok yüksek bulunduğu için, 03 Haziran 2005 tarihinde döviz piyasasına müdahale edilmiştir. Bu müdahaleyi takiben, volatilité değeri Haziran ayında % 0,52'ye, Temmuz ayında ise % 0,46'ya gerilemiştir. Dolayısıyla, 03 Haziran 2005 tarihinde gerçekleştirilen müdahale için doğrudan volatiliteye yapılmış bir müdahaledir denebilir. Fakat, Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarındaki volatilité değerleri incelendiğinde, 22 Temmuz 2005 müdahalesinin doğrudan volatiliteye yapılmış bir müdahale olduğu söylenemez.

2005 yılı Ağustos ayında % 0,60'a yükselen volatilité, Eylül ayında % 0,29'a gerilemiş ve Ekim ayında ise yeniden % 0,61'e yükselmiştir. Bu yükseliş neticesinde, 04 Ekim 2005 ve 08 Kasım 2005 tarihlerinde ve birbirini destekler nitelikte iki doğrudan volatilité müdahalesi gerçekleşmiştir.

TCMB'nin 15 Şubat 2006 tarihinde döviz piyasasına yaptığı 5,441 milyar dolarlık alım müdahalesi, dalgalı kur sistemine geçildiğinden beri yapılan en yüksek tutarlı doğrudan müdahale olmuş, ve % 50'leri gören volatilité değerin Nisan ayında % 29'a gerilemesini sağlamıştır. Ancak volatilité değeri, 2006 yılı Mayıs ayında yeniden % 1,06 gibi çok yüksek bir değere ulaşmıştır. Bunun neticesinde, TCMB, 13 ve 23 Haziran 2006 tarihlerinde döviz piyasasına doğrudan satım yönündeki müdahalede bulunmuştur. Bu müdahalelere sebep olarak da, uluslararası koşulların da etkisiyle döviz piyasasında gözlenen likidite daralmasına bağlı olarak gerçekleşen aşırı volatilitéyi göstermiştir.

Sonuç olarak, TCMB'nin 11 Mayıs 2004 tarihine kadar yaptığı müdahaleleri ve 22 Temmuz 2005 tarihli müdahalesini doğrudan volatilitéye yapılan müdahaleler olarak nitelendirememekteyiz. Çünkü, bu tarihlerde yapılan müdahaleler için TCMB'nin piyasadaki hangi fiyattan döviz aldığını incelediğimizde, döviz fiyatlarının sürekli olarak, bir önceki müdahale tarihine göre düşmekte olduğunu gözlemlemekteyiz. Dolayısıyla bu müdahaleleri, döviz fiyatlarının seviyesi için yapılmış müdahaleler olarak nitelendirebiliriz. Bu durumda, söz konusu tarihler dışındaki müdahalelerin doğrudan volatilitéye yapılmış müdahaleler olduğunu söyleyebiliriz.

Akıncı, Emir, Özlale ve Sahinbeyoğlu, 2004 yılında yapmış oldukları ve 2001 krizi sonrasındaki dönemde TCMB'nin piyasalara doğrudan döviz müdahalelerini inceleyen çalışmalarında, istatistiksel ve ekonometrik modellerden yararlanmışlardır. E-GARCH ve zaman serilerinin kullanıldığı bu çalışmada, Mayıs 2001 – Aralık 2003

dönemi incelenmiş ve döviz müdahaleleri ile döviz kurlarındaki volatilité arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.¹⁷

Guimarães ve *Karacadağ*'ın 2004 yılında yapmış oldukları çalışmada da, yine benzer şekilde, döviz kuru volatilitesi ile döviz müdahaleleri arasında bir bağ olmadığı ortaya konulmaktadır. Fakat *Guimarães* ve *Karacadağ*, döviz müdahalelerinin Mart 2001 ile Ekim 2003 tarihleri arasında, döviz kuru volatilitésinin azaltılmasına ve kur seviyesine etkileri olduğunu belirtmektedirler.¹⁸

TCMB'nin yaptığı doğrudan döviz müdahalelerin geneline baktığımızda, döviz kuru volatilitésinin azaltılabilmesi amacıyla toplam 25,569 milyar dolar doğrudan müdahalede bulunulduğunu görmekteyiz. Bu işlem hacminin 25,548 milyar doları doğrudan alım ve 21 milyon doları ise doğrudan satım müdahaleleri yoluyla gerçekleşmiştir. Alım müdahaleleri tarihleri itibariyle incelendiğinde, ilk doğrudan alım müdahalesinin 02 Aralık 2002 tarihinde 16 milyon dolar olarak, son doğrudan alım müdahalesinin ise 15 Şubat 2006 tarihinde 5,441 milyon dolar olarak gerçekleştiği ve bu iki tarih arasında, doğrudan alım müdahalelerinin artarak devam ettiği görülmektedir. Bu durum göz önüne alındığında, yeni bir sorunun cevaplanması gerekmektedir:

“Neden TCMB'nin doğrudan alım müdahaleleri, doğrudan satım müdahalelerinin kat kat üzerinde gerçekleşmektedir?”

Bu sorunun cevabını, kısa vadeli sermaye hareketleri kapsamında aramak gerekmektedir. Bu amaçla, üçüncü kısımda kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki durumunu incelenecektir.

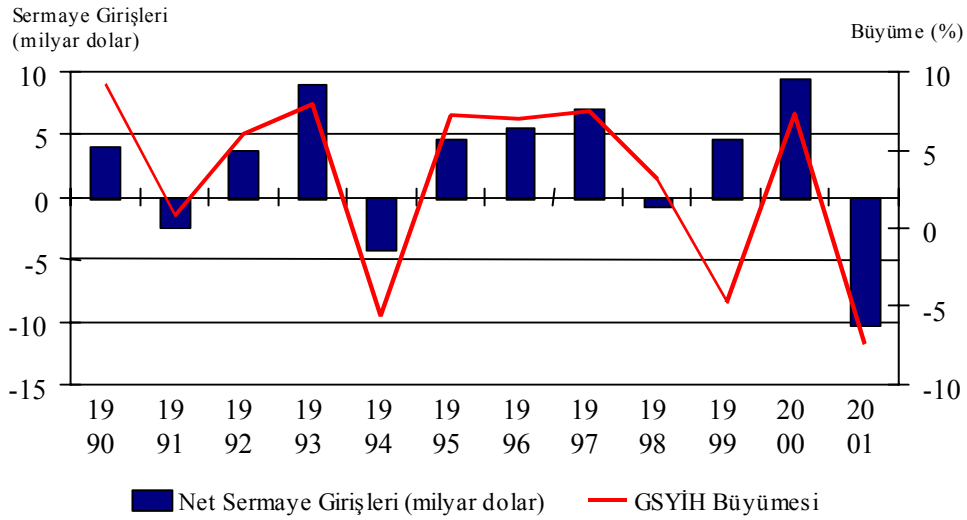
¹⁷ Özge Akıncı, v.d. , **Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Rate Interventions for the Turkish Economy: a Post-Crisis Period Analysis**, mimeo, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Departmanı, Şubat 2005, s. 28.

¹⁸ Roberto F. Guimarães ve Cem Karacadağ, “The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: the Cases of Mexico and Turkey”, **IMF Working Paper**, No: 04/123, 2004, s. 2.

3.3. TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dünya genelindeki durumu incelendikten sonra, Türk ekonomisi üzerindeki etkileri de ele alınmalıdır. Bu noktada şu soru akla gelebilir: “Türkiye’ye giren yabancı sermaye, gerçekten ülkenin kalkınma hızını arttıracak bir yabancı sermaye midir? Yoksa, kısa vadede cari açık kapatmaya ve kalkınma hızını arttırmaya yönelik olan; fakat uzun vadede kriz oluşmasına olanak sağlayan kısa vadeli sermaye girişi mi gerçekleşmektedir?” Bu sorunun cevabını bulmak için, TCMB’nin müdahalede bulunmaya başladığı ve dalgalı kur sistemine geçildiği 2001 yılından sonraki dönem incelenmelidir.

Şekil 10: Net Yabancı Sermaye Girişleri ve GSYİH Büyümesi (yıllık)



Kaynak: Ahmet Çimenoglu ve Nurhan Yentürk, **Impacts of International Capital Inflows on the Turkish Economy**, 02 Ekim 2002, (Çevrimiçi) http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye, s. 1.

Şekil 10, 1990 ile 2001 yılları arasındaki dönemde, Türkiye'ye giren net sermaye miktarları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Buna göre, net sermaye girişi yaşandığı dönemlerde, ekonomik büyümenin sağlandığı açıkça görülmektedir. **Şekil 10**, dış kaynakların Türk ekonomisinin büyümesi için ne kadar hayati bir unsur olduğunu göstermektedir.

Türkiye'ye benzer yapılar sergileyen bazı gelişmekte olan ülkelerde, kısa vadeli sermaye hareketleri sonucunda gerçekleşmiş olan finansal krizlere çalışmanın ikinci bölümünde yer verilmişti. Bu bölümde, Türk ekonomisini derinden yaralayan 2001 yılı finansal krizi incelenecek ve veriler yardımıyla değerlendirilecektir.

2001 yılında Türkiye'de yaşanan krizi değerlendirebilmek için **Tablo 14** ve **Tablo 15** incelenmelidir. **Tablo 14**, 2001 finansal krizi öncesinde ve bu kriz dönemindeki sermaye hareketlerini göstermektedir. Buna göre, 2000 yılının ilk on ayı içinde, IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının desteği, nominal döviz kuru çıpasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin, düşen faizlere rağmen süregelmesi neticesinde, net yabancı sermaye girişi hızla artmış ve 15,2 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun temel sebeplerinden biri, 2000 yılında yıllık tahvil faizlerinin ortalama % 36, döviz artışının ise % 20 olarak hedeflenmesi ve dolayısıyla devlete borç veren bankalara, dolar cinsinden yaklaşık % 13'lük reel kâr elde etme imkanı tanınmasıdır.¹⁹

¹⁹ Korkut Boratav, **2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, Ağustos 2001, (Çevrimiçi) http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01, 09 Haziran 2005, s. 4.

Tablo 14: 2001 Finansal Krizi Öncesinde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri (milyon dolar)

	Kriz Öncesi: Ocak 2000 - Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000 - Haziran 2001
Yabancı Aktörler: Net Sermaye Akımı	15179	-10432
- Dolaysız yatırım	589	2406
- Portföy yatırımı	6789	-8457
- Uzun vadeli sermaye akımı	3201	-553
- Kısa vadeli sermaye akımı	4600	-3828
Yerli Aktörler: Net Sermaye Akımı	-5257	-3033
- Dolaysız yatırım	-751	-452
- Portföy yatırımı	-730	949
- Kısa vadeli sermaye, kayıt-ıçi	-1226	-1847
- Kısa vadeli sermaye, kayıt-dışı	-2550	-1683
Rezerv Değişimleri	-2324*	15239**
Cari İşlem Dengesi	-7589	-1764

* 499 milyon dolar IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 2823 milyon dolarlık *artıştan* oluşur.

** 8076 milyon dolar IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 7163 milyon dolarlık *azalıştan* oluşur.

Kaynak: Korkut Boratav, **2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, Ağustos 2001, (Çevrimiçi) http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01, 09 Haziran 2005, s. 2.

Tablo 15: 2001 Finansal Krizi Öncesinde ve Kriz Döneminde Kısa Vadeli Sermaye (Sıcak Para) Hareketleri (milyon dolar)

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

* Yabancılarca açılan ticari krediler ve kısa vadeli resmi borçlanmalar dahil değildir.

** Yerli aktörlerce açılan ticari krediler dahil edidiği için "sıcak olmayan" öğeler içermektedir.

Kaynak: Korkut Boratav, **2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, Ağustos 2001, (Çevrimiçi) http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01, 09 Haziran 2005, s. 3.

Tablo 15, 2001 finansal krizi öncesinde ve kriz dönemindeki kısa vadeli sermaye hareketlerine ilişkin bilgilere yer vermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin değerleri aşağıdaki kalemlerden oluşmaktadır:²⁰

- hisse senetleri,
- kısa vadeli borç senetlerine (hazinenin veya özel sektörün bonolarına) yönelen portföy yatırımları,
- bankalara verilen kısa vadeli krediler,
- diğer özel aktörlere açılan (ancak ticari kredileri içermeyen) kısa vadeli krediler,
- banka mevduatı,
- banka dışı diğer varlıklardaki değişimler.

Bu kalemlerin, Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin yorumlanabilmesi ve günümüz koşulları ile benzerliklerinin tespit edilebilmesi için, kriz öncesi ve kriz dönemlerinin detaylıca incelenmesi gerekmektedir.

3.3.1. 2001 FİNANSAL KRİZİ ÖNCESİ DÖNEM

Yabancı sermaye girişlerinin alt kalemleri incelendiğinde, söz konusu sermaye girişlerinin % 82'sini sadece üç kalemin oluşturduğu görülmektedir. Bu kalemler; hazinenin tahvil ihracı yoluyla 5,7 milyar dolar borçlanması, yerli bankaların yabancı bankalardan sağladıkları net 3,6 milyar dolarlık kısa vadeli kredi ve 3,2 milyar dolarlık uzun vadeli borçlanmalardır.

15,179 milyar dolarlık net yabancı sermaye girişinden, 589 milyon dolarlık dolaysız yatırımlar ve 835 milyon dolarlık menkul değerler kalemi çıkarılıp, 499 milyon dolarlık IMF kredisi eklenirse, 14,254 milyar dolar borç artıran sermaye girişi olduğunu görülmektedir. Bu durumda, 2000 yılının ilk on ayında 7,6 milyar dolar

²⁰ Boratav, **2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, s. 2.

olan cari işlem açığı finanse edilirken, dış borç 14,254 milyar dolar artmaktadır. Buradan, dış borçların cari işlem açığından bağımsız olarak arttığı görülebilmektedir. Bunun nedeni, sermaye girişlerinin önemli bir bölümünün rezerv birikimine tahsis edilmesidir. Dolayısıyla, sermaye girişlerinin cari işlem açığının finansmanı ile bağlantısı kopmaktadır.²¹

Yerli aktörler 2000 yılının ilk on ayında ülke dışına, 2,3 milyar doları kayıt dışı olmak üzere, toplam 5,3 milyar dolar çıkarmışlardır. Yani yabancılar Türkiye'ye büyük boyutlu sermaye aktarırken, yerli bankalar ve firmalar sermaye girişlerinin yaklaşık % 35'ine ulaşan tutarı ülke dışına aktarmaktadırlar.

Kriz öncesi dönemde yabancı kökenli kısa vadeli sermaye hareketleri girişi, yaklaşık 4 milyar dolardır. Yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye çıkışı ise 3,5 milyar doları bulmaktadır. Dolayısıyla, yabancı sıcak para girişi ile yerli sıcak para çıkışı arasında fark yaklaşık 500 milyon dolar kadardır.

Yabancı kökenli sıcak para girişinin 3,7 milyar doları yerli bankaların kendi talepleri sonucunda kullandıkları kısa vadeli kredilerdir. Bu dönemde yerli aktörler, ülke ekonomileri hakkında, özellikle döviz kuru hedefleri ve risk konularında, yabancılar kadar iyimser değildiler.²²

3.3.2. 2001 FİNANSAL KRİZİ DÖNEMİ

2000 yılının ikinci yarısından itibaren, özellikle cari işlem açıklarındaki hızlı büyüme nedeniyle, uygulanmakta olan istikrar programında belirsizlikler artmaya başlamıştır.

Sermaye hareketlerindeki ilk tehlikeli sinyaller, Eylül ayında, net sermaye hesabının 243 milyon dolar eksi vermesi ile birlikte ortaya çıkmıştır. Ekim ayında, geçici ve aldatıcı bir düzelme yaşansa da, Kasım ayına gelindiğinde, yabancı yatırımcılar 5,2 milyar dolar menkul değer satarak ülke dışına çıkmışlardır. Ardından, Aralık 2000 – Ocak 2001 döneminde, IMF'den gelen 2,9 milyar dolar ile

²¹ A.e., s. 4.

²² A.e., s. 5.

sermaye hareketlerinde yine geçici bir düzelme yaşanmıştır. Şubat ayına gelindiğinde, yabancıların tasfiye ettiği menkul değerlerden 3,8, yabancı bankaların yenilemedikleri kredilerden 1,3 ve kayıt dışı hareketlerden 1,2 milyar dolar olmak üzere, toplam 6,3 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. Dolayısıyla, Kasım ve Şubat aylarında, 10,3 milyar dolarlık kısmı yabancılardan olmak üzere, toplam 11,5 milyar dolar çıkış gerçekleşmiştir.

Ocak 2000 – Ekim 2000 döneminde, 15,2 milyar dolar yabancı kökenli sermaye girişi yaşanırken, Kasım 2000 – Haziran 2001 döneminde 10,4 milyar dolar yabancı kökenli sermaye çıkışı yaşanmıştır. İki değer arasındaki fark 25,6 milyar dolardır. Karşılaştırmayı, yerli aktörleri de ekleyerek genişletirsek, kriz öncesi dönemde toplam 9,9 milyar dolar sermaye girişi yaşanırken, krizin yaşandığı sekiz ay boyunca 13,5 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmış ve dolayısıyla 23,4 milyar dolarlık bir sermaye hareketi gerçekleşmiştir. Bu sermaye hareketinin yaratmış olduğu işlem hacmi, Türkiye GSMH'nin % 12'sine eşittir.²³

2001 yılında Türkiye'de yaşanan finansal kriz detayları ile incelendikten sonra; bir sonraki kısımda, 2001 – 2006 dönemine ilişkin ekonomik koşullar değerlendirilmeli ve söz konusu iki dönem karşılaştırılmalıdır.

3.4. YAKIN GELECEKTE TÜRKİYE'DE YENİ BİR FİNANSAL KRİZ YAŞANMA OLASILIĞI

Yakın bir gelecekte Türkiye'de finansal bir kriz yaşanır mı sorusuna cevap verebilmek için, öncelikle Türkiye ekonomisinin 2001 – 2006 dönemindeki koşulları incelenmelidir.

²³ A.e., s. 6.

3.4.1. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN 2001 – 2006 DÖNEMİNDEKİ DURUMU

Finansal piyasalarda günlük 1,88 trilyon dolarlık işlem gerçekleştirildiği dikkate alındığında, bir ülkenin ekonomi politikasına karşı güvensizlik oluşması halinde, 50 – 60 hatta 70 milyar dolarlık rezervler bile piyasaları etkilemekte yetersiz kalabilmektedir.²⁴ Bu kadar yüksek işlem hacminin gerçekleştiği piyasalarda krizin çıkmasına neden olabilecek tutar, genel döviz işlem hacminin yanında oldukça düşük kalmakta ve her an yeni krizlerin çıkabileceği sinyali vermektedir. Önemli olan husus, krize neden olabilecek sinyalleri önceden algılayabilmek ve ona göre ekonomi politikaları uygulamaktır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, yurtdışında yatırım kararlarının alınmasını oldukça etkilemekte ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal kargaşaya ve sonunda krizlere neden olabilmektedir.²⁵

Türkiye, 1989 yılında tamamlanan sermaye liberalizasyonu sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin hücumuna uğramıştır. TCMB'nin döviz ve faiz enstrümanları üzerindeki etkisini kaybetmesini ve böylece ortaya çıkan otorite boşluğunu iyi kullanan kısa vadeli sermaye, merkez bankasından boşalan rolü üstlenmiştir. Yüksek faiz oranı ile aşırı değerli TL, sermaye hareketlerinin artmasını sağlamıştır.²⁶

1994 ve 2001 kriz dönemlerinde, kurların çıpa olarak kullanılması sonucunda enflasyon gecikmeli olarak düşme eğilimine girmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye piyasalarına girmesi ile TL aşırı değerlenmiş ve yurtdışındaki banka ve şirketlerin döviz pozisyonu açarak kazanç elde etmelerine olanak sağlanmıştır. Türkiye'ye giren kısa vadeli sermaye ve kısa vadeli borçlanma ile dış ticaret açıkları kapanmıştır. Piyasalarda bollanan döviz, kurları daha da baskı altına

²⁴ R.Tuna Turagay, "Brezilya'da Neler Oluyor?", **Dünya Gazetesi**, 05 Şubat 1999 Cuma, s. 13.

²⁵ Erol Balkan ve Erinc Yeldan, **Peripheral Development under Financial Liberalization: the Turkish Experience**, (Çevrimiçi) http://www.hamilton.edu/academics/Econ/workpap/01_01.pdf, 09 Haziran 2005, s. 1.

²⁶ A.e. s. 7.

almış, TL değerlenmeye devam etmiş ve böylece kısır bir döngü yaratılmıştır. Bu kısır döngü, 1994 ve 2001 krizlerinin çıkmasına neden olmuştur.²⁷

Türkiye, 2001 krizinden sonra yeni bir istikrar programı uygulamaya başlamıştır. Şubat 2001 tarihinden itibaren, kurlar piyasa şartlarında belirlenmek üzere dalgalanmaya bırakılmış ve çıpa olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmaya başlanmıştır. 2002 yılının başından 2005 yılının sonuna kadar toplamda % 35, ortalamada ise yıllık % 7,5 büyüyen Türkiye'nin kişi başı milli geliri 2235 dolardan 5074 dolara çıkmıştır. Bu başarının altındaki en büyük etmen, fiyat istikrarı yolunda atılan kararlı adımlar olmuştur.²⁸

Tablo 16: 2001 – 2006 Dönemi İç ve Dış Borç Stoku (milyar dolar)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
İç Borç	84,9	91,7	139,3	167,3	182,4	183,5
Dış Borç	113,6	130,4	145,8	161,9	170,1	171,0
Toplam Borç	198,5	221,1	285,1	329,2	352,5	354,5

* Ocak 2006 – Mart 2006 dönemini kapsamaktadır.

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi), http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VI-KamuMaliyesi/VI_9_1., 18 Haziran 2006.

Tablo 16, 2001 ile 2006 yılları arasındaki iç borç, dış borç ve toplam borç rakamlarını dolar cinsinden göstermektedir. Bu tabloya göre; 2006 yılındaki toplam borç miktarı 2001 yılına göre yaklaşık 2 kat artmıştır. Bu artış, özellikle 2003 yılına kadarki dönemde gerçekleşmiş; 2004 yılından sonra çok önemli bir artış yaşanmamıştır.

2004 yılında, 6,6 ay seviyesinde bulunan TL cinsi iç borç stokunun ortalama süresi, 2005 ile 2006 yıllarında çıkarılan uzun vadeli tahviller nedeniyle 8,7 ay

²⁷Özer Ertuna, **Türkiye Ekonomisinin Kayıp Yılları**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005, s. 29.

²⁸TÜSİAD, **Konjonktür Değerlendirme**, Sayı 12, Nisan 2006 s. 1.

seviyesine yükselmiştir. Bu durum kısa vadeli borçlanma araçlarının vade yapısının uzamakta olduğunun bir göstergesidir.²⁹ Hazine tarafından uluslararası piyasalara ihraç edilen tahvillerin (eurobondların) ortalama vade sürelerinde de uzama gerçekleşmiştir. 2004 yılı itibariyle 4,1 yıl olan ortalama vade, 2005 yılının sonunda 4,9 yıl, Mart 2006 tarihi itibariyle de 5,3 yıl seviyesine yükselmiştir.³⁰ Bu durum, hazinenin uluslararası piyasalardaki borçlanmalarında da yine belirgin bir rahatlama olduğunu göstermektedir.

Ocak 2005 tarihinde, iç piyasada ortalama % 19,4 oranından borçlanabilen Hazine, Ocak 2006 tarihi itibariyle, piyasalardan % 14 oranı ile borçlanabilmiştir. Vade yapısındaki sürenin uzamasının yanı sıra borçlanma faizi oranlarının da düşmesi, hem yurt içindeki hem de yurtdışındaki yatırımcıların Türk ekonomisine olan güvenini işaret etmektedir.³¹

Tablo 17: 2000 – 2005 Döneminde Konsolide Bütçe Dış Borç Stok Dağılımı (milyar dolar)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Alacaklıya Göre	40,49	38,72	56,79	63,40	68,54	64,62
1. Kredi	19,58	18,58	33,67	36,56	38,85	33,06
<i>1.1. Uluslararası Kuruluşlar</i>	5,62	6,36	20,61	23,52	26,26	22,09
<i>1.1.1. IMF Kredileri</i>	0,47	0,45	13,94	16,73	18,44	14,64
<i>1.2. Hükümet Kuruluşları</i>	7,13	6,37	6,78	6,92	6,53	5,23
<i>1.3. Ticari Bankalar</i>	6,82	5,84	6,27	6,11	6,05	5,73
2. Tahvil	20,90	20,13	23,12	26,84	26,69	31,56

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi), http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VI-KamuMaliyesi/VI_6_1.xls, 18 Haziran 2006.

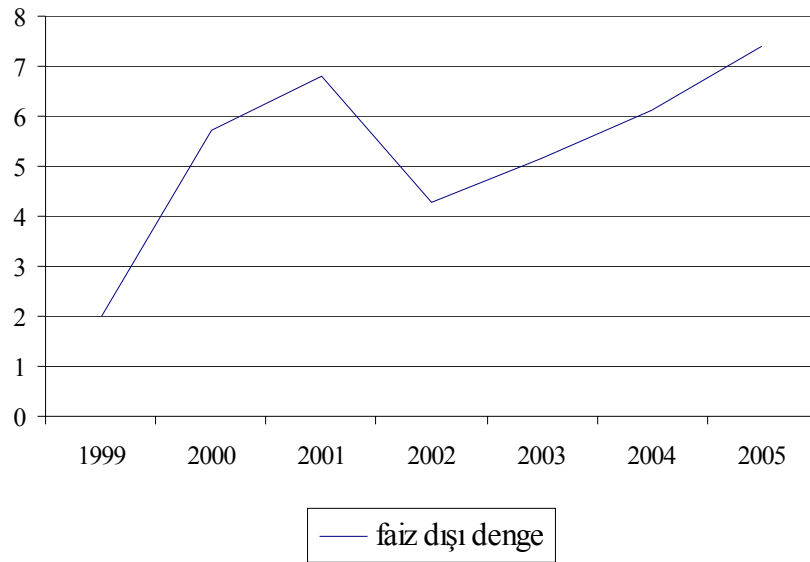
²⁹ Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Mayıs 2006, s. 58.

³⁰ A.e., s. 60.

³¹ A.e., s. 8.

Tablo 17, 2000 – 2005 dönemindeki dış borç stok dağılımını göstermektedir. Buna göre, dış borç stok hareketleri incelendiğinde, özellikle 2001 ve 2002 yılları arasında hızlı bir artış gerçekleştiği görülmektedir. Bu dönemde dış borçlar, 38,72 milyar dolardan 56,79 milyar dolara yükselmiştir. Bu artışın temel sebebi, IMF’den sağlanan kredilerden kaynaklanmaktadır. 2005 yılında ise, dış borç stokunda bir önceki yıla nazaran bir azalma gözlemlenmektedir. Bu azalma da yine IMF kredileri ile ilişkilendirilebilmekte ve kredilerin geri ödenmeye başlanması, dış borç stokundaki azalmanın nedeni olarak gösterilebilmektedir. Dolayısıyla, konsolide bütçe dış borç stoku için sorun çıkarabilecek bir borçlanmadan bahsedilememektedir.³² Fakat buna rağmen, Türkiye’nin toplam dış borcu 2001 yılında 113 milyar dolardan 2005 yılı sonunda 170 milyar dolara yükselmiştir.³³ 170 milyar dolarlık toplam dış borç önümüzdeki dönemde sorun çıkarabilecektir.

Şekil 11: Faiz Dışı Fazla / GSMH Oranı



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi), http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VI-KamuMaliyesi/VI_7_1.xls, 18 Haziran 2006.

³² A.e., s. 32.

³³ Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi), http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VI-KamuMaliyesi/VI_9_1.xls, 18 Haziran 2006.

Faiz dışı fazla, hükümetlerin en fazla kontrol altında tutabildikleri değişkenlerden biridir. Faiz harcamaları, geçmiş dönemde ve cari yılda oluşan bütçe açığının finanse edilebilmesi için yapılan borçlanmaların maliyetidir. Faiz harcamalarının azaltılması ancak faiz oranının ve borçlanma ihtiyacının düşürülmesi ile mümkün olmaktadır. Borçlanma ihtiyacının azalması ise, faiz dışı fazla verilerek sağlanabilmektedir.³⁴

Faiz dışı fazlanın GSMH'ya oranının, faiz ödemelerinin giderler kaleminden düşülmesinden sonra, devlet bütçesindeki giderler kalemi gelirler kaleminden fazla bile olsa, bütçenin fazla vermesi gerekmektedir. **Şekil 11**, 1999 – 2005 dönemindeki faiz dışı fazlaların GSMH'ya oranlarını göstermektedir. 1999 yılında % 2 olan bu oran, yıllar itibariyle artmaya başlamış ve 2005 yılında % 7,4'e yükselmiştir.

Kamu Borç Stoku / GSMH oranına bakıldığında ise, bu oranın 2001 yılından sonra düşme trendine girdiği görülmektedir. 2001 yılında % 100,8 olan oran, sırasıyla 2002 yılında % 88,3, 2003 yılında % 79,3, 2004 yılında % 73,8, 2005 yılı sonunda ise % 68,2³⁵ seviyesine düşerek, Maastricht kriteri olan % 60 oranına yaklaşmıştır.³⁶

Uluslararası likiditenin yüksek, dünya çapında risk algılamalarınınsa düşük olduğu 2005 yılında, yüksek getiri arayışındaki sermaye geliştirmekte olan ülkelere doğru hızla akmıştır. IMF verilerine göre, 1995 yılı içerisinde 400 milyar doları aşan ve kendi içerisinde rekor düzeye ulaşan sermaye akımı gerçekleşmiştir.³⁷ Bu kadar yüksek miktardaki sermaye akımından Türkiye ekonomisi de payını almıştır. 1999 – 2005 dönemini kapsayan **Tablo 18**'de yer alan doğrudan sermaye girişi rakamları incelendiğinde, 2004 yılından itibaren hızlı bir artış görülebilmektedir. 2004 yılında 1,978 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye girişi yaşanırken, bu rakam 2005 yılında 8,6 milyar dolara çıkmıştır.

³⁴ Alper Gürler, **Türkiye'de Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği**, ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi, 06 – 09 Eylül 2003, s. 4.

³⁵ Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi) http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VI-KamuMaliyesi/VI_6_1.xls, 18 Haziran 2006.

³⁶ Gürler, **Türkiye'de Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği**, s. 4.

³⁷ Fortisbank, **Makroskop Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu**, 17 – 23 Nisan 2006, s. 1.

Tablo 18: 1999 – 2005 Dönemi Sermaye ve Finansman Kalemleri (milyon dolar)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cari İşlemler Hesabı	-1344	-9821	3392	-1524	-8036	-15604	-23082
Dış Ticaret Dengesi	-10185	-21959	-3733	-7283	-14010	-23878	-32771
Sermaye ve Finans Hes.	-377	12581	-1633	1406	3095	13336	20637
<i>Doğrudan Yatırımlar</i>	138	112	2855	962	1253	1978	8633
<i>Portföy Yatırımları</i>	3429	1022	-4515	-593	2465	8023	13437
<i>Diğer Yatırımlar</i>	1782	11801	-2667	7190	3424	4159	16414
Rezerv Varlıklar	-5726	-354	2694	-6153	-4047	-824	-17847
Net Hata Noksan	1721	-2760	118	118	4941	2268	2445

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi) http://www.treasury.gov.tr/stat/egosterge/V-DisTicaretveOdemelerDengesi/V_3_1.xls, 18 Haziran 2006.

Tablo 18’e göre, cari işlem açığında da 2002 yılından itibaren çok hızlı bir artış hakimdir. Bu durumun temel sebeplerinden biri, ithalat ve ihracat rakamlarının arasındaki farkı ifade eden dış ticaret dengesinin durumudur. TL’nin aşırı değerlenmesi nedeniyle, ithal malların fiyatları yerli malların fiyatlarına göre ucuzlamış ve yerli tüketicinin talebine neden olmuştur.

Portföy yatırımları kalemini incelediğimizde ise, 2002 yılında 593 milyon dolar açık veren, başka bir ifade ile Türkiye’den sermaye çıkışı yaşandığını gösteren bu kalemin, 2003 yılından itibaren artıya geçtiğini, yani sermaye girişi yaşandığını görmekteyiz. 2003 ile 2005 yılları arasında 5,5 kat artan portföy yatırımları, 2005 yılı sonu itibarıyla 13,43 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.

Genel olarak, 2005 yılı içerisinde toplam 38,5 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu sermaye girişi, cari işlemler açığını kapatmasının yanı sıra, rezervlerde de 17,8 milyar dolarlık bir artışa neden olmuştur.³⁸

³⁸ TÜSİAD, *Konjonktür Değerlendirme*, s. 1.

3.4.2. TÜRKİYE’DE YENİDEN FİNANSAL BİR KRİZ YAŞANIR MI?

Bir önceki kısımda, 2001 ile 2006 yılları arasını kapsayan döneme ilişkin veriler incelenmiştir. Bu veriler ışığında, Türkiye ekonomisinin 2001 krizini atlattıktan sonra hızlı bir büyüme trendine girdiği ve bu büyüme trendini dış kaynaklar yardımıyla gerçekleştirdiği söylenebilmektedir. Dış kaynakların dağılımına bakıldığında ise, 2005 yılında gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşen yüksek miktarlardaki sermaye akımlarından Türkiye’nin de yararlandığı görülmektedir. Sermaye akımlarının yapısı incelendiğinde, karşımıza daha önceki kriz dönemlerinden farklı bir tablo çıkmakta, kısa vadeli sermayenin yanı sıra, doğrudan sermayenin de Türk ekonomisine hızla girdiği gözlemlenmektedir. Ekonomik birimlerin uluslararası piyasalardan borçlanmaları ise, 2001 krizi öncesinden farklı vade yapılarında gerçekleşmektedir. Ekonominin düzelmesi ile birlikte, uzun vadeli ve düşük faizle borçlanma imkanları elde edilmektedir.

Türkiye ekonomisinin sergilediği bu olumlu tablonun yanı sıra, dış finansman koşullarındaki iyileşmenin bir sonucu olarak, cari işlemler açığının uluslararası sermaye hareketlerine olan duyarlılığı önemli ölçüde artmıştır. Bu durum, cari dengenin kontrolünün, giderek daha dışsal bir unsur haline gelmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, iç ve dış piyasalarda meydana gelebilecek bir dalgalanmanın yansımaları olarak sermaye hareketlerinde yaşanabilecek olası çıkışların hızının ve miktarının ekonomik dengeler üzerindeki belirleyici etkisi daha kritik boyutlara ulaşmaktadır.³⁹

Enflasyon rakamlarına baktığımızda; enflasyon oranının 2006 yılının Nisan ayında aylık % 1,34, yıllık bazda % 9,83, Mayıs ayında aylık % 1,88, yıllık bazda % 9,85 gerçekleşmesi ve Haziran ayında da, piyasa katılımcılarının aylık % 1,05, yıllık bazda ise % 10,90 seviyesinde bir enflasyon oranı beklentisi içine girmeleri⁴⁰ nedeniyle, TCMB’nin yıl sonu için % 5 olan enflasyon hedefinin⁴¹ tutmayacağı

³⁹ A.e., s. 2.

⁴⁰ Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü, **Enflasyon**, Mayıs 2006, s. 3.

⁴¹ TCMB, Yıllık Tüfe ve Hedefler, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 15 Haziran 2006.

yönünde beklentiler oluştuğunu görmekteyiz. Bunun yanı sıra, cumhurbaşkanlığı seçimi üzerindeki spekülasyonlar da piyasalardaki tedirginliğin tırmanmasına neden olmaktadır. Söz konusu tedirginliğin bir göstergesi olarak, son dönemde gerçekleşen bir miktar kısa vadeli sermaye çıkışı nedeniyle, uzun zamandır 1,30-1,35 YTL bandında hareket eden dolar üzerinde baskı oluştuğunu ve doların 1,70 YTL seviyelerine yükseldiğini görmekteyiz.⁴² Buna göre, piyasa oyuncularının % 5'lik enflasyon hedefinin tutmayacağına dair güçlü beklentilerinin ve cari açığın yüksek seviyelere ulaşmış olmasının, güçlü yapısına rağmen, Türkiye ekonomisinin zayıf karnı olduğu söylenebilmektedir.

Dünya geneline bakıldığında, son yıllarda beklentilerin oldukça üzerinde seyreden ekonomik büyümenin, emtia fiyatlarının yükselmesine neden olduğu görülmektedir. Emtia fiyatları son 4,5 yılda % 82 oranında artmıştır. Emtia ve petrol fiyatlarındaki artış, enflasyonist baskıları da beraberinde getirmiştir. Bu durum, enflasyonu kontrol altına almak için para politikalarında sıkılaştırmaya gidilmesini zorunlu kılmıştır. Dünyanın önde gelen ekonomilerinden ilk olarak ABD faiz artırımına gitmiş ve Haziran 2004 tarihinden itibaren 16 kez faiz arttırarak, kısa vadeli faiz oranlarını % 1'den % 5'e yükseltmiştir. ABD'yi faiz artırım konusunda Euro Bölgesi takip etmektedir.

Diğer taraftan, Japonya'da uzun yıllardır süren deflasyon sona ermiş ve Japonya, daha önce piyasalara verdiği 270 milyar dolarlık likiditeyi tekrar piyasalardan çekmeye başlamıştır.⁴³ Bu durum, Japon piyasasından gelişmekte olan ülkelere akan kısa vadeli sermayenin tekrar Japonya'ya döneceğine işaret etmektedir. Future işlemlerinde, önümüzdeki günlerde ABD, Euro Bölgesi ve Japonya'nın faiz artırımına gideceği tahmin edilerek fiyatlamalar yapılmakta, dolayısıyla faiz artımı fiyatlara yansıtılmaktadır.⁴⁴

⁴² TCMB, Veriler, İstatistik Veriler, Kurlar-Döviz Kurları, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 26 Haziran 2006.

⁴³ Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü, **Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler**, Haziran 2006, s. 1.

⁴⁴ **A.e.**, s. 2.

Önümüzdeki günlerde gelişmiş ülkelerde yaşanabilecek faiz artırımları, gelişmekte olan ülkelere hızla giren sermayenin, faiz artırımına giden ülkelere kaymasına neden olabilecektir. ABD, Euro Bölgesi veya Japonya'dan beklenmekte olan faiz artırım kararları, diğer gelişmekte olan ülkeleri olduğu gibi Türkiye'yi de etkileyecektir. Bu durumda, Türk ekonomisinden çıkmak isteyen kısa vadeli sermaye hareketleri, cari açık nedeniyle oldukça kırılgan olan piyasalarda faiz oranlarının ve döviz fiyatlarının yükselmesine neden olacaktır. Sadece Kasım 2006'da 6 milyar dolar, Mart 2006 ile Mart 2007 tarihleri arasında da toplam 26 milyar dolar dış borç ödemesi⁴⁵ bulunan Türkiye'nin, ülke dışına çıkması muhtemel olan sermayenin miktarına da bağlı olarak, finansal bir krize girmesi mümkündür.

⁴⁵ Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Kamu Borç Yönetimi Raporu**, s. 36.

SONUÇ

Finansal sistem, finansal piyasalar ve finansal aracilar vasitasiyla, fon fazlası bulunan kişi ve kurumlar ile, fon ihtiyacı bulunan kişi ve kurumlar arasındaki fon akımının sağlandığı sistemdir. En etkili finansal sistem, fon fazlasının ve verimliliğin yüksek olduğu, risk dağılımının gerçekleştirildiği ve ilk aşamasından son aşamasına kadar fonun iyi bir şekilde yönetildiği sistemdir. Böylece, iyi işleyen bir finansal sistem, yatırımların verimli alanlara yapılmasını, yüksek getirilerin elde edilmesini ve ekonomik büyümenin sürdürülmesini sağlamaktadır.

Doğrudan finansmanın gerçekleştiği finansal piyasalar, bono ve tahvil piyasaları, hisse senedi piyasaları ve döviz piyasaları olmak üzere üç ana sınıfa ayrılmaktadır. İşletmeler ve devletler, bono ve tahvil piyasalarında oluşan faiz oranları vasitasiyla borçlanarak ya da hisse senetleri piyasası aracılığıyla, özel veya tüzel kişileri firmalarına ortak ederek fon ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Döviz piyasaları ise, bir ülkenin para biriminin diğer ülke para birimleri karşısındaki değerinin belirlendiği piyasalardır. Fon fazlasının bir ülkeden diğer bir ülkeye aktarılması sırasında, iki ülke para birimi arasındaki kur değerleri döviz piyasalarında belirlenmektedir.

Uluslararası ticaretin belirleyici unsuru olan döviz kurlarının hangi değerlere ulaşacağı sorusu, uluslararası ticaretin sürdürülebilirliği açısından bütün dünya ülkelerini ilgilendiren en önemli sorulardan biridir. Ülkeler, para birimleri arasındaki değişim oranı sayesinde üretim yapabilmekte, ürettiklerini uluslararası pazarlara sunabilmekte ve dolayısıyla ekonomik büyümelerini ve kalkınmalarını gerçekleştirebilmektedirler. Göreceli olarak daha ucuz bir yerli para birimi ihracatı arttırmakta ve dolayısıyla ekonomik gelişmeye neden olabilmektedir. Diğer yandan, yerli para biriminin, diğer ülke para birimlerine göre daha pahalı olması ithalatı arttırmakta, yerli üretimi yaralamakta ve uluslararası rekabet avantajının yitirilmesine neden olarak ekonomik büyümeye sekte vurmaktadır.

1,88 trilyon dolarlık günlük işlem hacmi gerçekleştirilen ve günün 24 saati açık olan döviz piyasaları, dünya ticaret hacminin 50 katından daha fazla işlem

hacmine sahiptir. Döviz piyasası işlemleri, günün ilk saatlerinde Sidney ve Tokyo’da başlamakta, sonrasında ise sırasıyla Hong Kong, Singapur, Dubai, Zürih, Frankfurt ve Londra piyasaları faaliyete geçmektedir. İşlemlerin oldukça yoğun olarak gerçekleştiği ve dünyadaki günlük döviz işlem hacminin % 31’ine sahip olan Londra piyasası hareketlendikten sonra, Amerika’da New York, Chicago ve en son olarak da San Francisco şehirlerinde döviz işlemleri başlamaktadır. Amerikan piyasalarının kapanmasına yakın saatlerde, Tokyo ve Sidney piyasaları yeniden açılmaktadır. Böylece, para ve döviz piyasalarında 24 saat tamamlanmış olmaktadır.

Döviz piyasaları uluslararası finansal sistem içerisinde bu kadar önemli bir yere sahip iken, döviz kurlarını etkileyen ekonomik faktörler de ele alınmalıdır. Bu faktörler arasında en önemli olanları şöyle sıralanabilir: ülkelerarası nispi faiz oranları, satın alma gücü paritesi, ödemeler dengesi, ekonomik büyüme, para arzı ve enflasyon.

Ülkelerin, 1970’li yıllarda sabit kur rejimlerini terk etmeye başlamalarıyla birlikte, döviz bir meta gibi alınıp satılmaya başlanmıştır. Teknolojik alt yapının gelişmesine paralel olarak işlem hacimleri günden güne artmış ve paradan para kazanma eğilimi ortaya çıkmıştır. Bu durum, kısa vadeli sermaye hareketlerinin doğmasına neden olmuştur.

Kısa vadeli sermaye, küreselleşmeyle birlikte, sınır tanımaksızın tüm ülke ekonomilerine hızla girmektedir. Daha fazla kâr elde etme güdüsüyle hareket eden kısa vadeli sermaye, girmiş olduğu ekonomilerin gelişmesine yönelik uzun vadeli yarar sağlayamamakta; aksine, kısa vadede ülke ekonomilerinde gelişme sağlamış gibi görünse de, orta ve uzun vadede zararlı olmaktadır. Kısa vadeli sermayenin piyasalara ani giriş ve çıkışları sonucunda, finansal dalgalanmalar ve dolayısıyla finansal krizler meydana gelebilmektedir.

1990’larda, küresel ekonomideki büyümenin yaklaşık yarısı Asya’nın gelişmekte olan ekonomilerinden kaynaklanmaktaydı. Yerli para birimlerini Amerikan dolarına sabitleyen Uzakdoğu Asya ülkeleri, Amerikan dolarının Japon yeni karşısında 1995 yılına kadar değer kaybetmesi nedeniyle, dış ticarete büyük bir

avantaj elde etmişlerdir. Japonya'nın ürettiği ürünlerin benzerlerini, imalat sanayilerini geliştirerek üreten Uzakdoğu Asya ülkeleri, dış ticaret avantajlarını da kullanarak Japon mallarına ikame ürünler üreterek uluslararası ticarete aktif rol oynamaya başlamışlardır. Düşük kur ve bu kurun sağladığı avantajı kullanarak ihracata dayalı politika takip eden bu ekonomiler, hızlı bir büyüme sürecine girmişlerdir. Ayrıca, ekonomilerine yatırım çekebilmek amacıyla, sabit kurun yanı sıra faiz oranlarını da yüksek tutan bu ülkeler uluslararası yatırımcıların gözdesi haline gelmişlerdir.

1995 yılına kadar Uzakdoğu Asya ülkelerinde gözlemlenen bu pembe tablo, doların Japon yeni karşısında değer kazanmaya başlaması ile bozulmuştur. Söz konusu ülkelerin yerli para birimleri değerlenmeye başlamış, uluslararası ticaretteki düşük kur avantajları ortadan kalkmış ve bu ülkelere giren kısa vadeli sermaye akımları, ülke ekonomilerinin kötüleşmesi ve para birimlerinin değerlenmesi sonucunda, Uzakdoğu Asya piyasalarından ayrılmak istemiştir. Bu hareketle birlikte, merkez bankalarının rezervleri erimeye başlamış, devalüasyon kaçınılmaz hale gelmiş ve böylece Uzakdoğu Asya Krizi yaşanmıştır.

Rusya'da 1992 yılından itibaren uygulanan ekonomi politikaları sonucunda, 1992 yılında % 2500'leri gören enflasyon, 1997 yılında % 11'e kadar düşmüştür. Bu başarılarla rağmen bütçe açık vermeye devam etmiştir. Bütçe açıklarını kapatabilmek amacıyla, petrol gelirlerine de güvenerek, aşırı derecede kısa vadeli borçlanmaya gidilmiştir. Bu dönemde, uluslararası kredilendirme kuruluşlarının Rusya'ya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelere daha yüksek derece notu vermesi Rus Hükümeti'nin borçlanmasını kolaylaştırmıştır. Fakat, kısa vadeli borçlanmanın üretken yatırımlara değil, maaş ve ücretler gibi cari harcamaları finanse etmede kullanılmış olması, mevcut durumda vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılamamış olması, petrol fiyatlarının gerilemesi ve buna bağlı olarak da gelirlerin azalması gibi etkenler nedeniyle, yabancı yatırımcılar Rusya'daki riskin giderek büyüdüğü endişesine kapılmışlardır. Böylece, finansal piyasalarda çalkantılar oluşmaya başlamış ve Rusya moratoryum ilan etmek zorunda kalmıştır.

Uzakdoğu Asya ve Rusya’da yaşanan ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile bağlantılı olan finansal krizler incelendikten sonra, 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye’de yaşanan finansal krizlerin oluşumunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin ne denli rol oynadığı sorusu ele alınabilir. Bu kapsamda, 1980 yılından sonraki dönem incelenebilir.

Türkiye, 1980’li yılların başından itibaren açık piyasa ekonomisi izlemeye başlamıştır. 1981 yılı itibariyle sabit kur rejimi terk edilmiş ve kur, günlük olarak merkez bankası tarafından açıklanmaya başlanmıştır. 1988 yılında, Bankalararası Döviz ve Efektif Piyasası kurulmuş ve böylece, döviz fiyatlarının piyasa koşulları altında belirlenmesi ve bankaların kendi döviz pozisyonlarını değerlendirme olanağına sahip olması sağlanmıştır.

1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar tamamen kaldırılmış ve döviz piyasalarında liberalleşme sağlanmıştır. Bu gelişmeyle birlikte, önceleri sadece ihracatın rekabet gücünü belirleyen döviz kurları, sermaye hareketlerini de belirleyen bir gösterge haline gelmiştir.

Türkiye’de 1989 yılından sonra kur sistemi olarak yönetimli dalgalanmanın uygulanması, sermaye hareketlerinin serbest olması, döviz kurlarının yüksek olan enflasyon oranı altında tutulmaya çalışılması sonucunda düşük kur ve yüksek faiz ortamı yaratılmıştır. Bu ortam, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girişini hızlandırmış ve dolayısıyla yabancı yatırımcıları cazip olan devlet tahviline yönlendirmiştir.

Yüksek faiz ve düşük kur ortamında, reel kesime verilen kredilerden kazanç sağlamaya çalışan yerel bankalar, yurtdışından döviz ile borçlanmaya ve açık döviz pozisyonu (short pozisyon) oluşturmaya ve böylece, yurtdışından sağladıkları kaynakları devlete borç vererek daha yüksek kâr elde etmeye başlamışlardır. Neticede, bankalar için kur ve faiz riski artış trendine girmiştir.

1991 yılında yaşanan Körfez Krizi ve yine aynı yıl yapılan genel seçim, devletin finansman ihtiyacını arttırmıştır. Bununla birlikte, risk primi ve dolayısıyla reel faizler de artmaya başlamıştır. 1991 – 1993 döneminde, hükümetin, açık veren

bütçenin finansmanını TCMB avanslarından karşılaması, faiz oranlarını düşük tutması ve buna bağlı olarak hazine bonolarına ve devlet tahvillerine talep olmaması, dövize talep yaratmıştır. Bankaların da aynı dönemde dövizde açık pozisyonda bulunmaları sebebiyle 1994 krizi meydana gelmiştir.

1994 krizinden sonraki dönemde hükümetin izlediği politika, faizleri yüksek tutmayı ve böylece hem sermaye girişi sağlamayı hem de var olan sermayenin kaçışına engel olmayı amaçlamaktadır.

2000 yılında, yeni bir enflasyonu düşürme programı hazırlanmıştır. Bu programa göre, döviz çipa olarak kullanılmış, *(1 ABD Doları + 0,77 Euro)*'dan oluşan kur sepeti oluşturulmuş ve sepetin değerinin önceden bilinmesi ve günlük olarak açıklanması planlanmıştır. Bu uygulamada, kurdaki belirsizlik nedeniyle oluşan enflasyon artışının önüne geçmek amaçlanmıştır. Devletin banka mevduatlarına % 100 güvence vermesi ve yurtdışı borçlanmalarına kefil olması, bankaların yurtdışından kısa vadeli borçlanma miktarlarının günden güne artmasına sebep olmuştur. Kurun önceden bilinebilmesi ve yüksek faiz ortamı kısa vadeli sermaye girişini arttırmıştır.

2000 yılının Kasım ayında piyasalarda baş gösteren likidite krizi, TCMB'nin piyasalara yeterli likidite sağlayamaması üzerine daha da derinleşmiş, kısa vadeli sermayenin Türkiye'den ayrılmak istemesine neden olmuş ve dolayısıyla 2001 Şubat krizinin doğmasına zemin hazırlamıştır.

1994 ve 2001 krizlerinin oluşumunu sağlayan ekonomik ortamların ortak özellikleri mevcuttur. Her iki dönemde de, döviz kurlarının sabit veya yönetimli dalgalanma içerisinde olmasına bağlı olarak enflasyon gecikmeli olarak düşme eğilimine girmiş, böylece TL aşırı değerlenmiş ve kazancı artan kısa vadeli sermaye Türkiye'ye girmeye başlamıştır. Ardından, yurtiçindeki banka ve şirketler döviz pozisyonları açmaya başlamışlardır. Ucuzlayan dövizin dış ticaret açıklarını arttırmasına rağmen; yurda gelen kısa vadeli sermaye ve dış borçlanmalar sayesinde bu açıklar kapanmıştır. Piyasalardaki döviz miktarının daha da artması kurlar üzerindeki baskıyı biraz daha arttırmış ve TL'nin değerlenme süreci devam etmiştir.

Bu noktada, kur fiyatları, mal fiyatları, döviz fiyatları ve enflasyon arasındaki dengesizliklerin, finansal krizlerin oluşumunda mutlaka etkili olduğu söylenebilmektedir.

2001 yılından sonra faiz çıpa olarak kullanılmış ve döviz dalgalanmaya bırakılmıştır. Faiz oranlarının enflasyon oranı üzerinde olması sağlanmış, ve böylece kısa vadeli sermaye Türk ekonomisine yeniden giriş yapmaya başlamıştır. Aynı dönemde, yerel bankalar ve işletmeler döviz pozisyonları açmaya başlamışlardır. Artan döviz arzı, yerli paranın baskı altında tutulmasına neden olmuştur. Dış ticaret açıkları artmaya devam etmiş ve bu açıklar yurtdışından giriş yapan sermaye ile kapatılmaya çalışılmıştır.

Günümüzde Türk ekonomisi, 1994 ve 2001 krizlerinin yaşandığı dönem ile kıyaslandığında daha sağlam ve istikrarlı görünmektedir. Bunun bir sonucu olarak, kısa vadeli sermaye girişlerinin yanı sıra, uzun vadeli yatırım yapmak amacıyla Türk ekonomisine giren sermaye de azımsanamayacak kadar yüksektir. Öyle ki, kısa ve uzun vadeli sermaye girişleri sayesinde, 2001 – 2006 döneminde Türk ekonomisi % 35’lik bir büyüme sergilemiştir. Ancak, tüm bu olumlu gelişmelerin üzerine gölge düşmeye başlamıştır

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere girişini hızlandıran faktörlerden biri, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının çok düşük düzeylerde olmasıdır. Hal böyle iken; son dönemde başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülkelerin faiz artırımına gitmeye başlamalarının, Euro Bölgesi ve Japonya’nın da faiz artımı sinyalleri vermelerinin, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türk ekonomisinde de kısa vadeli sermaye çıkışına neden olacağı beklenmektedir. Türkiye’de 2006 yılının Mayıs ayından itibaren görülen kısa vadeli sermaye çıkışı, özellikle gelişmiş ülkelerin faiz artırımlarının devam edeceğine dair beklentilerin yoğun olması ve sonbaharda gerçekleştirilmesi gereken yüklü dış borç ödemeleri nedeniyle, ülke dışına çıkabilecek sermayenin miktarına da bağlı olarak, Türkiye’nin yeni bir finansal krize girmesine neden olabilir.

KAYNAKÇA

- Agenor, Pierre-Richard: “Capital Inflows, External shocks, and the real exchange rate”, **International Journal of Money and Finance**, C:17, 1998, s. 713-740.
- Akdiş, Muhammet: **Global Finansal Sistem - Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul, Beta Yayınları, 2000.
- Akdiş, Muhammet: **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi**, (Çevrimiçi) <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>, 21 Ekim 2005.
- Akdiş, Muhammet: “Sermaye Hareketleri, Finansal Krizler ve Türkiye”, (Çevrimiçi) <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Nazilli1.ppt>, 06 Haziran 2006.
- Akıncı, Özge, v.d.: **Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Rate Interventions for the Turkish Economy: a Post-Crisis Period Analysis**, mimeo, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Departmanı, 2004.
- Ankara Sanayi Odası: **Asomedy**, Ocak 2002, (Çevrimiçi) <http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedy/ocak2002-ft.html>, 05 Haziran 2006.
- Aslund, Anders: **Russia’s Financial Crisis, Briefing on the Russian Economy**, Carnegie Endowment for International Peace, 08 Haziran 1998, (Çevrimiçi) <http://www.carnegieendowment.org>, 02 Mayıs 2005.

- Axford, Barrie: **The Global System: Economics, Politics and Culture**, New York, St. Martin Press, 1995.
- Balkan, Erol, Erinç Yeldan: **Peripheral Development under Financial Liberalization: the Turkish Experience**, (Çevrimiçi) http://www.hamilton.edu/academics/Econ/workpap/01_01.pdf, 09 Haziran 2005.
- Bank for International Settlements: **Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004**, Mart 2005, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>, 17 Mart 2005.
- Bolak, Mehmet: **Finans Mühendisliği Kavramlar ve Araçlar**, İstanbul, Beta Yayınları, Ekim 1998.
- Boratav, Korkut: **2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri**, Ağustos 2001, (Çevrimiçi) http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye, 09 Haziran 2005.
- Brown, Stephen, William N. Goetzmann, James Park: “Hedge Funds and The Asian Currency Crises of 1997”, **NBER Working Papers**, Working Paper No: 6427, Şubat 1998.
- Cross, Sam Y.: **The Foreign Exchange Market in the United States**, New York, Federal Reserve Bank of New York, 1998.
- Çağlar, Ünal: **Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul, ALFA Yayınevi, Ekim 2003.

- Çimenoglu, Ahmet,
Nurhan Yentürk: **Impacts of International Capital Inflows on the Turkish Economy**, 02 Ekim 2002, (Çevrimiçi)
http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye, 21 Ekim 2005..
- Dadush, Uri, Dipak
Dasgupta, Dilip Ratha: “The Role of Short-Term Debt in Recent Crises”, **Finance and Development**, C:37, No:4, Aralık 2000, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/12/index.htm>, 05 Haziran 2006.
- Devlet Planlama
Teşkilatı: **1980’den 1990’a Makroekonomik Politikalar, Türkiye Ekonomisindeki Gelişmelerin Analizi ve Bazı Değerlendirmeler**, 24 Temmuz 1990.
- Devlet Planlama
Teşkilatı Yıllık
Programlar ve
Koordinasyon Genel
Müdürlüğü: **Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri**, Ağustos 1998, (Çevrimiçi)
<http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html>, 03 Eylül 2005.
- Eğilmez, Mahfi, Ercan
Kumcu: **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, 1. bs., İstanbul, Om Yayınevi, 2002.
- Eğilmez, Mahfi, Ercan
Kumcu: **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, 7. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, 2004.
- Ertuna, Özer: “Türkiye Ekonomisi ve Gerekli Stratejiler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl:33, Sayı:5, Mayıs 1996, s. 16-21.

- Ertuna, Özer: **Türkiye Ekonomisinin Kayıp Yılları**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005.
- Forex.com Gain
Capital Group: (Çevrimiçi) http://forex.com/history_forex.html, 02 Haziran 2006.
- Fortisbank: **Makroskop Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu**, 17 – 23 Nisan 2006.
- Frankel, Jeffrey A.,
Chudozie Okongwu: “Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 5156, Haziran 1995.
- Frenkel, Michael,
Christian Pierdzioch,
Georg Stadtmann: “The Effects of Japanese Foreign Exchange Market Interventions on the Yen/U.S. Dollar Exchange Rate Volatility, **International Review of Economics and Finance**, C:14, No:1, 2005, s.27-39.
- Fry, Maxwell J.: **Money, Interest, and Banking in Economic Development**, 2. bs., Baltimore and London, The Johns Hopkins University Press, 1995.
- Guillermo, Ortiz: “Recent Emerging Market Crises - What have we learnt?”, **Per Jacobsson Lecture**, Basle, Switzerland, 07 Temmuz 2002, (Çevrimiçi) <http://www.perjacobsson.org/lectures/2002-ortiz.pdf>, 26 Mayıs 2006.

- Guimarães, Roberto F., “The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: the Cases of Mexico and Turkey”, **IMF Working Paper**, No:04/123, 2004.
- Cem Karacadağ:
- Gürler, Alper: **Türkiye’de Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği**, ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi, 06 – 09 Eylül 2003.
- IMF: **World Economic Outlook and International Capital Markets, Interim Assessment**, Aralık 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1298/pdf/file2.pdf>, 07 Eylül 2005.
- IMF: **World Economic Outlook Reports, Interim Assessment, Crisis in Asia: Reagional and Global Implications**, Aralık 1997, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1297/pdf/1297ch2.pdf>, 05 Haziran 2006.
- İlyas, Atilla İmraher: **Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No:1998-47, 1998.
- İyidiker, Hikmet, Yasemin Özüğurlu: **Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Reel Kesim Üzerindeki Etkileri**, (Çevrimiçi) <http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/6-2.doc>, 30 Mayıs 2005.
- Jeanneau, Serge, Marian Micu: “Volatility and Derivatives Turnover: A Tenuous Relationship”, **Bank of International Settlements Quarterly Review**, Mart 2003, s. 57-66.

- Kansu, Aydan: **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri: Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004.
- Kar, Muhsin, Mehmet Tunçer: “Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme: Teorik Görüşler, Ampirik Sonuçlar ve Yeni Gelişmeler”, **Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi**, C:17, No:3, Ekim 1999.
- Khan, Mohsin S., Carmen M. Reinhart: “Capital Flows in the APEC Region”, **IMF Occasional Paper**, No:122, 1995.
- Kidwell, David S., Richard L. Peterson: **Financial Institutions, Markets and Money**, 4. bs., Orlando, The Dryden Press, 1990.
- Kregel, Jan A.: “East Asia is not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations”, **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, No: 235, Mayıs 1998.
- Krugman, Paul: “Currency Crises”, **Krugman Home Page**, Ekim 1997, (Çevrimiçi) <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>.
- Mishkin, Frederic S.: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 5. bs., New York, Addison-Wesley Longman Inc., 1998.
- Mor, Hıdır: “Kriz ve Fırsatlar”, **Dış Ticarete Durum Dergisi**, Sayı:40, Aralık 1998, s.6-13.
- OECD: **Glossary of Statistical Terms**, 21 Mart 2003, (Çevrimiçi) <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=5868>, 18 Mayıs 2006.

- Önder, İzzettin: “Ekonomik Kriz”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Yıl:7, Sayı:41, Eylül-Ekim 2001, s. 45-55.
- Poon, Ser-Huang, Clive W. J. Granger: “Forecasting Volatility in Financial Markets: A Review”, **Journal of Economic Literature**, C:151, Haziran 2003, s.478-539.
- Radelet, Steven, Jeffrey D. Sachs: “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, 30 Mart 1998, (Çevrimiçi) http://pdf.dec.org/pdf_docs/pnacc340.pdf, 26 Mayıs 2006.
- Stiglitz, Joseph: “The Role of the Financial System in Development”, **Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean**, San Salvador, El Salvador, 29 Haziran 1998.
- Takatoshi, Ito: “Capital Flows in Asia”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper No:7134, 1999.
- Turagay, R.Tuna: “Brezilya’da Neler Oluyor?”, **Dünya Gazetesi**, 05 Şubat 1999 Cuma.
- Türkiye Bankalar Birliği: **BAT’s 40th Year Book**, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/english/40.htm>, 02 Mayıs 2005.
- Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı: İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi) <http://www.treasury.gov.tr/stat/egosterge>, 18 Haziran 2006.

Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı:	Ekonomik Göstergeler, Mali Piyasalar, (Çevrimiçi) http://www.treasury.gov.tr/stat/egosterge/VIII-MaliPiyasalar/VIII_3_1.xls , 17 Haziran 2006.
Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı:	Kamu Borç Yönetimi Raporu , Mayıs 2006.
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:	Duyurular, Basın Duyuruları , 11 Haziran 2002, (Çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-61.htm , 26 Haziran 2006.
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:	Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası , Aralık 2005, (Çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr , 01 Haziran 2006.
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:	The Impact of Globalization on Turkish Economy , Haziran 2002, (Çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/global.pdf , 13 Eylül 2005.
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:	Veriler, İstatistiki Veriler, Kurlar – Döviz Kurları, (Çevrimiçi) http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html , 07 Haziran 2006.
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:	Veriler, Piyasa Verileri, Bankaların Türk Lirası Karşılığı Döviz İşlem Hacimleri, (Çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr , 02 Haziran 2006.

- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası: Veriler, Piyasa Verileri, TL Karşılığı Döviz Alım-Satım Müdahaleleri, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 26 Haziran 2006.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası: Yıllık Tüfe ve Hedefler, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 15 Haziran 2006.
- Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü: **Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler**, Haziran 2006.
- Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü: **Enflasyon**, Mayıs 2006.
- TÜSİAD: **Konjonktür Değerlendirme**, Sayı 12, Nisan 2006.
- Uludağ, İlhan: “1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1”, **İ.T.O. Gazetesi**, 16 Ekim 1998.
- Uysal, Mehmet: “Londra Döviz Piyasası”, **Hazine Dergisi**, Sayı: 9, Ocak 1998, (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/makaleler/muysal.pdf>, 02 Haziran 2006.
- Uzunoğlu, Sadi: **Para ve Döviz Piyasaları**, 2. bs., İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2003.

Williams, Peter: **The Foreign Exchange and Over-the-Counter Derivatives Markets in the United Kingdom**, Kış 2004, (Çevrimiçi) <http://www.bankofengland.co.uk/publications>, 09 Nisan 2005.

Yıldırım, Sevdil D. (Çolakoglu): **Establishment and Design of a Financial Futures-Options Market in Turkey**, Ankara, Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu, 1997.

EK 1: AYLİK DÖVİZ VOLATİLİTESİ DEĞERLERİNİN HESAPLANMA YÖNTEMİ

Üçüncü bölümde bulunan **Tablo 13**'te yer alan *Türk Döviz Piyasasında Aylık Volatilite Değerleri*'nin nasıl bulunduğu **Ek 1**'de, 2001 yılının Ocak ayı verileri kullanılarak hesaplanacaktır. **Tablo 13**'te bulunan Ocak 2001-Mayıs 2006 dönemleri arasındaki diğer aylık volatilite rakamları da yine aynı yolla hesaplanmaktadır.

Tablo 19 : 2001 Yılı Ocak Ayı TCMB Kapanış Kurları

Tarih	Dolar Kapanış	Euro Kapanış	Sepet Kapanış
02 Ocak	666.774	628.301	1.150.566
03 Ocak	663.827	632.561	1.150.899
04 Ocak	666.535	629.476	1.151.231
05 Ocak	663.739	633.539	1.151.564
08 Ocak	665.881	632.054	1.152.563
09 Ocak	668.482	629.108	1.152.895
10 Ocak	668.765	629.174	1.153.229
11 Ocak	665.689	633.603	1.153.563
12 Ocak	665.497	634.285	1.153.897
16 Ocak	669.776	630.460	1.155.230
17 Ocak	670.539	629.904	1.155.565
18 Ocak	670.193	630.786	1.155.898
19 Ocak	670.836	630.385	1.156.232
22 Ocak	674.946	626.350	1.157.235
23 Ocak	672.612	632.053	1.159.293
24 Ocak	675.064	627.067	1.157.906
25 Ocak	679.253	622.060	1.158.239
26 Ocak	677.248	625.100	1.158.575
29 Ocak	678.813	624.372	1.159.580
30 Ocak	679.162	624.354	1.159.914
31 Ocak	676.431	628.337	1.160.250

Kaynak: TCMB, Veriler, İstatistiki Veriler, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 05 Haziran 2006.

Tablo 19'da, 2001 yılı Ocak ayı TCMB kapanış kurları yer almaktadır. Sepet kur değerlerine, dolar ve euro kurları alındıktan sonra, TCMB'nin *sepet kur* olarak belirlediği 1 USD+0,77 Euro toplamı hesap edilerek ulaşılmıştır.

Tablo 20 : Döviz Kurlarının Günlük Değişim Oranları

Tarih	Dolar Günlük Değişim Oranı	Euro Günlük Değişim Oran	Sepet Kur Günlük Değişim Oranı
02 Ocak	1	1	1
03 Ocak	0,995580212	1,006779564	1,000289334
04 Ocak	1,004079376	0,995122849	1,000288885
05 Ocak	0,995805172	1,00645493	1,000288978
08 Ocak	1,003227172	0,997656607	1,000867372
09 Ocak	1,003906103	0,995339269	1,000288667
10 Ocak	1,000423347	1,000104436	1,00028935
11 Ocak	0,995400477	1,007038875	1,000289693
12 Ocak	0,999711577	1,001077016	1,000289059
16 Ocak	1,006429781	0,993969524	1,001155838
17 Ocak	1,001139187	0,999118402	1,000290007
18 Ocak	0,999483997	1,001399125	1,000287835
19 Ocak	1,000959425	0,999364186	1,00028911
22 Ocak	1,006126684	0,99359962	1,000867715
23 Ocak	0,996541946	1,009106106	1,001778185
24 Ocak	1,00364549	0,992110562	0,998803028
25 Ocak	1,006205338	0,992015123	1,00028808
26 Ocak	0,997048228	1,004887	1,000289927
29 Ocak	1,002310823	0,998835856	1,000867157
30 Ocak	1,000514133	0,999970257	1,00028864
31 Ocak	0,995978868	1,006379605	1,000289685

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 19'da verilen dolar, euro ve sepet kurun kapanış fiyatlarının, bir önceki güne göre ne kadar değiştiğini gösteren veriler **Tablo 20**'de yer almaktadır. 02 Ocak 2002 tarihi, çalışmanın yapılmaya başlandığı ilk gün olduğu için 1 olarak kabul edilmiştir. Örneğin, 03 Ocak 2002 tarihinde, dolar kaleminde görülen 0,995580212 rakamı, 03 Ocak tarihindeki dolar kurunun, 02 Ocak tarihindeki dolar kuruna bölünmesi yoluyla bulunmuştur.

Tablo 19 yardımıyla **Tablo 20**'de yer alan döviz kurları arasındaki günlük değişim oranları bulunduktan sonra, aylık döviz volatilitésinin hesaplanmasında gerekli olacak *standart sapma* ve *ortalama kur* kelimeleri sırasıyla bulunmalıdır. Buna göre, **Tablo 20**'de yer alan döviz kuru günlük değişimlerinin standart sapmaları;

- dolar için 0,0374
- euro için 0,0054
- sepet kur için 0,0005

ortalamları ise;

- dolar için 1,000726
- euro için 1,000016
- sepet kur için 0,000419

olarak hesaplanmıştır.

Tüm bu hesaplamalarda sonra, aylık döviz volatilités, standart sapmanın ortalama kura bölümü yoluyla bulunabilir. Sonuç olarak, Ocak 2001 ayına ait volatilité değerleri, dolar için % 0,37, euro için % 0,54 ve sepet kur için % 0,06 olarak hesaplanmıştır.