

**TÜRKİYE’DE KRİZLERİN NEDENİ
OLARAK ULUSLARARASI SERMAYE
HAREKETLERİ VE ÜLKE RİSKİ**

Fatma ÇİÇEK
Yüksek Lisans Tezi
Danışman: Doç. Dr. Mehmet Emre GÖRGÜLÜ
Kasım, 2020
Afyonkarahisar

T.C.
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE’DE KRİZLERİN NEDENİ OLARAK
ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ
VE ÜLKE RİSKİ

Hazırlayan
Fatma ÇİÇEK

Danışman
Doç. Dr. Mehmet Emre GÖRGÜLÜ

AFYONKARAHİSAR 2020

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Türkiye’de Krizlerin Nedeni Olarak Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Ülke Riski**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’ da gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

30/11/2020

İmza

Fatma ÇİÇEK

T.C.
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ENSTİTÜ ONAYI

Öğrencinin	Adı- Soyadı	Fatma ÇİÇEK
	Numarası	170655106
	Anabilim Dalı	İktisat
	Programı	İktisat
	Program Düzeyi	<input checked="" type="checkbox"/> Yüksek Lisans <input type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/> Sanatta Yeterlik
Tezin Başlığı	Türkiye’de Krizlerin Nedeni Olarak Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Ülke Riski	
Tez Savunma Sınav Tarihi	30.11.2020	
Tez Savunma Sınav Saati	14:00	

Yukarıda bilgileri verilen öğrenciye ait tez, Afyon Kocatepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği’nin ilgili maddeleri uyarınca jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek oy birliği – oy çokluğu ile kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Elbeyi PELİT
MÜDÜR

ÖZET

TÜRKİYE'DE KRİZLERİN NEDENİ OLARAK ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE ÜLKE RİSKİ

Fatma ÇİÇEK

AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Kasım, 2020

Danışman: Doç. Dr. Mehmet Emre GÖRGÜLÜ

1980'li yıllar itibariyle başlayan finansal serbestleşme ülkelerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmek için dış kaynaklara ihtiyaç duyması, kendi sermayelerini diğer ülkelerde daha karlı yatırımlara yönlendirmek istemeleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin aynı kanaatte olması bu sürece hız kazandırmıştır. Serbestleşme sürecinin olumlu ve olumsuz birçok sonucu olmuştur. Serbestleşme sürecinde ve sonrasında yaşananlar akademik çalışmalara konu olmuştur. Çalışmanın amacı Türkiye'de yaşanan krizlere doğrudan yabancı yatırımların ve ülke riskinin neden olup olmadığının araştırılmasıdır. Birinci bölümde kriz tanımı, çeşitleri iktisadi kuramlar çerçevesinde incelenmektedir. Finansal krizlerin nedenleri, alınabilecek önlemler, krizlerin sınıflandırılması ve finansal kriz modelleri araştırılmış olup Türkiye'de ve Dünya'da yaşanan krizlere değinilmiştir. İkinci bölümde genel manadaki risk tanımını ile risk çeşitlerine, ülke riski kavramına, önemine, tarihsel gelişimine, ülke riskinin kaynaklarına, ülke riskini belirleyen faktörlere, ülke riskinin ölçülmesinde kullanılacak metotlara ve bu riski ölçen kuruluşlara yer verilmiştir. Daha sonra ülke riskinin sonuçlarına ve ülke riski ile ilgili literatüre yer verilmiştir. Üçüncü bölümde döviz kuru oranı, ticari dışa açıklık, işsizlik oranı ve yolsuzluk algı endeksinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda, Türkiye'ye yönelen doğrudan yabancı yatırımların seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi, 1995-2017 dönemini kapsayan yıllık veriler kullanılarak çoklu doğrusal regresyon analizi ile araştırılmıştır. Dördüncü bölümde doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, finansal risk, ekonomik risk, reel döviz kuru, işsizlik oranı ve toplam rezervlerin Türkiye'de yaşanan krizleri açıklayıcılığı araştırılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda, Türkiye'de yaşanan krizlerin seçilmiş makroekonomik değişkenler tarafından etkilenip etkilenmediği, 2002-2015 yılları arasındaki döneme ilişkin aylık veriler kullanılarak, Probit analizi ile araştırılmıştır. Değişkenlere ait marjinal etkiler analizi de yapılmıştır. Probit model sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımlar, ekonomik risk, portföy yatırımları, diğer yatırımları, finansal risk, döviz kuru ve uluslararası rezerv değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Buna karşılık işsizlik oranı değişkeni anlamlı ve önemli olarak elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Çoklu regresyon analizi, kriz, Probit analizi, uluslararası sermaye hareketleri, ülke riski.

ABSTRACT

INTERNATIONAL CAPITAL MOVEMENTS AND COUNTRY RISK AS THE REASON OF CRISES IN TURKEY

Fatma ÇİÇEK

AFYON KOCATEPE UNIVERSITY
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT OF ECONOMICS

November, 2020

Advisor: Assoc. Prof. Dr. Mehmet Emre GÖRGÜLÜ

The financial liberalization which started in the 1980's has speeded up the process for the need for foreign resources by the countries in order to realize their economic progress, the motive to direct their capital to more profitable investment fields, and the consensus on these issues in both developed and developing countries. There has been a number of positive and negative consequences of this process. These effects occupy a large place in the academic literature. The aim of this thesis is to investigate whether foreign direct investment and country risk (financial and economic risks), real exchange rates, unemployment rates and total reserves might be the reasons of the crises in Turkey. In the first chapter, definitions and types of crisis will be explained within the framework of economic theories. The reasons of financial crisis, measures to be taken, classification of crisis, models of crisis in Turkey and in the World will be evaluated in this chapter. In the second part, definitions and types of risk and country risk; historical evolution and importance of risk and country risk; sources and factors of country risk; methods and institutions to measure country risk will be stated; and literature survey has been made to clarify the country risk and its consequences. In the third section, it has been studied that whether exchange rate, trade openness, unemployment rate and corruption perception index have a direct effect on the foreign direct investment. In this respect, the impact of inflows of foreign direct investment on selected macroeconomic indicators, by using the annual data between 1995-2017 and the multiple linear regression method, has been analyzed. In the fourth chapter, foreign direct investment, portfolio investment, other types of investment, financial risk, economic risk, real exchange rate, unemployment rate and total reserves have been investigated as the possible reasons of crises in Turkey. In line with the aim of the thesis, it has been analysed that whether the crises in Turkey have been affected by the macroeconomic variables, by using Probit analysis and the monthly data for the period between 2002-2015. The analysis of marginal effects of the variables have also been made. According to the Probit model results, foreign direct investment, portfolio investment, other types of investments, financial risks, exchange rate variables and international reserve variables have been proven statistically insignificant. On the other hand, unemployment rate is found to be significant and important.

Keywords: Multiple regression analysis, crisis, Probit analysis. international capital movements, country risk.

ÖN SÖZ

Yüksek lisans eğitimim boyunca yardım ve katkılarını esirgemeyen tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Mehmet Emre GÖRGÜLÜ'ye, değerli katkılarından dolayı saygı değer Prof. Dr. Erdal DEMİRHAN'a, üniversite öğrenimine başladığım ilk andan itibaren örnek aldığım Dr. Öğr. Üyesi Ayşe ERGİN ÜNAL'a, beni bu süreçte yalnız bırakmayan ve ismini saymadığım değerli hocalarıma çok teşekkür ederim.

Bana maddi ve manevi desteğini hiçbir zaman egirsemeven Perihan DERİN'e ve çok kıymetli arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

Tüm hayatım boyunca, her koşulda yanımda olan, benden desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen çok kıymetli annem Sevgi ÇİÇEK'e, babam Kerim ÇİÇEK'e ve kardeşlerim Büşra ÇİÇEK ve Burcu DORUK'a sonsuz teşekkür ederim.

Fatma ÇİÇEK
2020, Afyonkarahisar

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
YEMİN METNİ.....	ii
ENSTİTÜ ONAYI	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
ÖN SÖZ	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLERE KURAMSAL YAKLAŞIM

1. EKONOMİK KRİZLERİN TANIMI, ÖNEMİ VE ÇEŞİTLERİ	3
1.1. İKTİSADİ KURAMLAR ÇERÇEVESİNDE KRİZ.....	6
1.1.1. Klasik Okulda Kriz.....	6
1.1.2. Yeni-Klasik Okul.....	7
1.1.3. Monetarist Yaklaşım (Parasalcılık).....	7
1.1.4. Marksist Yaklaşımında Kriz	8
1.1.5. Neo Klasik Yaklaşımında Kriz.....	8
1.1.6. Keynesçi Yaklaşımında Kriz	9
1.1.7. Yeni Keynesçi Krizler	10
1.1.8. Post-Keynesyenci Krizler.....	11
2. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ	12
3. KRİZLERE KARŞI ALINABİLECEK ÖNLEMLER.....	14
4. KRİZLERİN SINIFLANDIRILMASI	15
4.1. REEL SEKTÖR KRİZLERİ	16
4.1.1. Mal ve Hizmet Piyasalarında Görülen Krizler.....	16
4.2. FİNANSAL KRİZLER	18
5. FİNANSAL KRİZ KURAMLARI.....	22
5.1 BİRİNCİ KUŞAK KRİZ MODELİ.....	23
5.2. İKİNCİ KUŞAK KRİZ MODELİ	25
5.3. ÜÇÜNCÜ KUŞAK KRİZ MODELİ.....	27
5.4. DÖRDÜNCÜ KUŞAK KRİZ MODELİ.....	29
6. KÜRESELLEŞME VE 1990 SONRASI YAŞANAN KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLEŞİMİ	30
6.1. DÜNYADA YAŞANAN EKONOMİK KRİZLER.....	31
6.1.1. 1929 Ekonomik Kriz	31
6.1.2. 1973 Petrol Krizi.....	32
6.1.3. Latin Amerika Krizi (Tekila Krizi).....	33
6.1.4. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM)Krizi.....	34
6.1.5. 1994 Meksika Krizi	35
6.1.6. 1995 Arjantin Krizi.....	38
6.1.7. 1997 Güney Doğu Asya Krizi.....	39
6.1.8. 1998 Rusya Krizi.....	41
6.1.9. 2001 Arjantin Krizi	42
6.1.10. 2008 Mortgage Krizi	45
6.2. TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER.....	47

6.2.1. 1994 Krizi	47
6.2.2. Kasım 2000 Krizi	48
6.2.3. Şubat 2001 Krizi	48

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

1. RİSK KAVRAMI	50
1.1. SİSTEMATİK, SİSTEMATİK OLMAYAN VE SİSTEMİK RİSK	50
1.1.1. Sistematik Risk.....	50
1.1.2. Sistematik Olmayan Risk	54
1.1.3. Sistemik Risk	55
2. ÜLKE RİSKİ KAVRAMI, ÖNEMİ VE TARİHSEL GELİŞİMİ	56
3. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI	57
3.1. İÇSEL KAYNAKLAR.....	58
3.2. DIŞSAL KAYNAKLAR.....	58
4. ÜLKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER	59
4.1. EKONOMİK FAKTÖRLER.....	59
4.2. POLİTİK FAKTÖRLER	59
4.3. SOSYAL FAKTÖRLER	59
5. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ İÇİN KULLANILAN METODLAR	60
5.1. KALİTATİF METOD	60
5.1.1. Tam Kalitatif Metod	60
5.1.2. Yapısal Kalitatif Metod.....	60
5.2. KONTROL LİSTESİ (CHECKLIST) YÖNTEMİ	61
5.3. MAKROEKONOMİK MODELLER.....	61
5.3.1. Makro Ekonomik Likidite Oranı (MELO)	61
5.3.2. Makro Ekonomik Finansman Oranı (MEFO).....	62
5.4. KANTİTATİF METODLAR	63
5.4.1. Diskriminant Analizi.....	63
5.4.2. Logit ve Probit Analizi	64
5.4.3. Temel Bileşenler Analizi	64
5.5. TÜRK EXİMBANK'TA UYGULANAN ÜLKE RİSKİ ANALİZİ YÖNTEMİ... 65	
5.6. TOBİT MODELLERİ	67
5.7. YAPAY SİNİR AĞLARI.....	68
5.8. MULTİMOORA YÖNTEMİ	68
6. ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇEN KURUMLAR VE DERECELENDİRME	
KURULUŞLARI	69
6.1. STANDART AND POOR'S RATING GROUP	69
6.2. MOODY'S INVESTOR SERVICES	73
6.3. FİTCH İBRA D&P.....	75
6.4. INTERNATIONAL COUNTRY RİSK GÜİDE (ICRG).....	76
6.4.1. Politik Risk Derecelendirmesi.....	77
6.4.2. Ekonomik Risk Derecelendirmesi.....	78
6.4.3. Finansal Risk Derecelendirmesi	79
6.4.4. Bileşik Risk Derecelendirmesi	80
6.5. BUSINESS ENVİRONMENT RİSK INFORMATION S.A. (BERI).....	81
6.6. INSTITÜTİONAL INVESTOR	82
6.7. EUROMONEY.....	83
6.8. ECONOMİST INTELLİGENCE UNİT (EIU)	84

7. ÜLKE RİSKİNİN SONUÇLARI	85
8. ÜLKE RİSKİ İLE İLGİLİ LİTERATÜR.....	85

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ: KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, ÖNEMİ VE ÇEŞİTLERİ	90
1.1. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI.....	91
1.2. PORTFÖY YATIRIMLARI	95
1.3. DİĞER YATIRIMLAR.....	96
1.3.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	96
1.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	97
2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHSEL GELİŞİM .	97
3. SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ	103
3.1. İÇSEL FAKTÖRLER	103
3.2. DIŞSAL FAKTÖRLER.....	106
4. SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ	107
4.1. LİTERATÜR.....	108
4.2. EKONOMETRİK ANALİZ	114
4.2.1. Analiz Sonuçları.....	115
4.3. SERMAYE HAREKETLERİ VE İŞSİZLİK	119
4.4. SERMAYE HAREKETLERİ VE TİCARİ DIŞA AÇIKLIK	120
4.5. SERMAYE HAREKETLERİ VE YOLSUZLUK ALGI ENDEKSİ.....	121
4.6. SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU	122

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KRİZLERİN NEDENİ OLARAK ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE ÜLKE RİSKİ İLE İLGİLİ MODEL ÇALIŞMASI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

1. EKONOMETRİK YÖNTEM.....	125
1.1. ZAMAN SERİLERİNDE DURAĞANLIK	125
1.1.1. Birim Kök Testleri.....	126
1.1.1.1. Dickey – Fuller (DF) Birim Kök Testi	126
1.1.1.2. Çoğaltılmış Dickey Fuller Birim Kök Testi (ADF).....	127
1.1.1.3. Phillips – Perron Birim Kök Testi	128
2. YAPAY DEĞİŞKENLİ MODELLER	128
2.1. PROBİT ANALİZİ.....	129
2.1.1. Probit Model İçin Marjinal Etkiler Analizi	130
3. LİTERATÜR	130
4. VERİ SETİ VE YÖNTEM	136
4.1. VERİ SETİ	136
4.2. YÖNTEM	140
5. UYGULAMA SONUÇLAR.....	140
5.1. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI	140
5.2. LOGİT ANALİZİ SONUÇLAR	142

SONUÇ	145
KAYNAKÇA.....	148
ÖZGEÇMİŞ	160

TABLULAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. Türk Eximbank’ın Ülke Riski Limitleri	66
Tablo 2. Eximbank Ülke Risk Primi Hesaplaması	66
Tablo 3. Standart and Poor’s Rating Group Uzun Vadeli Kredi Notları	71
Tablo 4. Standart and Poor’s Rating Group Kısa Vadeli Kredi Notları	72
Tablo 5. Moody’s Investor Services Kısa Vadeli Kredi Notları.....	74
Tablo 6. Moody’s Investor Services Uzun Vadeli Kredi Notları	74
Tablo 7. Fitch IBRA D&P Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları	75
Tablo 8. Fitch IBRA D&P Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları.....	76
Tablo 9. ICRG Politik Risk Bileşenleri	78
Tablo 10. ICRG Ekonomik Risk Bileşenleri	79
Tablo 11. ICRG Finansal Risk Bileşenleri	80
Tablo 12. ICRG Bileşik Risk Bileşenleri.....	81
Tablo 13. Euromoney Ülke Riski Kategorileri	83
Tablo 14. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri.....	94
Tablo 15. ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	115
Tablo 16. PP Birim Kök Testi Sonuçları	116
Tablo 17. Normallik, Otokorelasyon ve Değişen Varyans Testi Sonuçları.....	116
Tablo 18. Çoklu Regresyon Analizi Sonuç Tablosu.....	116
Tablo 19. Çoklu Doğrusal Bağlantı	117
Tablo 20. Otokorelasyon.....	118
Tablo 21. Değişen Varyans.....	118
Tablo 22. ADF Birim Kök Test İstatistiği Sonuçları	141
Tablo 23. PP Birim Kök Test İstatistiği Sonuçları	142
Tablo 24. Probit Analizi Sonuçları	143
Tablo 25. Probit Tahmini Sonrası Marjinal Etkiler	143
Tablo 26. Probit Model Sınıflandırma Tablosu Sonuçları.....	144

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

- ABD:** Amerika Birleşik Devletleri
Akt.: Aktarıldı
BERI: Business Environment Risk Information S.A.
CPI: Tüketici Fiyat İndeksi
DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
FED: Merkez Bankaları Sistemi
GATT: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GSMH: Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
ICRG: Uluslararası Ülke Risk Rehberi
IMF: Uluslararası Para Fonu
IMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MBÖNCÜ-SÜE: Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi
MENA: Ortadoğu ve Kuzey Afrika
OAPEC: Petrol İhraç Eden Arap Ülkeler Birliği
OPEC: Petrol İhraç Eden Ülkeleri Birliği
SEC: ABD Sermaye Piyasası Kurulu
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK: Türk Dil Kurumu
TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
UNCTAD: Uluslararası Şeffaflık Örgütü
Vd.: Ve diğerleri
YASED: Uluslararası Yatırımcılar Derneği

GİRİŞ

Liberalleşme gelişmiş ülkelerde 1970'li yıllarda, gelişmekte olan ülkelerde 1980'li yıllarda yaygınlaşan liberalleşme uygulamaları ile başlamış, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile sonuçlanmıştır. Büyüme ve kalkınmalarını gerçekleştirmek isteyen gelişmekte olan ülkeler dış kaynaklara ihtiyaç duymuşlar ve sermayelerini karlı alanlara yöneltmek isteyen tasarruf sahipleri finansal serbestleşmenin hızlanmasını sağlamıştır. Kaynakların ülkeler arasında serbestçe dolaşabilmeleri sonucunda bazı riskler ortaya çıkmıştır. Bu riski bertaraf edebilmek için derecelendirme kuruluşlarınca bazı yöntemler geliştirilmeye çalışılmıştır. Değişen ve gelişen bu sistemle beraber sermaye hareketlerinin ve ülke riskinin krizler ile olan ilişkisinin oldukça önemli olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'de sermaye hareketleri tamamen serbest bırakıldığında uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomi üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri gözlenmiştir. Olumsuz etkisi olarak krizlere neden olması hususu bir ilişkinin olup olmadığı sorusunu akla getirmiş ve eğer ilişki varsa yönünün ne olduğu konusunda merak uyandırmıştır. Bu bağlamda konunun araştırılmasını hem gerekli hem de çekici kılmaktadır. Yatırımcıların yatırım kararları üzerindeki etkisi göz ardı edilemeyecek olan ülke riskinin, uluslararası sermaye hareketlerinin krizlere neden olup olmadığını ekonometrik yöntemlerle ölçülmesi ve hangi ülke riski faktörlerinden hangisinin daha etkili olduğu sorularına akla getirmektedir.

Bu tez çalışması dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde ekonomik krizlerin tanımı, önemi ve çeşitlerine yer verilecektir. İktisadi kuramlar çerçevesinde kriz kavramı incelenmiştir. Finansal krizlerin nedenleri, alınabilecek önlemler, krizlerin sınıflandırılması, finansal kriz modelleri araştırılmış olup Dünya'da ve Türkiye'de yaşanan krizlerin bazılarına değinilmiştir.

İkinci bölümde sırasıyla genel manadaki risk tanımına ve çeşitlerine, ülke riski kavramına, önemine ve tarihsel gelişimine, ülke riskinin kaynaklarına, ülke riskini belirleyen faktörlere, ülke riskinin ölçülmesinde kullanılacak metotlara ve bu riski ölçen kuruluşlara yer verilmiştir. Daha sonra ülke riskinin sonuçlarına ve ülke riski ile ilgili literatüre yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde uluslararası sermaye hareketlerinin tanımına, önemine, çeşitlerine, tarihsel gelişimine, sermaye hareketlerinin nedenlerine yer verilmiş ve

araştırılmıştır. DYY'ın, portföy yatırımları ve diğer yatırımlara göre uzun vadeli ve büyük hacimli olması gerçeğinden yola çıkılarak, ticari dışa açıklık, işsizlik oranı, döviz kuru ve yolsuzluk verilerinin DYY'ler üzerindeki etkisine ilişkin ön analiz yapılmıştır. Bu analiz Türkiye ekonomisinde 1995- 2017 dönemine ilişkin yıllık veriler yardımıyla araştırılmıştır. Krizlerin nedenine ilişkin asıl modele dördüncü bölümde yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde krizlerin nedenini açıklamada kullanılacak ekonometrik yöntem, bu konuda yapılmış çalışmalar, çalışmanın verileri ve yöntemi açıklanmıştır. Bu çalışmada uluslararası sermaye hareketleri ve ülke riski Türkiye ekonomisi bazında incelenecektir. Dolayısıyla diğer ekonomiler açısından analizlere yer verilmeyecektir. Çalışmada ampirik analizlere yer verilmesi planlanmaktadır. Son olarak krizlerin nedeni olarak; DYY, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar, ICRG'den alınan ekonomik ve finansal risk, reel döviz kuru, işsizlik oranı ve toplam rezervler ile ilgili bir model çalışması yapılmış olup elde edilen sonuçların değerlendirilmesine yer verilmiştir. Bu bağlamda Türkiye'de 2002:Ocak-2015:Aralık dönemini kapsayan aylık verilerden yararlanılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLERE KURAMSAL YAKLAŞIM

1. EKONOMİK KRİZLERİN TANIMI, ÖNEMİ VE ÇEŞİTLERİ

Kriz kelimesi etimolojik olarak incelendiğinde Yunanca’ da “krit” ve “krisis” kelimeleriyle bağlantılı olarak “yargı, hüküm, hastalığın dönüm noktası” anlamında, Yunanca “krino” kelimesiyle bağlantılı olarak “ayırma, yargılamak” anlamlarına gelmektedir. Fransızca anlamı olarak, “crise” kelimesiyle bağlantılı olarak “buhran” anlamına gelmektedir (Sözlerin Soyağacı, bt).

Kriz disiplinler arası öneme sahiptir. Kriz ekonomi biliminin yanında tıp, politika, psikoloji alanında da tanımlanmıştır. Sağlık alanında hastalık, sağlık durumunda kötüye gidişin dönüm noktası olarak tanımlanmaktadır. Türk Dil Kurumu sözlüğündeki ekonomide kullanılan anlamları belirli bir ülke veya ülkeler arasında, belirli bir toplum ya da şirketlerin karşı karşıya kaldıkları güç dönem, bunalımdır. Ve bu tezde bu anlamına değinilecektir. Tıp bilminde ise belirli bir uzuvda idiyomatik bir şekilde ortaya çıkan bozukluk olarak tanımlanmaktadır (TDK, 2019).

Kriz denildiğinde aklımıza küresel kriz, ekonomik kriz, finansal kriz, siyasi kriz gibi kavramlar gelir. İktisadi açıdan kriz tanımının yapılması kolay olmayacaktır. Bu yüzden yazında iktisatçıların krizi nasıl tanımladığı incelenecektir. Ekonominin makroekonomik değişkenlerdeki ani değişimler, politik istikrarsızlıklardan dolayı içinde bulunduğu güç durumu ifade etmektedir (Kayarkaya, 2006). Hiperenflasyon bir kriz olarak nitelendirilmektedir. Enflasyon devlet, bireyler ve firmalar açısından sorun teşkil eder ancak kriz değildir (Şen ve Aktan, 2001: 2).

Mishkin’e göre finansal kriz, yüksek getirili ve verimli yatırım fırsatları olan piyasalardaki bozulmalar, asimetrik bilgidan kaynaklanan bozulmalar sonucunda elde bulundurulmuş fonların gerekli yerlere aktarılamaması ve ortaya çıkan bozulmaların nedeni olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 1992’den akt. Avcı ve Altay, 2013: 48).

1700’lü yıllardan günümüze kriz kavramı incelenecektir. 1700 ve 1800’lerde dönem gözlemcileri tarafından yaşanan krizlerin nedeninin ülke içindeki faktörlerden kaynaklandığı vurgulanmıştır. Fakat 18. Yüzyılda ülkeler arası entegrasyonun artması ile 19. yüzyılda da demiryolları ve deniz yollarının keşfi ile kıtalar arası ulaşımın sağlanmasıyla ticaret yapılabilecek pazarlar genişlemiş ve ekonomide kırılganlıklar artmıştır (Akbaş, 2016).

Kriz tarihine kısaca bir göz atacak olursak İngiltere’de 1825 tarihinde başlayarak 1831’de yeniden canlanma dönemine giren önemli bayındırlık faaliyetlerinin, İngiliz yatırımcıların yanlış yatırım politikaları sonucu ve demiryolu inşasının başlangıcı ile Latin Amerika’ya yapılan yatırımlarda spekülasyonun ve üretim fazlası verilmesi sonucu ortaya çıkmıştır. Üretim fazlası verilmesi krizin niteliğinin borsa krizi olarak anılmasına sebep olmuştur. Bu kriz döneminde fiyat düşüşleri ve işçi ayaklanmaları yaşanmıştır.

İngiltere’de 1836–1843 yılları arasında mali spekülasyonlar nedeniyle demir-çelik, demir yollarının inşasında, kanalların yapımında ve taşkömürü sektöründe genişleyen kriz mali nitelikli olup, kapitalizme karşı çıkan toplumsal çatışmalara neden olmuştur. İngiltere’de 1847-1852 yılları arasında demir yolu yapımında ve tekstil sanayinde yaşanan sorunlardan dolayı bir kriz yaşanmıştır. Ve bu krizin niteliği kambiyo krizidir. Kriz ABD ve Fransa’ya da sıçramış ve İngiltere Merkez Bankası, yaşanan krizle beraber Sterlin’in konvertibilitesini geçici olarak askıya almıştır. Bu kriz, bankacılık sektöründe panik ortamı yaratmış ve Fransa’da siyasal krize sebep olmuştur.

Avustralya ve ABD’de 1857-1858 yıllarında altın üretiminden kaynaklı kriz çıkmıştır. Yani krize parasal faktörler sebep olmuştur. Ve krizin niteliği borsa krizidir. İngiltere’de 1866-1869 döneminde ABD’de yaşanan Kuzey-Güney Savaşının yaşanması, pamuk kıtlığı çekilmesi, ABD ve İngiltere’deki demiryolu inşaatına büyük paralar bağlanması ve kredi kullanılan bankanın batması kriz ile sonuçlanmıştır. Diğer Avrupa ülkelerinde zincirleme olarak banka iflaslarına neden olduğu için krizin niteliği bankacılık krizidir.

Almanya ve Avusturya’da 1873-1878 döneminde demir yolu inşasında yaşanan spekülasyonların sonucu olarak ortaya çıkan krizlerin ülke değiştirmesidir. Yaşanan kriz Berlin, Viyana ve New York borsalarının çöküşünü hazırlamış, işçilerin başkaldırması ve bunalım kaçınılmaz son olmuştur. 1882-1886 döneminde Fransa’da borsa krizi yaşanmış ve nedeni Fransa ekonomisinin ilerlemesi olarak gösterilmiştir.

1890- 1895 yıllarında yine İngiltere’de sanayide yoğunlaşmanın yaşanması, İngiltere ve Fransa’nın yurtdışı yatırımlarının artırması, ABD’de güçlü bir yeniden canlanmanın yaşanması krize neden olmuştur. Kriz niteliği, İngiltere’de ‘Baring Krizi’, ABD’de 1893’te başlayan gecikmiş faiz ve sanayide güçlü yoğunlaşma hareketleri

(tröst) olarak tanımlanmakta olup kriz işçi ayaklanmalarına neden olmuştur (Rosier, 1991).

1900 yılında Rusya’da yaşanan hızlı sanayileşme, otonom yatırımların milli gelirden meydana getireceği artışlardan veya azalışlardan kaynaklanan gelir artışları veya azalışları olarak bilinen çarpan etkisini ve uyarılmış yatırımlardaki bir artışın milli gelir üzerindeki etkisini hızlandıran etkisi ifade eder. Bu etkilere sonucunda ülke ekonomisinde dalgalanmalar yaşanmıştır. Krizin yarattığı yıkım Güney Afrika’dan gelen altınlar sayesinde enflasyonun düşmesiyle giderilmiştir (Şen ve Aktan, 2001: 5-6).

1929 Büyük Buhranı, Amerika ve Avrupa merkezli bir kriz olarak patlak vermesine rağmen etkileri 1930’larda sanayileşmiş ülkelerde ve dünyada yıkıcı etkiler meydana getirmiştir. Kriz bankacılık sisteminde (zorunlu karşılıklar gibi) bazı yasal düzenlemelerin olmamasından, yönetimden ve savaş ekonomisi nedeniyle şirket birleşmelerinin artmasından kaynaklanıyordu.

Birleşmiş şirketlerden birinin iflası ekonomik anlamda yıkıcı etkiler yaratabileceğini göstermekteydi. Ayrıca New York Borsası’nda hisse senedi fiyatlarında beklenmedik düşüşlerin yaşanmasıyla kriz patlak vermiştir. Özellikle madencilik, inşaat gibi sektörlerde olan talebin azalması sonucu işsizlik oranlarının yükselmesi, ekonomik dalgalanmaların durağanlığı tetiklemesine sebep olmuştur. Büyük buhran sonucunda borsada yaşanan çöktürlere ek olarak bankalarda yaşanan iflaslar toplam tüketim ve yatırımları aniden düşürmüştü ve sonuç olarak 1929 ile 1933 yılları arasındaki dönemde ABD’de, GSYİH yaklaşık %33 oranında düşüş kaydedilmiştir. Krizin yarattığı yıkım her ülkede farklı tarihlerde onarılmıştır (Şen ve Aktan, 2001: 6; Turan, 2011).

Küreselleşen dünyada gelişmekte olan ekonomilerde kriz olgusu hayatın ayrılmaz parçası olmuştur ve günümüze kadar birçok kriz yaşanmıştır. Yukarıda 1929’a kadar yaşanan krizlere değinilmiştir. Ve sonrasında 1929 sonrası yaşanan krizlerin belli başlılarına değinilecek olup diğer bölümlerde ayrıntılı olarak irdelenecektir.

1994-1995’te Meksika krizi, 1991 Körfez krizi, 1994 Meksika krizi, 1994 Türkiye krizi, 1997’deki Güneydoğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Türkiye krizi, 2001 Arjantin krizi, 2008 Mortgage krizi sayılabilir (Kibritçioğlu, 2001).

1.1. İKTİSADİ KURAMLAR ÇERÇEVESİNDE KRİZ

1.1.1. Klasik Okulda Kriz

18. yy'ın ikinci yarısından itibaren Merkantilizme karşı ortaya çıkan bir düşüncedir. Başlıca temsilciler, Adam Smith, David Ricardo, J. Trobert Malthus ve J. Baptiste Say'dır (Kayarkaya, 2006: 13). Ekolün birtakım varsayımları şu şekilde sıralanabilir; J. Baptiste Say'ın "üretim kendi talebini yaratan bir şeydir" olarak bilinen "mahreçler kanunu, say kanunu" nu kabul eder. Klasiklerde temel sorun olan maksimum kar oranı arayışına bağlı sermaye birikimi kuralını aydınlatmışlardır. Kaynak kullanımını optimaldir. Üretme katılan her faktör kardan eşit pay almaktadır bu yüzden gelir dağılımı adildir, ödemeler dengesi açık vermez. Ekonominin tam istihdamda dengeye geleceğini en doğal şey olarak karşıladığı ölçüde krizi kaza sonucu ortaya çıkan bir şey olarak karşılamaktadırlar (Rosier, 1994: 13-17, Kayarkaya, 2006: 14). Kısaca, klasiklerin varsayımları gereği böyle bir ekonomide kriz söz konusu değildir (Kayarkaya, 2006: 13).

Klasiklerin ekonomide kriz olmayacağı varsayımı, sistem düzgün çalıştığı sürece, krizlerin sebebi doğal afetler, kuraklık gibi iklimsel değişiklikler ve insan davranışlarının tahmin edilemez olması, kötümserlik ve siyasal yapıdan kaynaklı olarak çürüyebilir (Güntay, 2013: 5).

Ekolün aykırı yönünü ilk gören iktisatçı Thomas Robert Malthus'tur. Maltus herhangi bir sektörde yapılan fazla üretimin fazla gelir yaratacağını ve bunun da rantı artıracığı görüşüne karşı çıkmıştır. Bu tekeli kırarak yeni rejimin gerekliliğini savunmuştur. Savunduğu düşünce gereği böyle ekonomilerde kriz olabileceğini ileri sürmüştür (Rosier, 1994).

Maltus tüketim kaynaklarının insan nüfusu kadar hızlı artmayacağını ve bu yüzden ekonominin her zaman dengede olamayacağı görüşünü ileri sürmüştür. Bu görüşe göre tüketim kaynakları aritmetik artarken (2,4,6...), insan nüfusu geometrik olarak (2,4,8,16,32...) artacaktır. Hâl böyle olunca ekonomide bir arz yetersizliği yaşanacaktır ve ekonomi dengeye gelene kadar bir kriz sürecinden geçilecektir (Kayarkaya, 2006: 14). Marx, Malthus' un görüşünün doğruluğunu şu şekilde savunur: Krizler rastlantısal değil yapısal olarak incelenir. Krizi, uzun dönemde ekonomik sistemdeki ikilemlerin çözümü, ortaya çıkan kaosun denge kuran bir taşması olarak tanımlanmaktadır (Rosier, 1994: 34).

1.1.2. Yeni-Klasik Okul

Amerikalı iktisatçılar Robert Lucas, Thomas Maltus ve Rober Barro öncülüğünde 1970'lerde ortaya çıkan akımdır. Akım piyasaların sürekli temizlendiği varsayımı üzerine kurulmuştur. Yeni- klasikler, Neo- keynesyen iktisatçıları iktisadi bekleyişlerin davranışları üzerindeki etkilerini hesaba katmamasından dolayı eleştirmektedir. Bu modelde karar birimlerinin sistematik hataya düşmedikleri yani bekleyişlerin rasyonel olduğu varsayılmaktadır (Ünsal, 2013: 38).

Reel ve parasal sektörler arasında bir bağlantı bulunmamaktadır. Beklentiler duruma hızlı uyum yağladığı için para politikası kriz üzerinde reel sonuçlar doğurmamaktadır (Güvel, 1998: 19).

Bu ekolde de Neo- Keynesyen ekolde olduğu gibi politika ilintisizliği önermesi söz konusudur. Politika ilintisizliği önermesine göre işsizlik ve enflasyon oranları arasında mübadele, hükümetin uygulanacağını önceden açıkladığı sürpriz olmayan politikalar (genişletici veya daraltıcı para politikaları ya da genişletici veya daraltıcı maliye politikaları) itibariyle kısa ve uzun dönemde geçersizdir. Eğer hükümet sürpriz politikaları uygularsa işsizlik ve enflasyon oranları arasındaki ters yönlü mübadele tezi, yalnızca kısa dönemde geçerlidir (Ünsal, 2013: 38).

Hükümetin uygulayacağı politikalar reel sektör üzerinde kısa ve uzun dönemde etkisi olmayacak sadece enflasyon oranının yükselmesine sebep olacaktır. Politikanın uygulanmasında ısrarcı olunması krize sebep olacak veya var olan krizi daha da derinleştirecektir (Güvel, 1998: 19).

1.1.3. Monetarist Yaklaşım (Parasalcılık)

Milton Friedma ve Anna Schwart'ın öncülüğünde, Neo-keynesyen modele yöneltilen eleştirilere karşı, 1963 yılında yayınladıkları A Monetary History of the United States 1876-1960 doğmuştur. Karl Brunner tarafından 1968 yılında Parasalcılık olarak adlandırılmıştır. Friedman parasalcı aktarım mekanizmasını savunmuştur (Ercan, 2010: 36).

Bu mekanizma 1957 yılında yayınlanan çalışmaya göre karar birimlerinin para arz fazlasıyla tahvil yerine mal satın alabileceklerini ve paranın mal piyasası üzerindeki etkisinin Keynesyen modeldeki gibi para-tahvil-faiz haddi- yatırım yerine para-mal biçiminde olabilmesidir. Paranın iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisini Genel Teori' den (IS-LM modelindeki) farklı olarak açıklamıştır. 1963 yılında Friedman ve Anna J.

Schwartz'ın yaptığı çalışmada para arzındaki hareketlerin toplam talepteki hareketlere oranla iktisadi dalgalanmalara daha çok neden olduğu saptanmış ve buna para-gelir nedenselliği denmiştir. Para politikasının maliye politikasına göre üstünlüğünü savunmaktadır. Neo-keynesyen modeldeki emek arzı nominal ücretin bir fonksiyonudur varsayımını reddetmiş ve emek arzının beklenen reel ücretin bir fonksiyonu olduğu varsayımını ileri sürmüştür (Ünsal, 2013: 38).

1.1.4. Marksist Yaklaşımda Kriz

K. Marx öncüsüdür. Üretim ve tüketimin ayrı işleyiş mekanizmalarına sahip olması krizlere neden olur. Mallar üreticiler tarafından tüketilmek için değil de satılmak için üretilmesi ve takas ekonomisinin bazı sorunlara yol açması paranın işin içine girmesine sebep olmuştur. Üretim için yapılan yatırımlardan kar elde edilmeli ve üretime hız kazandırılmalıdır. Bu yapı içerisinde krizler: Sermaye birikiminin, yatırımların, kar oranlarının yüksek olduğu sektörlerde gerçekleşmektedir (Yılmaz vd., 2005: 81). Ekonomik krizin nedeni kapitalist sistemin yapısındaki çelişkilerdir. Krizler, aşırı üretim ve yetersiz tüketimin sonucu ortaya çıkmış ve çözüm önerileri sunulmuştur. Liberal ekonomilerin krizlere sürüklenmesi kaçınılmazdır (Kayarkaya, 2006: 13).

1.1.5. Neo Klasik Yaklaşımda Kriz

Ekolün öncüleri: Irving Fisher, Alfred Marshall, Arthur Pigou, Ralph G. Hawtrey ve Dennis Robert'tir. 1800'lü yılların yarısında, değeri arz ve talep ile açıklayan marjinal devrim üzerine inşa edilmiştir. 1929 yılına kadar benimsenmiştir.

Neo-Klasik iktisadın dayandığı bazı varsayımlar şunlardır. Hükümetin işsizlik haddini düşürmek amacıyla serbest piyasa mekanizmasının işleyişine müdahale etmek için aktif iktisat politikası izlemesine gerek olmadığını öne sürmektedir (görünmez el prensibi). Klasik modelde ekonominin tam istihdamda olduğu varsayımına dayanarak piyasadaki para miktarının istihdam düzeyini ve üretim düzeyini etkilemesi mümkün değildir. Hükümet kanalıyla piyasadaki para miktarı artırılınca (azaltılınca) istihdam ve üretim düzeyi aynı kalmakta fiyat düzeyi para miktarı ile aynı yönlü ilişkiye sahip olduğundan artmaktadır (azalmaktadır). Bu da miktar teorisi olarak adlandırılmaktadır (Ünsal, 2013: 33). Bir başka deyişle hükümetin para miktarını değiştirerek enflasyon haddini değiştirmesi ve bu yolla işsizlik haddini ters yönde değiştirmesi mümkün değildir (Ünsal, 2013: 34). Kendiliğinden dengeye gelen ekonomide eksik bilgi, eksik

rekabet, karşılıklı etkileşme, devlet müdahalesi dışında Pazar ekonomilerinde hiçbir dengesizlik ve kriz yaşamının mümkün olmayacağını matematiksel olarak gösteren genel denge kuramından kaynaklanmaktadır. Piyasaya müdahale istenmemekle birlikte, doğallık düşüncesi güçlenmiştir. İnsanlar homo economicus davranışlara sahip olmakla beraber genel çıkara yönelen bireysel çıkarlara göre hareket ediyorlardı yani “yönetimsel bireycilik” söz konusudur (Rosier, 1994: 13-17).

Bu ekolde krizlerin nedeni olarak içinde bulunulan sistemin geçerliliğini yitirmesi, eski sistemin sebep olduğu karışıklıkların yeni teknolojik gelişmelerle değişmesi, siyasi faktörlerdeki yenilikçi sistemin uygulanması gibi değişimlere uyum sağlayamayan bir grubun varlığı gösterilmektedir. Ve krizlerden çok konjonktür teorilerine odaklanmışlardır (Güntay, 2013: 7-8).

1.1.6. Keynesçi Yaklaşımda Kriz

İngiliz iktisatçı J. M. Keynes’in 2. Dünya savaşı sonrasında neoklasik modelin ekonomideki işleyişi açıklamada yetersiz kalması üzerine 1936 yılında Genel Teorisinin temelini oluşturan Genel Teori, İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi adlı kitabını çıkarmıştır (Ünsal, 2013: 34-35). Bu kitabında krizi: yukarı yönlü eğilimin beklenmedik bir anda ve beklenmedik bir şekilde yerini aşağı yönlü bir eğilime bırakması gerçeği olarak tanımlamıştır (Keynes, 1936: 313). Keynes’in, Klasiklerin savunduğu denge teorisinin aksine dengesizlik teorisini savunması (genel denge teorisini savunması) ve genel teoride krizin bu şekilde tanımlanmış olması temelde liberal ekonominin sürekli olarak istikrarsızlık içinde olmasından ve dalgalanmalara maruz kalmasından kaynaklanmaktadır (Kayarkaya, 2006: 13; Akalın, 2009: 3).

1929’da da batı ülkelerinde şimdiye kadar yaşanan en büyük durgunluğun yaşanması ve işsizlik oranlarındaki artış ile neoklasik modelin çatışması sonucu Keynes’in Genel Teorisi gündeme gelmiştir. Genel denge teorisi kısaca, serbest piyasa ekonomisinin kendiliğinden tam istihdamda dengeye gelemeyeceğini ve dengeye gelmesinin ancak tesadüfen ortaya çıkabilecek istisnai bir durum olduğunu ileri sürmektedir (Ünsal, 2013: 34-35). Denge ancak merkez bankası aracılığıyla, toplam talep ve arz dengesini sağlayabilmek için faiz oranlarının ayarlanması ile sağlanabilir (Yıldız, 2016).

Keynes’e göre istihdamı artırıcı dolayısıyla işsizliği azaltıcı yönde politikalar uygulamaları gerekmektedir. Bu analizi de sektör piyasa analizine dayanmaktadır

(Ünsal, 2013: 34-35). Genel teorinin özeti Akalın (2009: 3)'ın çalışmasında geniş çerçevede şu şekilde özetlenmektedir: Devletin ekonomiye müdahalesini savunur. Müdahale aracı olarak da özellikle maliye politikası aracı olan kamu harcamalarının bütçe açığına sebep olacağına bilinmesine karşın istihdamın artırılacak olması ile bunun yanında satın alma gücünün artmasının hedeflenmesinden dolayı kamu harcamalarına başvurarak ekonominin istikrarsızlığa düşmeyeceği ve iktisadi dalgalanmalara maruz kalmasının önleneceği konusuna dikkat çekmektedir. Yatırımların bugünkü değerini sıfıra indirgeyen faiz oranına sermayenin marjinal etkinliği denmektedir. Sermayenin marjinal etkinliği ve faiz oranları Keynes'e göre yatırım hacmini etkilemektedir. Bu durum ekonomide likidite tercihi ve para miktarı, faiz oranını belirlemektedir. Yatırımlar ve tasarruf eğilimi tarafından belirlenen çarpan değeri, istihdam hacmini belirlemektedir.

Keynesçi ekolde krizi tanımlamada tüketici tercihi, likidite tercihi, yatırımların bugünkü değerini sıfıra indirgeyen faiz oranındaki dalgalanmaların yanında konjonktür kavramlarının da açıklanmasının gerekliliğinden bahsetmiştir (Güntay, 2013: 8). Keynesyen teoriye göre krizlerin yıkıcı etkilerinden kurtulmak için sosyal politikaların uygulanmasının gerekliliğine vurgu yapılmaktadır. Gelecekte beklentilerin olumlu olmasında aracılık eden devlet faaliyet alanlarının genişletilmesi krizden çıkılmasının yolu olarak görülmektedir (Keskin, 2004: 5).

1.1.7. Yeni Keynesçi Krizler

Öncüleri, Finn Erling Kydland ve Edward Christian Prescott'tir (1997), Guillermo Antonio Calvo (1978) ile Robert Joseph Barro gibi iktisatçılardır. Ekolün bazı varsayımları şöyledir: Nominal fiyatlar ve ücretlerdeki yapışkanlıklar, eksik bilgi ve piyasa başarısızlıkları, ekonomik birimlerin rasyonel beklenti içinde olması ile ekonomik değişkenlerdeki değişimleri öngörmeleri durumunda dahi toplam talep düzeyindeki değişmelerin reel etkiler yaratacağı beklentisinde olduklarını varsayımlardır. Bu varsayımlardan yola çıkılarak Keynesyen iktisadın yeniden doğduğu iddia edilmiştir (Büyükakın, 2007: 33). Bu görüşü şu şekilde tanımlamak yanlış olmayacaktır: Yeni Keynesyenler Keynes'ten daha çok Yeni Klasiklere yakındır ve Walrasyen olmayan Yeni Klasik olarak kabul edilebilir. Bu yüzden bu ekole Yeni Neo-Klasik Sentez denilmesi daha doğru olacaktır (Büyükakın, 2007: 34). Finansal krizlerin temelini bankacılık sisteminin oluşturduğunu savunmaktadırlar. Krizlerin temeli olarak görülen bankalar finansal sistemin merkezinde bulunmakta ve bu teori

daha çok kredi piyasalarının sorunları üzerinde durmaktadır. Piyasaların etkin işleyememesinin nedeninin asimetrik bilgi olduğuna dikkat çekilmekte ve temelde finansal krizleri açıklamaya çalışılmaktadır (Karabulut, 2002: 5). Piyasalarda tam bilgi varsayımının aksayabileceği, gelecek hakkındaki belirsizliğin iktisadi karar birimlerinin davranışlarını etkileyebileceği varsayılmaktadır. Yeni Keynesyenler bilgi asimetrisi ve geleceğin belirsizliğini olasılık hesaplarıyla hesap edebildiklerini varsaydıklarından bu bir sorun olarak görülmemektedir (Yavuz ve Tokucu, 2006: 148).

Hyman Minsky'ya göre, iktisadi faaliyetler tarihsel zaman kavramını ön plana çıkarmaktadır. Bu model para politikası kurulu, enflasyon ve toplam talep denkleminden oluşmaktadır (Yıldırım vd., 2010).

1.1.8. Post-Keynesyenci Krizler

John Maynard Keynes, Roy Harrod ve Michal Kalecki' nin teorilerini birleştirip sentez oluşturan Joan Rabinson tarafından ortaya çıkarılmıştır. Neo-Klasikler, Keynes'in ekonominin arz yönünü ihmal etmesini eleştirmişler ve 1970'li yıllarda ortaya çıkan ekonomik krizin tek sorumlusunun Keynes'in teori ve politikaları olduğunu ileri sürmüşlerdi. Neo-Klasiklerin amacı unutulmuş olan Klasik iktisadı yeniden canlandırmaktı. Bu süreçte Post-Keynesyenler ortaya çıkmış ve Neo-Klasiklerin Keynes'i yanlış anladıklarını ve yorumlarında hata yaptıklarını ileri sürmüşlerdir. Post-Keynesyen iktisadın uğraşı alanı, Neoklasik iktisadı ve özellikle de denge kavramını eşitirmek olmuştur. Ekonomide dengesizliğin olduğunu ileri sürmüşler ve tarihsel süreçte geleceğin belirsiz olması önermelerinin temelini oluşturmuşlardır (Ecevit, 2001: 72). J. Jespersen'a göre, analize etki eden diğer faktörler; belirsizlik, eksik bilgi, değişime açık kuramlar, arz talep faktörlerinin yarattığı öngörülemeyen dinamik yapı içerisindeki nedensel ilişkiler ile politika bağımlılığı olarak sıralanmaktadır (Kutlu ve Horvath, 2017: 108).

Post-Keynesyenler, geçmişe geri dönmenin imkânsız olduğunu ve geleceğin belirsizliğinin olasılık hesapları ile tahmin edilememesi yüzünden Rasyonel Beklentiler varsayımını reddetmektedirler (Ecevit, 2001: 34-35). Post Keynesyenler finansal krizleri asimetrik enformasyon yaklaşımı, finansal kırılma teorisi ve paranın içselliği gibi üç yaklaşıma dayandırmaktadır (Karabulut, 2002: 13). Finansal kırılma teorisinin temeli Hyman Minsky tarafından atılmıştır. Ekonomilerin karmaşık çok boyutlu sistemler olmasından dolayı sağlamlık ve esneklik küresel ekonomilerde şoklara karşı

kırılganlıklardan olumsuz etkilenmektedir. Eğer sistem çoktan çabuk kurtuluyorsa sistemin sağlam ve esnek olduğu eğer sistem çoktan çabuk kurtulamıyorsa sistemin sağlam ve esnek olmadığı ileri surlmuştur. Sağlamlık, kırılganlık ve nakit akışları arasındaki ilişkiye bağlanmıştır. Borç deme yükümlülüğünü yerine getirebilen birimlere sağlam denilmektedir. Yani hedge finansman olarak adlandırılan gelirin borçları karşılamaya yetecek olması durumudur. Borç deme yükümlülüğünü yerine getiremeyen birimlere kırılgan denilmektedir. Beklenen nakit akımlarının anapara ve faiz ödemelerini karşılayamadığı durumlarda firmanın borçlarını finanse edebilmek için borçlanma ya da varlık satışı yoluna gideceği vurgulanmıştır (Minsky, 1995: 8-9; Güntay, 2013). Asimetrik bilgi de Yeni Keynes yaklaşımıyla ortak nokta teşkil etse de diğer varsayımlar yönünden ayrılırlar. Post Keynesyencilerin kredi piyasaları ve finansal piyasalar için geliştirdikleri teori, genel teorinin çekirdeğini oluşturmaktadır (Karabulut, 2002: 13). Ek olarak Ortodoks iktisatçıların, Keynesyenlerin ve Yeni Keynesyenlerin bilgi ve belirsizlik hakkındaki varsayımlarını reddetmişlerdir. Fakat belirsizlik önemli bir yer tutmakla, her şeyin bilinmesinin imkânsız olduğuna vurgu yapılmakta ve bütün ekonomiyi kuşattığı varsayılmaktadır (Yavuz ve Tokucu, 2006: 148).

Post Keynesyenlere göre para arzı firmaların, hane halklarının ve bankaların sonucunda gereksinimlere göre belirlenmektedir. Yani para arzının içsel olduğu kabul edilir. Piyasadaki diğer bir sorun olan para arzının içselliği, parasal sektörün reel sektörden yani para arzının para talebinden bağımsız olarak değerlendirildiği durum olarak tanımlanmaktadır (Togay, 1994: 47).

2. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ

Bu kısımda krizlerin nedenleri konusunda literatür taraması yapılacaktır. şen ve Aktan (2001: 7)'a göre arzdaki artış, talepteki azalma, konjonktürel nedenler, uluslararası bütünleşme, sistemin uluslararası ve bölgesel olarak uyumlu hle getirilmesinin önem kazanması, ticarete sınırların kaldırılması, ticaret yapılacak yeni pazarların bulunması, ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin artması ile açık pazar haline gelmesi krizin patlak vermesine neden olabileceği gibi ülkeler için fırsatta yaratabilir. Bunların dışında teknoloji alanında yaşanacak atılımlar, siyasi alanda ynetimse, politika ve askeri anlamda yaşanabilecek olumsuzluklar, ekolojik dengede ki bozulmalar, buzullardaki erimeler yangın, sel, kuraklık gibi doğal afetler de ekonomik krizlere sebep olabilmektedir. Krize neden olan ekonomik sebepler arasında da üretim,

istihdam ve fiyatlardaki ani yükselişler ve ani düşüşler, depresyon, hiperenflasyon ve işsizlik sayılabilir.

Uygur (2001: 18)'un çalışmasına göre de krizin somut göstergeleri;

- Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi
- Cari Açık / Döviz Rezervi
- Cari Açık / GSYİH
- Toplam veya Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat
- Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonu / Döviz Rezervi
- Banka Kredisi / Döviz Rezervi
- M2 / Döviz Rezervi
- Yerli Paranın Değer Kazanması
- Sermaye Hareketinde Dalgalanma (Volatilite)
- Dış Borç Faizinde ve Risk Priminde Yükselme, Dalgalanma
- Kısa Vadeli İç Faizde Dalgalanma, şeklinde sıralanmaktadır.

Karabulut (2002: 37-58)'un çalışmasına göre de bankacılık krizlerinin nedenleri yedi başlık altında toplanmıştır. İlki bankacılığın riske açık bir yapıya sahip olması ve kredi müşterilerinin borçlarını ödeyememesi sonucu ortaya çıkan kredi riskidir. İkincisi bankaların genellikle kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli borç vermelerinden dolayı banka aktif ve pasifleri arasında vade uyumsuzluğu durumunun yaşanması likidite riski olarak adlandırılır. Üçüncüsü faiz oranlarındaki ani yükselişler bankaların karlılığını düşürebilir buna faiz oranı riski denilmektedir. Dördüncüsü bankaların ellerinde bulundurdukları sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının düşme riskidir, bu da fiyat riski olarak adlandırılmaktadır. Beşincisi risk kontrollerinin yetersizliği, teknolojik sorunlar ve dolandırıcılık gibi işlemleri sektöre uğratan işlemlerdir ki bu operasyon riski olarak adlandırılmaktadır. Altıncısı döviz kurundaki dalgalanmalardan kaynaklanan döviz kuru riskidir. Yedincisi bankaların varlıklarının yükümlülüklerini karşılayamaması riski ödeme gücü riski olarak adlandırılmaktadır.

Krizin nedeni olarak gösterilen diğer maddeler finansal liberalizasyon ve deregülasyon gibi uygulamalar ile birlikte sistemin derinlik kazanmasıyla büyüme hız kazanmakta; kotalar, taban ve tavan fiyatı gibi uygulamalarla da finansal sistem baskılanmaktadır. Mevduat sahiplerinin tüketim tercihlerinin ani ve tesadüfi değişmesi krizlere neden olmakta ve tesadüfi çekme riski olarak adlandırılmaktadır.

Makroekonomik istikrarsızlıkta krizin bir diğer sebebidir. Banka yöneticilerinin ilişkili olduğu kişi, kurum veya iştiraklerine gerekli risk değerlendirmesi yapmadan kredi vermeleri ilişkili kredileme olarak adlandırılmaktadır ve yöneticilerin zarardan sınırlı sorumlu olmaları ve tahsili yapılamayan krediler bankaları iflasın eşliğine getirebilmektedir (Karabulut, 2002: 37-58).

Ural (2003: 15)'in çalışmasına göre makroekonomik politikaların yanlış uygulanması, finansal sistemin zayıf olması, döviz kurunu belirlemedeki hatalar, makroekonomik koşullardaki dışsallık, denetimde ve düzenlemede yaşanan sorunlar, mevcut sistemin durumunu gözden geçirilmesine yol açan olaylar, haberler bulunmaktadır. Bu nedenlerin yol açtığı finansal krizler bankalarca verilen ve tüketicilerce alınan kredilerde daralma, faiz oranlarındaki artış ve buna bağlı olarak tasarruf ve yatırımlardaki azalma, dolaşımdaki parada artış, harcamalarda, tüketici ve üretici talebindeki düşüş, üretim ve istihdam oranlarındaki azalma olarak sıralanabilir.

Delice' nin çalışmasında finansal kriz göstergeleri Meksika, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland başta olmak üzere altı ülkede kriz öncesi bazı makroekonomik değişkenlerde problemler yaşandığı görülmektedir. GSYİH artış oranının azalması, reel döviz kurunun baskısı, enflasyon oranlarının yüksek oluşu, büyük ticari açık, cari hesaplardaki açık, etkinsiz kaynak dağılımı ve banka rezerv oranlarının düşüklüğü başta olmak üzere yirmi dört kalemde toplanmıştır (Delice, 2003: 69-71).

3. KRİZLERE KARŞI ALINABİLECEK ÖNLEMLER

Makroekonomik istikrarın sağlanması, siyasal istikrarın sağlanması, ekonomide düzenin, istikrarın, mali ve parasal disiplinin sağlanması için gerekli anayasal-kamusal yasalar düzenlemelerin yapılması, vergi yükünün azaltılması, ülke ekonomisinin spekülative ataklara karşı korunmasını sağlayacak esnek kur sisteminin uygulanmasını sağlayan uzun dönemli kur ve faiz gelişmelerinin sağlam bir zemine oturtulmasına bağlıdır (Şen ve Aktan, 2001: 8-9). Firmalar bazında alınacak önlemlerle krizin yıkıcı etkileri azda olsa önlenmeye çalışılmaktadır. Bu önlemler mikro bazlı önlemlerdir. Geniş çaplı bir toparlanma için kalite yönetiminin organize edilmeli, yeni yönetim teknikleri analiz edilmeli ve uygun olanlar ekonomiye uyarlanmalı ve değişim mühendisliğinden yararlanılarak daha düşük maliyetli, yüksek getirili, kaliteli, etkin amaçlar doğrultusunda yeniden yapılanmaya gidilmelidir (Şen ve Aktan, 2001: 9).

Ural (2003: 16)'ın çalışmasına göre kriz yaşanan ülkede alınan önlemler ülkenin

yasal çerçevesine, makroekonomik ve politik yapısına göre değişmektedir. Bankacılık sektöründe patlak veren kriz sırasında alınacak önlemler öncelikle; krizlerin kontrol altına alarak yayılmasının engellenmesi, yatırımcıların risk teşkil eden durumun ortadan kaldırıldığına ikna edilmesi gerekmektedir. Daha sonra krize sebep olan ve krizden etkilenen sorunlu bankalar yeniden yapılandırılmalı ve bilançolarının daha sağlam bir zemine oturtulmasına yönelik politikalar uygulanmalıdır.

Herhangi bir kriz öncesinde alınacak önlemler arasında erken uyarı sistemlerinin dikkate alınması, mevduatların sigortalanması, yasal düzenlemelerin uygulanması, merkez bankasının borç talep edenlerin başvurabileceği son kurum olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Krizi önlemek için alınan bu önlemlere ek olarak ekonomik birimlerden birinin daha fazla bilgiye sahip olmasından kaynaklanan zararlar doğabilmektedir.

Delice'nin çalışmasında krizlerin yıkıcı etkilerinin ortadan kaldırılmasına ilişkin inceleme ulusal ve uluslararası düzeyde yapılmıştır. Literatürde ortak sayılabilecek yurtiçi düzenlemeler kamuoyuna bilginin açık ve şeffaf sunulmaması, yatırım teşviklerinin ve kredi garantilerinin yanlış yönlendirilmesi, dış açık oranlarının büyümesi, uzun süre korunan sabit döviz kuru, zayıf finansal düzenlemelere ve yurtdışından aşırı borçlanma yapılması gibi faktörler krizin yıkıcı etkileri olarak sınıflandırılmaktadır (Delice, 2003: 69-74).

Yay (2001)'a göre de küresel boyutlara ulaşan krizin iyileştirilmesinde, sağlam güvenilir ulusal mali sistem ve istikrarlı bir uluslararası mali sistem için gerekli politikaların, kuralların ve standartların saptanması veya gerekli kurum ve kuruluşlara duyulan gereksinimden bahsedilmektedir.

4. KRİZLERİN SINIFLANDIRILMASI

Kavramsal olarak kriz açıklanırken, geçmişten günümüze dünyada yaşanmış krizlerin yapısını nelerin belirlediği, türleri, yayılması, yaşanma sıklığı ve etki alanı, derinliği, başlangıç ve bitiş süresi arasındaki bağlantıya gereken önem verilmelidir. Krizler ortaya çıkma ve gelişimleri yönünden incelenebilmektedir. Bunlar reel sektör krizleri ve finansal krizlerdir (Kayarkaya, 2006: 2). Göksu'nun (2015) yaptığı çalışmada, krizler sirayet bölgelerine göre krizler olarak üzere üç alt başlık altında incelenmiştir. Çalışmadaki alt başlıklar; ulusal krizler, bölgesel krizler ve küresel krizler olarak ayrılmıştır. Yayılma etkisi, küreselleşme ile birlikte ülkeler arasında bağımlılığın

ve korelasyonun artması, belli bir bölgede veya ekonomide meydana gelen şokun, fiyat hareketleri aracılığıyla ulusal, bölgesel ve küresel boyutlara ulaşması anlamına gelmektedir (Bilge, 2009).

Ulusal krizlerin nedeni olarak içsel faktörler gösterilmektedir. Ulusal krizler yanlış uygulanan politikalar ile politika etkinsizliğinin neden olduğu krizlerdir. Öncü göstergelerden ekonomiler krizleri tahmin etmede faydalanmaktadır. Fakat ekonomik yapısı güçlü ülkelerde bu göstergeler sinyal vermezler ve sirayet ve bulaşma etkisi de göstermemektedirler. Türkiye’de yaşanan ulusal olarak nitelendirilebilecek krizlere 1998, 1999, 2000 ve 2001 krizleri örnek verilebilir. Krizler başladığı ülkenin ekonomik ilişki içerisinde bulunduğu diğer ülkeleri de krize sürüklüyorsa bu bölgesel nitelikli kriz olarak adlandırılır. 1998 Rusya krizi ve 1997 Asya krizi ulusal krizlere örnek verilebilir. 1900’larda küreselleşmenin hız kazanması ile dünya ölçeğinde ticaret yapılmaya başlanmıştır. ABD, İngiltere, Çin gibi yükselen ekonomilerde başlayan krizler gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkelerle yaptıkları eklemlenmiş ticari yapıdan dolayı etkilenmektedir. Ve ulusal nitelikte başlayan krizler sonra bölgesel krizlere ve küresel krizlere dönüşmüştür. Bazı kaynaklarda 1929 Bunalımıyla benzer özellikler taşıyan krizin 2008 Krizi olduğuna yer verilmiştir (Göksu, 2015).

4.1. REEL SEKTÖR KRİZLERİ

Reel sektör krizleri, mal, hizmet ve işgücü piyasalarında azımsanamayacak kadar büyük daralmaların yaşanması şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Üretim azalmakta ve işsizlik artmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 1). İşgücü piyasasında meydana gelen krizler enflasyon krizi, durgunluk krizi ve işsizlik krizi olmak üzere üç alt başlıkta incelenebilir.

4.1.1. Mal ve Hizmet Piyasalarında Görülen Krizler

a. Enflasyon Krizi

Fiyatlar genel düzeyinin sürekli artması şeklinde tanımlanan enflasyonun belli bir sınırın üzerinde olması enflasyon krizi olarak tanımlanmaktadır (Şen ve Aktan, 2001). Mal ve hizmet fiyatları artış ve azalış yönünde sürekli değişmektedir. Enflasyon, bir mal veya hizmetin fiyatının tek başına artması veya bazı malların tümünün fiyatının artması değil, fiyatlar genel düzeyinde sürekli artış gözlenmesidir. Yüksek enflasyon paranın alım gücünü azaltır. Düşük enflasyon varsa alım gücü artmakta fakat bu artış gelir artışına bağlı olmamaktadır. Enflasyonun düşük olması fiyatlarda hiç artış 17

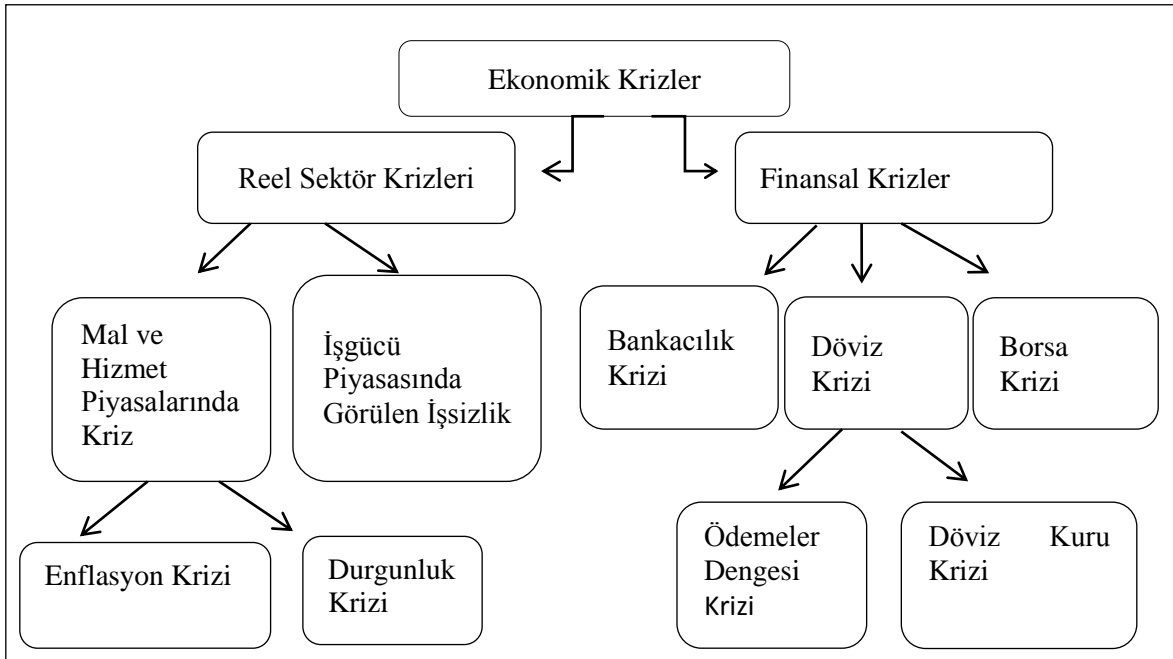
olmaması değil fiyatların daha az artması, ekonomik birimlerin alım güçlerinin daha az azalması anlamını taşımaktadır.

Enflasyonun kaynağı tanımdan da anlaşılacağı gibi iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısımda talep enflasyonu incelenecektir. Talep enflasyonu, para arzındaki artış tüketim artışına neden olmaktadır. Toplam arzın toplam talebi karşılayamaması sonucunda fiyatlar yükselmektedir. Artan fiyat o malı satın alabilmemiz için ödememiz gereken para miktarını arttırmaktadır. Fiyattaki artışlarla beraber gelir ve harcamalarda artarsa, enflasyon artmaktadır. Gelir artışı mal ve hizmetlere olan talebimizi arttırmaktadır. İkinci kısımda maliyet enflasyonu incelenecektir. Maliyet enflasyonu, üretimde kullanılan her türlü üretim faktörlerinin artması sonucunda yaşanan maliyet artışları fiyat artışlarına sebep olur ve enflasyon yaratmaktadır (TCMB, 2004: 4-5). Kısaca fiyatlardaki artışlar enflasyon krizi olarak tanımlanmaktadır.

b. Durgunluk Krizi

Mal ve hizmet piyasalarında fiyatlardaki sürekli artışların, gelir ve harcamaları arttırmaması sonucunda, satın alma gücünü düşürmesi talebin azalması ve buna bağlı olarak üretimin daralması ile oluşan krizlere durgunluk krizleri denilmektedir (Aktan ve Şen, 2001). Kısaca, fiyatlar genel düzeyindeki artışlar, mal ve hizmet üretiminde yatırımları teşvik edecek düzeyden daha aşağıda gerçekleşmesi olarak tanımlanabilir (Eren, 2010: 3).

Sekil 1. Ekonomik Krizlerin Oluştukları Piyasalara Göre Sınıflandırılması



Kaynakça: Kibritçioğlu, 2001: 9.

c. İşgücü Piyasasında Görülen İşsizlik Krizleri

Mal ve hizmet piyasalarında fiyatlardaki sürekli artışların satın alma gücünü düşürmesi sonucu tüketicilerin taleplerini azaltması ve buna bağlı olarak işverenlerin üretimlerini daraltması, istihdamın azaltılması şeklinde sonuçlanan krizlere işgücü piyasası krizleri denilmektedir (Şen ve Aktan, 2001).

İşsizlik oranlarının emek piyasasındaki beklenen seviyenin üzerinde seyretme durumudur. Yüksek enflasyon işgücü piyasasının verimini azaltmaktadır. İstikrarlı olmayan ekonomik ortamda, vasıfsız işgücü ve işsizler iş bulmakta zorlanacaklar ve daha donanımlı ve deneyimli olan işgücü işini kaybetmezken donanımsız ve deneyimsiz işgücünün istihdama katılması işten çıkarılması ile son bulacaktır (TCMB, 2004; Eren, 2010).

4.2. FİNANSAL KRİZLER

Ülkemizde finansal istikrardan sorumlu kurumlar, Merkez Bankası, BDDK, Hazine Müsteşarlığı, SPK, TMSF'dir. Merkez Bankası; para ve kur politikasındaki istikrarı, finansal istikrarı, fiyat istikrarı ve ödeme sistemlerindeki istikrarı sağlamak için görevlendirilmiş kurumdur.

Finansal holding şirketleri, bankalar, faktöring, finansal kiralama yapan kurum ve kuruluşlar ve finansman şirketlerini düzenleme ve denetlemede istikrarı sağlamakla görevlendirilen kurum Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumudur. Kamu finansmanını yapma, mali politikalar yardımıyla sigorta şirketlerini denetleme ve düzenleme yetkisi Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir.

Sermaye piyasası ve aracı kurumları düzenleme ve denetleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir. Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruma ve bankalarda yaşanan problemlerin çözümlenmesinde istikrarı sağlamakla yetkilendirilen kurum Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'dur. Bu kurumların kendi aralarında imzalamış oldukları anlaşmalar, protokoller, işbirlikleri aracılığıyla koordinasyon ve bilgi akışı sağlanmaktadır. Kurumlar arasında bir iletişimsizlik olması durumunda öncü gösterge diyebileceğimiz makroekonomik değişkenlerde bazı anormallikler gözlemlenmektedir. Bu anormalliklerin gözlemlenmesi de kriz olarak değerlendirilebilmektedir (TCMB, 2019b). Literatürde, çeşitli finansal kriz tanımlarına yer verilmiştir. Finansal piyasalarda işlem gören finansal araçları, verimli yatırım araçlarına yönlendirme işlevine sahip aktarım mekanizmasına finansal sistem denilmektedir.

Finansal araçların fiyatlarında aşırı dalgalanma veya miktarlarında beklenmedik ve sert düşüşler meydana gelirse ve aktarım mekanizmasını kuran finansal sistem bu işlevini yerine getiremezse finansal krizler ortaya çıkmaktadır. Finansal krizler, belirsizliklerden dolayı fonların geri ödenememesi sonucunda finansal sistemdeki çöküş olarak özetlenebilmektedir (Kibritçioğlu, 2001; Eren, 2010; Guntay, 2013: 18).

Ersan ve Taşpunar (2011)'a göre finansal kriz tanımsal olarak, tüm ekonomik birimlerin performansında meydana gelen deformasyonların, kaynakların etkin dağıtılmasının sebebidir şeklinde tanımlanmaktadır. 1996 yılında Mishkin'in yaptığı çalışmaya göre finansal kriz asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde: asimetrik bilgi sonucunda ters seçim ve ahlaki tehlikenin ortaya çıktığı finansal piyasalardaki deformasyon, fon sahiplerinin fonlarını finansal piyasalarda etkin yatırım olanaklarıyla değerlendirememesi şeklinde tanımlamaktadır.

a. Bankacılık Krizi

Bankacılık krizi, finansal sisteme olan güvenin azalması, ticari bankaların borçlarının vadelerini uzatamaması, tasarruf sahiplerinin mevduatlarını ani çekme taleplerini karşılayamaması, bankaların likidite sıkıntısına düşmeleri ve iflasın eşğine gelmeleri veya iflas etmeleri olarak tanımlanan finansal kriz türüdür (Delice, 2003: 61). Bankaların tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri ödeme taleplerini yerine getirememesi ile mali panik krize dönüşmektedir (Seyidoğlu, 2001: 583). Bu durum sadece bir bankada gözleniyorsa bankanın kötü yönetildiğini eğer birden çok bankada aynı anda gözleniyorsa makroekonomik yapıdan kaynaklı bir bozulmanın varlığından söz edilmektedir (Delice, 2003: 61).

Bankacılık krizleri, para krizleri ile kıyaslandığında uzun süreli olma eğilimindedirler. Aynı zamanda makroekonomik faaliyet hacmini derinden etkilemektedir. Alınan kredilerin geri ödenmemesi, menkul kıymetler piyasasında yaşanan dalgalanmalar, reel sektördeki küçülme sonucu banka bilançolarının aktif yapısının bozulmasına bağlı olarak yaşanacak krizi sezen mevduat sahiplerinin bankalardaki likiditelerini geri çekmeleri bozulmayı hızlandırıp, krizi derinleştirmektedir (Delice, 2003; Bilge, 2009). Krizin derinleşmesi ile beraber bankaların kapatılması, bankaların başka bir bankayla birleşmesi veya kamu tarafından el koyulması gibi durumlarla karşılaşmaktadırlar (Kaminsky ve Reinhart, 1999). Bankacılık krizleri sermaye kontrolleri ve finansal kısıtlamalar dolayısıyla 1950 ve

1960 yılları arasında yaygın değildir. Yapılan araştırma sonuçlarına göre genellikle 1970-1980'li yıllarda yaşanan para krizleri, 1980 sonrası yıllarda yaşanan krizlerin bankacılık krizleri olduğunu ortaya çıkarmaktadır (Esen, 2005; Kayarkaya, 2006).

b. Dış Borç Krizi

Dış borç krizleri somut ve öngörülebilir özellikler taşıırken para ve bankacılık krizleri çok fazla somut ve öngörülebilir özellikler taşımamaktadır. Bu krizler ülkelerin kamu ve özel sektöre ait olan borçlarını ödeyememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Beklenmedik harcamaların art arda yapılması ve dış borçların çevrilememesi, borcun borçla kapatılmasında sıkıntı yaşanması, dış borcun ödeme planlarının revizyonu ve yenilenmesi veya yükümlülüklerin ötelenmesi durumunda ortaya çıkmaktadır (Bilge, 2009).

Geri ödeneme ihtimali yüksek olan borçların, uzun vadeli ve verimsiz yatırımların finansmanına yönlendirilmesi ve ödemesi gelen borçların geri ödemelerinin yapılamaması, ekonominin zincirleşmiş bir birimde yaşanan sıkıntının diğer birimlerini de etkilemesiyle olumsuz sonuçlar doğurması durumuna dış borç krizi denilmektedir. Kamu veya özel sektöre olan dış borçların bir ülke tarafından ödenemediği durum şeklinde tanımlanan kriz dış borç krizidir (Delice, 2003: 61; Eren, 2010: 6; Özmen, 2011: 29). Bu krizler geçici ve bir döneme ait krizlerdir. Likidite krizi bütün dünyadaki finansal birimlere önemli derecede olumsuz etkide bulunurken, dış borç krizleri ise dünyadaki finansal birimleri değil borcunu ödeyemeyen ülke ve alacaklı taraf veya tarafları etkilemektedir (Kayarkaya, 2006). Para ve banka krizleri dış borçların geri ödemesinin yapılamaması ve yükümlülüklerin yerine getirilememesi sonuçlarını ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda dış borç krizleri ile para ve banka krizleri arasında ilişki kurulmasını kolaylaştırmaktadır (Turgut, 2006).

c. Borsa Krizi

Borsada işlem gören menkul kıymetlerin menkul kıymet piyasalarında spekülörler tarafından spekülasyon amacıyla alınıp satılarak menkul kıymetlerin 21 değerlerindeki yüksek düşüşler borsa krizi olarak tanımlanabilir. Menkul kıymet türüne göre oluşturulan endekslerde veya borsanın bileşik endeksindeki anlık düşüşler olarak da tanımlanabilen krizlerdir (Eren, 2010: 6). Yatırımcılar ülke ekonomilerinin güçlü olduğu, makroekonomik değişkenlerde anomalilerin yaşanmadığı dönemlerde ve karlılıklarını düşürecek herhangi bir tehdit algılamadıkları zamanlarda menkul kıymet

piyasalarında menkul kıymet alım satımı yapmaktadırlar. Ekonomik görünümün kötüleştiği, borsa endeksinin yönünün aşağı doğru seyir izlediği, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarını düşürmesi ve kredi notlarını negatife çevirmeleri sonucunda yatırımcılar yatırım yaptıkları ülke borsalarından çıkıp güçlü parasal piyasalara doğru yönelmektedir. Bu durum büyük yatırımların çekildiği ülke borsalarında krizi başlatmaya neden olabilirken spekülasyon amaçlı da yapılabilmektedir (Göksu, 2015).

d. Para Krizi

Döviz/para krizleri, esnek kur sistemi uygulanan ekonomilerde para krizlerine döviz krizi adı verilmektedir ve döviz rezervleri azalmaktadır. Yay (2001), para krizlerini sermaye akımlarında meydana gelen beklenmedik ve kesin bir değişim şeklinde tanımlamaktadır. Bu tanıma göre paranın likiditesi yüksek bir ödeme aracı olduğu düşünülebilmektedir. Kriz ortamının yumuşatılmasında kullanılacak ilk kaynak yerli para veya yabancı paradır. Bu yüzden para krizlerine döviz krizleri de denilmektedir. Para krizleri sabit kur sisteminde veya dalgalı kur sisteminde piyasadaki iştirakçilerin taleplerini para ile değerlendirilebilen mal ve haklarının tümünü yerli para cinsinden değil de yabancı para cinsinden talep etmelerine bağlı olarak, merkez bankasının talepleri karşılamak için rezervlerinin erimesi sonucunda ortaya çıkan krizlerdir (Bilge, 2009). Krizin para krizi olabilmesi için, döviz kurunda çöküş yaşanması, devlet tarafından devalüsyon ilan edilmesi, beklenmedik şekilde döviz kuru rejiminin değiştirilmesi, böylelikle fon girişlerinin sınırlanması, çok kısa bir sürede para piyasalarının kapatılması gibi süreçlerin yaşanmış olması beklenmektedir (Burkard ve Coudert, 2000: 25). Para ve döviz krizleri ortak özelliklerinden de anlaşılacağı gibi birbirine dönüşebilmekte ve birbirlerinin tetikleyicisi olabilmektedirler.

e. Ödemeler Dengesi Krizi

Dünyada 1990'a kadar ödemeler bilançosu krizleri, 1990 sonrasında bankacılık ve döviz krizleri yaşanmıştır. Krizler, ikiz kriz (twin crises) olarak adlandırılmıştır. Nedeni asimetrik bilgi, risk faktörü, belirsizlik, etkin politika ve güvensizlik ortamının varlığı olarak gösterilmektedir (Karaçor, 2006: 381). Ödemeler dengesi krizi, sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde para krizlerine ödemeler dengesi krizleri adı verilmekte ve kur değişimleri önem kazanmaktadır. 1990 sonrasında yaşanan krizlerin sebebi yüksek sermaye hareketliliğidir, buna da sermaye hesabı krizi denilmektedir. Yüksek hacimli

sermaye girişleri ve içindeki kısa vadeli kredilerin fazla olması sermaye hesabı krizlerinin en önemli unsurlarından sayılmaktadır. Bu iki unsur para ve bankacılık krizlerine de neden olmaktadır (Delice, 2003).

Şekil 1'e göre de, döviz krizleri; ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi olarak ikiye ayrılmıştır. Bu ayrımın amacı, sabit döviz kuru politikası uygulanan ülkelerde döviz krizlerine, ödemeler dengesi krizleri denildiği için döviz rezervlerindeki azalmalara dikkat çekmektir. Esnek döviz kuru politikası uygulanan ülkelerdeki krizler döviz kuru krizi olarak adlandırıldığı için dikkat rezervlerdeki azalmalara değil kur değişmelerine çekilmektedir (Kibritçioğlu, 2001).

f. Döviz Kuru Krizi

Yerli paranın ulusal paralar karşısında değerinin düşürülmesi veya döviz kurunun yükseltilmesiyle yani devalüasyonla merkez bankasının yüksek oranlarda döviz rezervlerini eritmesi veya faiz oranlarını yükseltmek suretiyle parasının değerini korumada zorlanması para veya döviz krizlerine neden olmaktadır (Bilge, 2009).

Kibritçioğlu'na göre de (2001); döviz krizlerinin belirleyicileri beş grup altında toplamıştır. Bunlar:

- Yanlış uygulanan iktisat politikaları ve makroekonomik göstergelerdeki zayıflık,
- Finansal altyapının tam oturmamış olması,
- Belli biri ilişki içinde olan iki taraftan birinin tam ve doğru bilgiye sahipken diğer tarafın yanlış ve eksik bilgiye sahip olması durumunu ifade eden ahlaki riziko ve asimetrik enformasyon olgusu,
- Piyasadaki ödünç vericilerin ve uluslararası finans kuruluşlarının hatalı his ve öngörülerini,
- Terör saldırılar ve beklenmedik olaylar şeklinde sıralamaktadır.

Döviz krizleri öncesinde bir veya birkaçı birden gözlemlenebiliyorsa döviz veya para krizi yaşanmaktadır (Kibritçioğlu, 2001).

5. FİNANSAL KRİZ KURAMLARI

Kriz modelleri, teorik modeller ve uygulama modelleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Finansal krizleri teorik olarak açıklayan modeller birinci, ikinci, üçüncü

ve dördüncü kriz modelleri olmak üzere dörde ayrılmaktadır (Avcı ve Altay, 2013). Krizler yaşandıkları yıl, etkileri, göstergeleri ve sonuçları bakımından farklılık göstermekte, yaşanan krizlerin hepsi birbirinden farklı özellikler taşımakta ve krizleri açıklamak için yeni modeller ortaya atılmaktadır. Ve krizler bu dört model yardımıyla açıklanmaya çalışılmaktadır.

5.1 BİRİNCİ KUŞAK KRİZ MODELİ

Geleneksel kriz modelleri, kanonik veya spekülâtif atak modelleri olarak da adlandırılmaktadır. 1970'lerde Amerika Birleşik Devletleri Federal Rezervde çalışan olan Stephan Salant tarafından birinci nesil kriz modellerinin temelleri atılmıştır. Salant'ın varsayımına göre spekülâtorler ellerindeki malı ancak diğer mallara ve risk faktörlerine göre değerlendirdikten sonra fiyatında bir artış ve yüksek getiri imkânı sunması durumunda ellerinde tutarlar. Yani spekülâtif hareketlerin yıkıcı etkilerinin fiyat istikrarını bozacağını varsaymaktadır (Emirkadı, 2005; Görmez, 2009).

Birinci nesil kriz modellerini tanımlayan ilk model 1979'da Paul Krugman tarafından geliştirilmiştir. Yerli ve yabancı mallar arasındaki ikamenin kusursuz olduğu, sermaye hareketlerinin serbest olduğu, kapsanmamış faiz paritesinin geçerli olduğu, fiyatların esnek ve fiyat düzeyinin satın alma gücü paritesine göre belirlenmesi birinci nesil kriz modellerinin bazı varsayımlarıdır. Modele göre bir ekonomi dört denklem üzerine kuruludur. Bunlar;

- Reel para talebi, nominal faiz oranının bir fonksiyonudur.
- Para arzı, yurtiçi kredilerle, döviz rezervleri toplamına eşittir.
- Satın alma gücü, döviz kurundaki değişime göre belirlenir.
- Kapsanmamış faiz oranındaki değişim döviz kurundaki değişime göre belirlenir.
- Yukarıdakilere ek olarak kapanmamış faiz oranındaki değişim ve beklenen satın alma gücündeki değişim sifıra yakın bir değerdedir (Erdoğan, 2006: 37-38; Özatay, 2015: 537-540).

1970'lerde ve 1982 döneminde Latin Amerika ülkelerinde yaşanan para krizlerini, krizlerin öngörülebilmesini sağlamak ve krizlerin ortaya çıkışını açıklamak için ortaya atılan modeldir. Bu modeller 1984 yılında Flood ve Garber tarafından tekrar incelenmiştir. Modelde hükümet bütçe açıklarının finansmanı için kontrolsüz ve sürekli

para basarak ve para arzını arttırarak karşılamak istemiştir fakat bu politika iktisat politikaları ile arasında çelişkiye sebep olmuştur (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998; Şişman, 2006; Yavaş, 2007).

Birinci kuşak kriz modellerinde finansal krizlerin nedeni olarak; para, maliye ve döviz kuru politikaları arasındaki istikrarsızlık gösterilmektedir. Bu modellerin öngörüsünde; kamu harcamaları, yurtiçi kredi hacminin artması, parasal genişleme, dış ticaret ve cari işlemler dengesinin bozulması, reel döviz kurunun değer kazanması, uluslararası döviz rezervlerindeki azalma, faiz oranlarındaki artış ve enflasyon oranındaki yükselme öncü göstere olarak kabul edilmektedir (Avcı ve Altay, 2013: 49).

Birinci kuşak kriz modellerinin temelinde, para politikası ve maliye politikası ile uyumsuz olan döviz kuru rejiminin varlığı yatmaktadır. Örnekle açıklamak gerekirse; sabit döviz kuru uygulanmakta, yabancı para biriminin dolar, yerli para biriminin lira olarak belirlendiğini bir ekonomi olduğunu varsayalım. Sabit kur sisteminde ekonomiye fazla para sürülmemesi gerekmektedir. Piyasaya para akışının fazla olması yani talep edilmeyen lira sebebiyle dolara olan talep artmaktadır. Bu durumda Merkez Bankası'nın talebi karşılamak için dolar satması gerekecektir. Rezervlerdeki azalmayı önlemek için, dolara olan talebi azaltmak için lira cinsinden hazine tahvili gibi yatırım araçlarını cazip kılacaktır. Lira cinsinden hazine tahvili gibi yatırım araçlarını cazip kılacak ve faizleri yükseltecektir. Merkez Bankası'nın bunu yapmasındaki amaç bütçenin yüksek miktarda açık vermesi, iç finansman yoluyla ve emisyon ile açığın kapatılmak istenmesidir. Hazinesin borçları kısa vadeli faize endeksliyse ve Merkez Bankası faizleri yükseltirse Hazinesin borçlarını daha çok artıracaktır. Buda kredi ve alacak maliyetlerini yükseltecek, satılan mal miktarını azaltacaktır. Döviz talebini azaltacak diğer önlem döviz kurunu dalgalanmaya bırakmaktır. Döviz rezervlerindeki sürekli erime, yurtiçi faizler ile yurtdışı faizler arasındaki farkın açılması krizin öncü göstergeleridir. Spekülatif atak zamanı bilindiği için zayıf iktisadi modeldir.

Krugman'ın modeline göre; çöküş anındaki döviz kuru çöküş öncesi yürürlükte olan sabit kurdan düşük olamaz. Eğer kur çöküş anındaki kur çöküş öncesindeki kurdan düşük olursa spekülatörler daha yüksek kurdan döviz almış olurlar ve zarar ederler. Çöküş anındaki döviz kuru sabit kurdan yüksek olamaz çünkü spekülatörler için

kullanılmamış bir kâr olanağı kaçırılmış olacaktır. Bu yüzden çöküş anındaki döviz kurlarının birbirine eşit olması gerekmektedir (Özatay, 2015: 537-540).

Şişman'a göre (2006), gelişmekte olan ülkelerde uygulanan daraltıcı para ve maliye politikaları ile enflasyonun düşürülmesi, işsizliğin artması ve büyümenin belirsiz hale getirmesi çalışmada kurulan modelin eksikliği olarak gösterilmektedir. Tularam ve Subramanian (2013: 117)'a göre, bu modellerde spekülâtörlerin devalüasyon beklentilerinin artmış olması gerekmektedir. Modelde para krizlerinin neden diğer ülkelere yayılmadığı açıklanmaktadır.

Birinci nesil kriz literatüründeki bilgilerden yola çıkılacak olursa hükümetlerin sabit döviz kuru politikasını sürdürmeye çalışmalarının krizle sonuçlanacak bir durumda rasyonel olmadığı modelin eksikliklerindedir.

5.2. İKİNCİ KUŞAK KRİZ MODELİ

İlk olarak 1994 yılında Gülçin Özkan ve Alan Sutherland tarafından, 1992 yılında İngiltere'de yaşadıklarından yola çıkarak ikinci kuşak kriz modellerini açıklamaya çalışmışlardır. İkinci olarak Maurice Obstfeld 1994 yılında döviz kuru mekanizması krizinden ve İsveç'te yaşananlardan yola çıkarak ikinci kuşak krizleri açıklamaya çalışmıştır (Özatay, 2015: 546).

İkinci kuşak kriz modellerinde; olumsuz beklentilerin, devletin amaçları ile piyasa beklentilerinin çelişmesi, rezerv oranlarının yüksek veya düşük olmasının herhangi bir krize neden olabilme olasılığı üzerinde durulmuştur. Birinci nesil kriz modelleri ile karşılaştırıldığında bu modellerde politik tercihler, beklentiler ve yayılım göstergeleri finansal kriz tahmininde önemli yer tutmaktadır. Bu göstergelerin başlıcaları; endüstriyel üretimde azalma, hisse senedi fiyatındaki değişmeler, cari işlemler dengesinin bozulması, kısa dönemli borç miktarı, portföy yatırımları, yurtdışı faiz farklılığı, enflasyon oranının artmasına bağlı olarak ticaret hadlerdeki bozulmalar şeklinde sıralanmaktadır (Avcı ve Altay, 2013: 49).

1990'ların başında Avrupa Para Sistemi ve buna bağlı Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Avrupa'da ortaya çıkmıştır. Avrupa Para Sistemi yönetilen dalgalı kur sistemidir. Bu kur sisteminde iki ülkenin para birimlerinin karşılıklı değerleri krizden önce kurların dalgalanma aralığının genişliği, orta noktadan yukarıya ve aşağıya %2,25'erden toplamda yüzde 4,50'dir. Bu aralığın dışına çıkma eğilimi gösteren döviz kuru merkez bankalarının müdahalesi ile tekrar belirlenen aralığa çekilmeye

çalışılmaktadır. Sistemdeki ülkelerin para birimlerinin değerleri Alman markına sabitlenmiş ve 1990'da sisteme üye ülkelerdeki sermaye kontrolleri kaldırılmıştır.

1992'de Almanya'da yüksek faiz hadleri, Danimarka'da seçmenlerin Maastricht Anlaşması'nı reddetmesi, aynı zamanda doların değer kaybetmesiyle, ülkelerin rekabet güçlerinin azalması sonucunda birçok ülke zamanı bilinmeyen spekülasyon ataklarıyla karşı karşıya kalmaktadır. Spekülasyonun ardından ülkeler dalgalı kur rejimine geçişi engellemek için ülkeler döviz satmak durumunda kalacak olursa faizlerin artması, iç talebin azalması, şirketlerin satışlarının düşmesi, işçi çıkmalarının artması sonucu işsizliğin artması, firmaların kredilerini geri ödeyememesi bankaların tahsilatını yapamamaları ile sonuçlanacaktır. Bu durumun hükümet için maliyet unsuru doğurmaktadır. Problemin çözümünde izlenecek diğer yol ülkelerin devalüasyona gitmeleridir ki bununda enflasyon oranını yükseltmesi beklenmektedir. Ülkeler ya dalgalı kur politikası izleyecek ya da enflasyon oranları yükselecektir (Özatay, 2015: 545-546).

Bu aşamada modele göre beklentiler sabit kur sisteminden dalgalı kura geçeceği şeklindeyse, ülkeler döviz kurunu korumanın maliyeti artacaktır. Yatırımcıların rasyonel davrandığı varsayılırsa, ellerinde ulusal para cinsinden tuttıkları mali varlıkları satmaya kalkacaklar veya dövizde çevirmek isteyeceklerdir. Modele göre beklentilerin iktisat politikaları ile çelişmesi nedeniyle, yani merkez bankasının sabit döviz rejimini korumak için çaba sarf etmemesi ve/veya kur savunma maliyetinin yüksek olmasından kaçması kur istikrarsızlığını arttıracak ve spekülasyonun bekleyişlerinin rakipleri ve merkez bankası tarafından doğrulanması sonucu sabit kur sistemi yıkılacak ve döviz krizi ortaya çıkacaktır.

Spekülasyonun beklentilerinin gerçekleşmesi halinde karar alırken aynı davranışı sergilemeleri "sürü psikolojisi" olarak adlandırılmaktadır. spekülasyonun sebep olduğu sürü psikolojisi etkisiyle bir ülkedeki krizin birbiriyle ilişkisi olmayan birçok ülkeye "bulaşma"sı sonucunu doğurmakta ve spekülasyon saldırısını derinleştirmektedir. Sonuç olarak, devalüasyon beklentisi ya da kendi kendini doğrulayan spekülasyonun kendisi devalüasyonun en önemli nedeni sayılmaktadır (Şişman, 2006). Kurlardaki dalgalanmalar bazı sonuçları da beraberinde getirmiştir. İtalya, Avrupa Para Sisteminde kurun belirlenen aralıkta tutulamaması sebebiyle sistemden çıkmış, İspanya ve Portekiz devalüasyona gitmiştir. Finlandiya parasını dalgalanmaya bırakmıştır. 1990'da sisteme giren İngiltere, 1992'de sistemden çıkmıştır

(Özatay, 2015).

Özetle birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin farkları şu şekildedir; birinci nesil modellerde kriz kaçınılmazdır. Krizler önceden tahmin edilebilmektedir. Beklentiler kendi kendini besleyen nitelikte olduğu için krize yol açmakta ve hızlandırmaktadır. Devletler krizleri önlemede makroekonomik politika uygularken seçim yapmaktadır. Uygulanan politikalar makroekonomik göstergelerin bozulmasına ve krizlere neden olmaktadır. İkinci kuşak modellerde kriz bulaşıcıdır.

Krizler önceden tahmin edilememektedir. Devletler krizleri önlemede makroekonomik politika uygularken seçim yapmaktadırlar. Makroekonomik göstergelerde bozulma kriz sürecini hızlandırmaktadır (Yavaş, 2007; Durmuş, 2010: 37; Gögebakan, 2014: 28). İkinci kuşak modellerinde dengeler arası geçişin açıklanmaması ve ekonomistlerin piyasa krizlerinde finansal krizlerin etkisini yalnızca hafif olarak tanımlaması modelin eksiklikleri olarak sayılabilmektedir (Tularam ve Subramanian, 2013: 117).

5.3. ÜÇÜNCÜ KUŞAK KRİZ MODELİ

Birinci ve ikinci nesil kriz modelleri 1970'lerden 1990'ların ortalarına kadar yaşanan pek çok iktisadi krizi açıklamaya çalışmıştır fakat 1997 Asya krizinin birinci ve ikinci nesil krizlerle açıklanamaması krizleri açıklamaya yönelik akademik çalışmalarda yeni modellerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bu çalışmalara üçüncü nesil kriz modelleri adı verilmiştir (Yılmaz vd., 2005). Ülkeler arasında krizin sirayet etme nedenini açıklayan modeller 1998 yılında Krugman tarafından yazılmış olan Hükümetin Ahlâkî Risk Yaklaşımı ve Sach (1998)'in finansal atak yaklaşımı tezlerine dayanmaktadır. Bu modeller bankacılık krizi ile para krizlerinin birbirlerini devinime geçirdiği ve bir sektörde patlak veren kriz diğer sektörlerle bulaşmakta ve bu durum kısır döngü yaratmaktadır (Durmuş, 2010).

Kriz 1996 yılında bütçe fazlası veren Tayland'da patlak vermiştir. Hızla Asya ülkesi olan Kore, Filipinler, Malezya ve Endonezya'ya sıçramıştır. Bu dönemde Endonezya'nın kamu bütçesi denk, Kore ve Tayland'ın kamu bütçesi fazla vermekte iken Malezya ve Filipinlerin kamu bütçeleri GSMH' larının yüzde 0,5'i kadar açık vermektedir. Asya ülkelerinde maliye politikaları istikrarlı bir şekilde uygulanmaktadır. Kriz öncesi dönemde bu ülkelerde yüksek işsizlik oranlarının olmaması sabit döviz kuru rejiminin korunmasında her hangi bir engelle karşılaşılmayacağı anlamına gelmektedir.

Bu ülkeler kriz ile beraber devalüasyona gitmiş fakat büyüme üzerindeki baskıyı hafifletmeye çalışmıştır. Bu yöntem ülke ekonomilerindeki daralmayı engelleyememiştir. Bu model büyüme oranlarında iyileşme görülseydi ikinci kuşak kriz modelleriyle açıklanabilmektedir. Bu tür bir iyileşme görülmemesinden dolayı 1997-98 Asya krizi modeli birinci ve ikinci kuşak kriz modeliyle açıklanamamaktadır (Özatay, 2015; Akdemir, 2017). Bu modellerde önceden belirlenen politika karması yoktur ancak politikalar ekonomideki değişmelere cevap vermekte ve ekonomik ajanlar beklentilerini oluştururken bu ilişkiyi dikkate almaktadır. Üçüncü kuşak kriz modellerinin ana göstergeleri; yerli kredi/ GDP, M2/uluslararası rezervler, M2 çarpanı, hisse senedi fiyatları, banka mevduatları ve bankacılık krizleridir (Tularam ve Subramanian, 2013: 112).

Avcı ve Altay (2013: 49)'a göre üçüncü nesil modeller krizlere ilişkin birçok farklı özelliğe sahip olan modellerden oluşmaktadır. Modellerde krizlerin nedeni bankacılık ve finans sektöründeki dengesizliklerden kaynaklandığı ve para ve bankacılık krizlerinin birbirine sebep olduğu görülmektedir.

Üçüncü kuşak krizler aşırı dış borç, bilgi eksikliği, kurumların bilançolarındaki bozulmalar ve krizin ülkeler arasında yayılması gibi nedenlerden kaynaklanmaktadır. Krizlerin öngörüsünde bankacılık denetimlerinin zayıf olması, borçlanmaların birçoğunun döviz üzerinden yapılması, yurtdışı faiz farklılıklarındaki artışlar ve ödemeler dengesindeki bozulmalar öncü sayılabilecek bazı göstergelerdir. Üçüncü nesil krizlerin temeli şirketler kesiminin veya finansal kesiminin bilanço yapısındaki bozulmalara dayandırılmaktadır. Bu bilanço bozulmaları; balonlar ve bilançolar, açık döviz pozisyonu, vade uyumsuzluğu öz kaynakları azaltıcı yönde çalışmaktadır. Sorunlu krediler, yetersiz öz kaynak ve yüksek kaldıraç oranı da krizlerin nedeni olarak görülmektedir (Özatay, 2015: 282). Üçüncü nesil modeller ödemeler bilançosunun sermaye hesabına odaklanırken, birinci ve ikinci modelleri ödemeler bilançosunun cari işler hesabına odaklanmaktadır (Tularam ve Subramanian, 2013: 112).

Finans sektöründe kreditor konumunda olan kişiler veya kurumların, krediyi alan kişiler veya kurumlar hakkında yeterli bilgiye sahip olmamasından ötürü oluşan soruna asimetrik bilgi sorunu adı verilmektedir. Asimetrik bilgi sorunu üçüncü kuşak kriz modellerinde ters seçim ve ahlaki risk sorunlarına sebep olmaktadır: Bu sorunlar bankaların bilançoları yardımıyla elde edilmekte olup finansal sektör göstergelerini içermektedir. Ahlaki risk sorunu kredi talebinde bulunanın, kredi sağlayıcısının bilgisi

dışında, onaylamadığı alanlarda kullanmasıdır ki bu durum verilen kredinin geri dönme olasılığını azaltmaktadır. Ters seçim sorunu ise taraflar arasında finansal işlem gerçekleşmeden önce ortaya çıkmaktadır. Buna göre kreditorler asimetrik bilgi sonucu verecekleri kredinin geri ödenmeme riskinden dolayı faiz oranını yüksek bir düzeyde tutacak ve istenmeyen durumlar için önceden önlem almış olacaklardır. Kısaca kredinin geri ödenmeme olasılığı olan potansiyel borçlulara verilmektedir (Emirkadı, 2005: 42; Fidan, 2011: 41; Tularam ve Subramanian, 2013: 102-103; Bülbül, 2018). Bu durum Akerlof (1970) limonu sorunu ile de açıklanabilmektedir.

George Akerlof (1970), asimetrik bilgi sonucu ters seçim problemini, ikinci el piyasasındaki, yeni arabalar (iyi), ikinci el arabalardır (kötü, limon). Arabasını satmak isteyen bir satıcının alıcıya göre kendi arabası hakkında daha fazla bilgiye sahip olması alıcıyı yanıltabilir. Alıcının iyi araba ve kötü araba arasında bir ayırım yapamayacak olması iki arabanın aynı fiyattan satılması ile sonuçlanacaktır. Alıcı arabasının değerini belirleyememiş olacaktır. Bu durumda bilgi asimetrisi ters seçime neden olacak ve iyi araba sahipleri piyasadan çekileceği için kötü arabalar piyasayı ele geçirecektir. Bu durum finansal piyasalarda kredi kurumlarının kredi tayinlemesine neden olmaktadır. Kredi tayinlemesi ise; kredi talep edenlerin yüksek faiz ödemeleri fakat hiç kredi tahsis edememeleri, kredi kurumunun kredi talep eden işletmenin istediği tutarın altında kredi tahsis etmesi şeklindedir. Kredi tayinlemesi yöntemi ters seçim ve ahlaki tehlikeye karşı uygulanmaktadır (Fidan, 2011: 41).

Bu durum para krizine çözüm bulmak ve yanlışların nedeninin araştırılması için gerekli olmasına rağmen üçüncü kuşak kriz modellerinin eksikliği olarak görülmüştür (Tularam ve Subramanian, 2013: 117).

5.4. DÖRDÜNCÜ KUŞAK KRİZ MODELİ

Bu modelin fikir babası Paul Krugman (2001)'dir. Dördüncü kuşak kriz modelinde krizlerin açıklanmasında döviz kuru, sosyal faktörler ve varlık fiyatları etkili olmuştur. Modelin temel değişkenleri; varlık fiyatları, etik gerginlik, politikalar, hukukun üstünlüğü, güven, kültür, sosyal normlar, mülkiyet hakları ve hükümet türleri olarak sıralanmaktadır. Modelin özellikleri şöyle sıralanabilir;

- Finansal kurumlar ve finansal sistemler arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır.
- Piyasa fiyatlarında yer alan ileriye dönük bilgilere dayandırılmaktadır.

- Ekonomik finansal kural ve düzenlemeleri, hissedarların haklarını, finansal sistem üzerindeki şeffaflığı, devlet denetimini ve devletteki bozulmaları vurgulanmaktadır.

Modelde likit piyasalar aracılığıyla sağlanan piyasa fiyatlarına bağıllık, likit piyasaların yokluğunda sınırlandırılmakta ve dördüncü kuşak kriz modellerinin eksik yönü olarak gösterilmektedir (Tularam ve Subramanian, 2013'den akt. Bülbül, 2018: 22). Literatür taraması yapıldığında dördüncü nesil kriz modellerini açıklamada, bütçe açıkları, hiperenflasyon, rezervler, güven, politik istikrarsızlık, yolsuzluk, demokrasi, sosyal uyum, demokrasi gibi değişkenler ön plana çıkmaktadır (Breuer, 2004'den akt. Bülbül, 2018: 21).

6. KÜRESELLEŞME VE 1990 SONRASI YAŞANAN KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLEŞİMİ

1900'lü yılların en büyük krizi 1929 Dünya Bunalımıdır. 1970'lerden itibaren artmaya başlayan uluslararası sermaye hareketleri, Bretten Wood's siteminin çökmesi ve petrol krizlerinin patlak vermesi krizlerin fitilini ateşlemiştir. Kriz nedeniyle bankalarda biriken fonların yani yatırım için pazar arayan sermayenin hızlı büyüme ve rekabet politikası izleyen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birbirine eklememesi, ülke ekonomilerindeki bir gribin diğer ülke ekonomilerine bulaşmasına neden olmuş ve finansal kriz kavramı kemikleşmiştir (Gedikli, 2010; Akdemir, 2017).

Türkiye'de 1980 öncesi dönem politik, ekonomik ve sosyal açıdan sıkıntılı bir dönemdir. Bu sıkıntılı dönemin ardından 24 Ocak 1980'de ekonomik istikrar politikasının izlenmeye başlamasıyla yeni bir döneme girilmiştir. Bu politikalar yardımıyla ekonomik istikrarsızlıklar giderilmeye çalışılmış, enflasyonun kontrol altına alınması hedeflenmiş, ödemeler bilançosundaki açıklar kapatılmaya çalışılmış, ithal ikameci politikalar yeniden gözden geçirilmiş, dış ticaretin önündeki engeller kaldırılmış, faiz oranı ve döviz kuru aşamalı olarak dalgalanmaya bırakılmıştır. Türkiye ekonomisi fiilen liberalleşmeye başlamıştır (Mangır, 2006).

Kısaca bu dönemde yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmıştır. Ve durum böyle olunca dünyada olduğu gibi Türkiye'de de liberalizasyon sonrasında krizler yaşanmıştır. Yaşanan bu krizlerin temel sebebi olarak ekonomide istikrarın tam anlamıyla sağlanamamış olması, gerekli kurumsal ve yasal düzenlemelerin yapılmadan liberalleşme sürecinin başlatılması gösterilmiştir. Bu nedenlere ek olarak 1990 sonrası

Türkiye’de yaşanan krizlerin nedeni olarak dışsal etkenler, iç borç dinamiğinin sürdürülememesi gösterilmektedir (Ural, 2003: 16). Bu dönemde dünyada yaşanan bazı önemli krizler: Latin Amerika Krizi, 1994 Meksika Krizi, 1995 Arjantin Krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 2001 Arjantin Krizi ve 2008 Mortgage Krizi’dir. Türkiye’de yaşanan finansal krizler ise 1994 Krizi, 1998 Krizi, Kasım 2000 Krizi ve Şubat 2001 Krizi’dir.

6.1. DÜNYADA YAŞANAN EKONOMİK KRİZLER

6.1.1. 1929 Ekonomik Kriz

Kriz 1929 yılında ABD’de patlak vermiştir. Kriz borsada çöküşle başlamış daha sonra reel sektöre sirayet ederek ekonomik daralmaya sebep olmuştur. ABD’de borsa bir ay içinde yaklaşık 35 milyar dolar kaybetmiştir. Bu kayıp İngiltere ve diğer Avrupa ülkelerine de yayılmıştır (Apak, 2002: 6; Öz, 2009: 2). Büyük bunalım parasal nedenler bazında incelendiğinde 1928’den itibaren sıkı para politikaları uygulanmış ve bu uygulama sonucunda yatırım ve tüketim harcamalarındaki azalmanın krizi tetiklediği öne sürülmüştür (Öz, 2009: 2).

ABD, Birinci Dünya Savaşından sonra ülkelerin kreditorü rolünü üstlenmiştir. Almaya ve İngiltere’ye verdiği borçların karşılığı olarak altın talep etmiştir. Bu dönemde dünyada altın stoku yetersiz olduğu için Almanya ve İngiltere borçlarını ABD’ye mal ve hizmet olarak ödemek mecburiyetinde kalmıştır. Bu durum ABD’nin kendi mal ve hizmet sektörünü olumsuz etkilemiştir. ABD bu olumsuzluğun etkilerini azaltmak için gümrük duvarı uygulamasına geçmiştir. Gümrük duvarı uygulaması dış ticaret hacmini küçülmesine neden olmuştur. ABD’nin savaş sonrasında savaşın yaralarını sarmak için verdiği borçlar tahsil edilememiştir (Pusti, 2013). Benzeri durumların yaşanması ekonomiyi krize sürüklemiştir.

Kriz ortamını hazırlayan etkenler arasında uluslararası ekonomik ve politik koşullarla yapısal değişiklikler, altın standardına bağlı kur sisteminin varlığı sayılmaktadır. Birinci Dünya Savaşı sonrasında küresel işbirliğini engelleyen Versailles Anlaşması’yla askeri boyut ekonomik boyuta taşınmıştı. İkinci Dünya Savaşı sonrasında ki çatışmaların ve bunalımın sebebi olarak Versailles Anlaşması gösterilmiştir. İki savaş arası dönemde ülkeler arasındaki güç dengeleri değişmiştir. İngiltere güç kaybederken ABD başta olmak üzere diğer ülkeler güç kazanmaya başlamış, uluslararası uyum ortadan kalkmıştır (Öz, 2009: 5).

Sonuç olarak New York Borsası'nda Dow-Jones sanayi endeksi 1928'den 1929'un Ekim ayına kadar yüksek getiri sağlarken New York Borsasındaki krizle beraber 24 Ekim 1929 günü Dow-Jones sanayi endeksi neredeyse %47 oranında düşmüştür. Hisse senedi fiyatları düşmüş, borsanın yükselişi durmuş, yabancı yatırımcılar ellerindeki menkul kıymetleri hızla satmıştır. ABD tedbir almakta gecikmiş ve spekülasyon işlemler krizi tetiklemiştir. Faiz oranları yükselmiş bunun üzerine düzenlemelere gidilmiştir. Uluslararası iş birliği sekteye uğramış, ülkelerin ticaret gelirleri azalmış, ticaret hacimleri daralmış ve devletçilik önem kazanmıştır. Bu dönemde 4.000 civarında banka batmıştır. Binlerce kişinin serveti yok olmuş, işsizlik oranı %50 oranında düşmüş, evsizlerin oranı hızla artmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde toplumsal bunalım yaşanmıştır. Krizin etkileri 1932 yılının sonuna kadar sürmüştür (Apak, 2002: 6; Öz, 2009: 2).

İşsizlerin sayısı 1931'de 40 milyona ulaşmıştır. Sanayileşmiş ülkelerde çalışma saatleri azaltılmıştır. Ekonomisi tarıma dayalı ekonomilerde gizli işsizlik oranları yükselmiştir. ABD'de ki işsizler 12 milyonu, Almanya'da ki işsizler 6 milyonu ve İngiltere'de ki işsizler 2.5 milyonu geçmiştir. Toptan fiyatlar endeksi 100 üzerinden ABD'de 68, İngiltere'de 67, Almanya'da 70, Fransa'da 68'e düşmüştür (Apak, 2002: 13).

Kriz devlet ekonomisini derinden etkilemeye başlamıştır. Krizin neden olduğu tahribatın giderilmesi için ekonomide bazı düzenlemeler yapılmıştır. Ülkeler arasındaki rekabetin olumsuz etkilerini en aza indirmek amacıyla gümrük tarifeleri arttırılmış, bazı kısıtlamalar uygulanmış, genel fiyatlarda yaşanan düşüş yatırımcıları caydırmış ve dünya ticaretinin azalmasına neden olmuştur. Yapılan düzenlemelerle 1929 yılındaki bütçe açığının kapatılması hedeflenmiştir (Apak, 2002: 13).

6.1.2. 1973 Petrol Krizi

1973 Petrol Krizi, savaşın Müslümanların mübarek ayı olan Ramazan Ayına, İsraililerin kutsal ayı olan Yom Kippur'a rastlaması dolayısıyla Mısır-Suriye-İsrail arasında olan bu savaş Yom Kippur Savaşı olarak adlandırılmıştır (Mut, 2010).

Arap- İsrail savaşının fitili, Suriye ile Mısır'ın 6 Ekim 1973 tarihinde İsrail'e savaş açmasıyla ateşlenmiştir. Bu savaşın büyük bir krize yol açacağı düşünülmektedir. Arap ülkelerinde Batılı devletlerin İsrail'i desteklediği düşüncesi kriz çıkma olasılığını arttırmıştır. Arap ülkeleri kaybedilen toprak bütünlüğünü tekrar sağlamak için petrolü

Batılı ülkelere karşı baskı uygulamak için koz olarak kullanmış ve tüm bu yaşananlar sonucunda petrol krizi patlak vermiştir. Kısaca, Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri Birliği (OAPEC) ülkelerinin Batılı ülkelerin İsrail'e destek vermesi sonucunda uygulanan petrol ambargosu 1973 Petrol Krizi olarak adlandırılmaktadır (Öztürk ve Saygın, 2017).

Uygulanan ambargo ile OAPEC üyeleri, Filistin'in yasal güvence altına alınmaya, İsrail'in işgal ettiği topraklardan çekilinceye kadar 1 Ekim itibariyle başlamak üzere petrol üretimini her ay %5 oranında azaltma kararı almışlardır. Petrolün fiyatının artırılması ile ihracatçı ülkeler zenginleşmiş ve bu ülkelere akan sermayeye "petro dolar" adı verilmiştir. Artan fiyatlar ithalatçı ülkelerin maliyetlerini arttırmıştır (Öztürk ve Saygın, 2017: 2-3).

Yaşanan fiyat artışları sonucunda OAPEC ülkeleri Arap- İsrail savaşında İsraili destekleyen Batılı ülkelere ambargo uygulamış ve uygulanan ambargonun kısa vadede etkileri görülmüştür. Ambargonun Batılı devletlere karşı uygulanması petrol fiyatlarının dört katına çıkmasına sebep olmuş ve petrol ihraç eden ülkelerin petrol gelirleri Ortadoğu ülkelerinin eline geçmeye başlamıştır. Üretim maliyetleri kriz nedeniyle artmış ve bu artış tüketiciyi olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde ekonomilerde yaşanan daralmalar durgunluğu da beraberinde getirmiştir. Sonuç olarak stagflasyon ile karşı karşıya kalınmıştır. Böylelikle 1973 Krizi Keynes'in işsizlik ve enflasyonun bir arada yaşanamayacağı tezi 1973 Yom Kippur Krizi ile çürütülmüş ve Keynesyen ekonomiye olan güven azalmıştır (Öztürk ve Saygın, 2017: 2).

6.1.3. Latin Amerika Krizi (Tekila Krizi)

Latin Amerika'da 1970-1980 dönemi istikrar arayış yıllarıdır. Bu dönemde Brezilya, Arjantin ve Meksika'da düşük büyüme rakamlarını artırmak için sanayileşme ve altyapıyı iyileştirme çalışmalarında kullanmak üzere dış borç almıştır. Brezilya, Arjantin ve Meksika'da alınan dış borçlar borç yükünü arttırmış ve ülkeler artan borç yüküne uyum sağlayamamış, borçların geri ödenemez duruma gelmiştir. Krizin derinleşmesini önlemek amacıyla gerekli önlemler zamanında alınamamıştır (Bahçeci, 1997: 31).

Finansal sektör, borç yükü tarafından baskı altına alınmıştır. Piyasalardaki baskı kredilerin devlet eliyle verilmesine, menkul kıymet borsaları ve faaliyete yeni başlayacak mali kurum ve kuruluşların bazı engellerle karşılaşmasına, sıkı politika uygulamalarına ve sermaye hareketlerinde sınırlamaya gidilmesine neden olmuştur.

İzlenen politikalar Latin Amerika ülkelerinde finansal sektörün daralmasına neden olmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 110). Finansal sistemin üzerindeki baskıyı hafifletmek için ülkeler borç almak zorunda kalmıştır. Borç alan ülkeler IMF ve diğer kurum ve kuruluşların şart koştuğu gibi dışa açılmak ve finansal serbestlik reformları yapmak zorunda kalmışlardır. Bu ülkelerin reform yapma amacı kronikleşen enflasyonun düşme beklentisidir. Fakat beklenenin aksine enflasyon daha da yükselmiştir (Gögebakan, 2014: 12).

Gelişmiş ülkelerdeki birkaç bankanın kredi desteğini geri çekmesi dış borç krizinin nedenini açıklamaktadır. Döviz kurlarındaki aşırı değerlenme, reel faiz oranlarının yükselmesi, yüksek kronik enflasyon rakamları, ihraç ürünlerinin ucuzlaması, yurtdışına sermaye çıkışının artması, bankaların kredi portföyelerine ilişkin bilgi vermek zorunda olmaması, şüpheli alacak karşılıklarının düşük tutulması gibi aksaklıklar krizin yayılmasına sebep olmuş ve hızlandırmış, etki alanını genişletmiş ve krizi derinleştirmiştir. Gelişmiş ülke bankalarından alınan kamu borçlarının bütçe açıklarının finansmanında ve özel sektöre kredi aktarımında kullanılması borcun temel nedeni olarak gösterilmiştir (Bahçeci, 1997; Eren, 2010; Güntay, 2013).

Bu dönemde Latin Amerika ülkelerine akan uluslararası sermaye hareketlerinin durma noktasına gelmesi yeni reformlara ihtiyaç duyulduğunun göstergesidir. Yeni reformlar şu şekilde sıralanmaktadır. Sermaye hareketlerinin arttırılması amacıyla faiz oranları serbest bırakılmıştır. Kredi kullanma ve kullandırmanın yavaşlatılması gerektiği vurgulanmıştır. Tüm kurumlar için eşit şartlar sağlanması adına zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi, sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, ulusal ve uluslararası bankaların piyasaya girişini engelleyen yasaların kaldırılması gerektiği ve etkili bir denetim sistemine duyulan ihtiyaç vurgulanmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 111).

6.1.4. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM)Krizi

Sistemin temelinde kurucu ülke olarak yer alan Belçika, Almanya Federal Cumhuriyeti, Fransa, İtalya, Lüksemburg ve Hollanda tarafından 1951'de Paris Antlaşması ile Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu'nun (AKÇT) temelleri atılmıştır. Amaç, İkinci Dünya Savaşı sonrasında barışı sağlamak, kurumlar arası işbirliğini canlandırmak ve üye ülkeler arasında kömür ve çelikte ortak pazar oluşturmaktır. Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET) ve Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu (AAET) üye

ülkelerin 25 Mart 1957'de Roma Anlaşmasını imzalaması ile kurulmuştur. Topluluğa üye ülkeler arasındaki gümrük vergileri 1 Temmuz 1968'de kaldırılmıştır. Topluluğa üye ülkeler ticaret ve tarıma ilişkin ortak politikalar uygulamıştır. Topluluk 1973'te Danimarka, Birleşik Krallık ve İrlanda'nın katılımıyla dokuz üye ülkeye ulaşmış ve daha genel politikalar uygulanmıştır. Daha sonra 1 Temmuz 1967'de AKÇT, AET ve AAET' nin yürütme organları birleştirilmek üzere anlaşma imzalanmıştır. Tek konsey ve tek komisyon oluşturulmuştur. 1975'te Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu kurulmuştur. Yeni sosyal ve çevresel politikalar geliştirilmiş ve 1979'da Avrupa Parlamentosunda ilk seçimler yapılmıştır (Fontaine, 2012).

1970'li yıllarda Avrupa ülkelerinde parasal entegrasyon oluşturulamamıştır. Fakat 13 Mart 1979'da Almaya ve Fransa Avrupa Para Sistemi yürürlüğe konulmuştur. Avrupa para sisteminin yürürlüğe girmesi Avrupa Birliğinin sağlanmasında önemli bir adımdır. Bu sistemle topluluğa üye ülkelerin ekonomik istikrarının sağlanması ve üye ülkeler arasında uygulanacak politikaların uyumu amaçlanmıştır. Bu sisteme Avrupa Birliği'ne üye bütün ülkeler katılırken İngiltere bu sistemin dışında kalmış ve sabit ama ayarlanabilir döviz kuru mekanizmasına dâhil olmuştur (Özbay, 1997). Yeni üye olarak Yunanistan (1981), İspanya ve Portekiz (1986) topluluğa katılmıştır. Üyelerin artmasıyla birlikte bölgesel yardım programlarının uygulanması gerekli hale gelmiştir. 1 Kasım 1993 Maastrich Anlaşması ile Avrupa Birliği (AB) kurulmuştur. AB'nin kurulmasındaki amaç ortak bir dış politika ve güvenlik politikasının, adalet ve içişleri konusunda sıkı işbirliğinin, tek bir para biriminin dâhil edilmesiyle ekonomik ve parasal birliğin oluşturulması için temel oluşturmaktır (Fontaine, 2012).

Kısaca 1922-1993 yıllarında Avrupa Para Sistemine Almanya girmesiyle spekülasyon şokları karşısında İngiltere ve İtalya para birimlerini koruyamamış ve ERM'den çekilmiştir. Böylece Avrupa Birliğinin ilk krizi yaşanmıştır. ERM sistemi İspanya ve Portekiz'in paralarını Alman markına karşı devalüe etmelerinin ardından çökmüştür. Para birimlerinin dalgalanma bandı %15 genişlemesiyle son bulmuştur (Bayar, 2014: 217-228).

6.1.5. 1994 Meksika Krizi

Meksika'da uygulanan kur rejimleri kronolojik olarak incelenecektir. 19 Nisan 1954- 31 Ağustos 1976 döneminde sabit kur rejimi uygulanmıştır. 1954'te bazı olumsuz koşullar sonucunda pezo devalüe edilmiş ve dolara karşı 12.50'de sabitlenmiştir.

1 Eylül 1976- 5 Ağustos 1982 döneminde yönetimli dalgalanan kur rejimi uygulanmıştır. Meksika’da 1976 yılında yayınlanan yıllık rapora göre dalgalı kur rejiminin seçilmesinde iç ekonominin performansındaki olumsuzluklar, yüksek enflasyon oranlarının görülmesi, ekonomik büyüme rakamlarının yavaşlaması, kamu açıklarındaki artış, iç üretimdeki dengesizliklerin neden olduğu bozulmalar etkili olmuştur. 6 Ağustos- 31 Ağustos 1982 döneminde çoklu döviz kuru rejimi uygulanmıştır. Bu dönemde uygulanan kur rejimi seçimini petrol gelirlerine bağımlı bir ekonominin varlığı, petrol fiyatlarındaki düşüşün döviz kuru beklentilerini olumsuz etkilemesi, devalüasyon ilan edilmesi, ücret revizyonu etkilemiştir. Kısır döngüyü kırmak için bazı önlemler alınmıştır. Kur rejimi ‘imtiyazlı’ ve ‘genel’ olmak üzere iki şekilde uygulanmıştır. Nasıl uygulanacağı Yıllık Raporda açıklanmıştır. Ve borç ödemelerinin dolara karşı sabitleme işlemlerine ‘mexdollar’ adı verilmiştir. 1 Eylül- 19 Aralık 1982 döneminde kontrollü döviz kuru rejimi uygulanmıştır. 20 Aralık 1982- 4 Ağustos 1985 döneminde döviz kontrolü uygulanmıştır. 1982’de Cumhurbaşkanının değişmesi sonucunda kontrol edilen ve serbest bırakılan iki kur rejiminin aynı anda uygulanacağı duyurulmuştur. Ve Temmuz 1985’de döviz kuru %20 devalüe edilmiştir (Banco De Mexico, 2009: 2-7).

5 Ağustos 1985- 10 Kasım 1991 döneminde Regulated Float uygulanmıştır. Bu uygulamada kur günlük olarak belirlenmektedir. 1987 yılında Meksika pezosu, ABD dolarına endekslenmiştir. 1991 yılına kadar döviz kuru plan dâhilinde dalgalanmış ve dalgalanabileceği aralık genişletilmiştir. Finansal sistemin düzenlenmesi amacıyla başlayan girişimler özelleştirmelerle başlamış, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması’na üye olunarak dış ticaretin serbestleşmesiyle devam etmiştir. 1989 yılında sermaye hareketlerinde sağlanan serbestleşme ile birlikte kısa vadeli sermaye girişleri artmıştır. Hızlanan sermaye girişleri Meksika borsasını geliştirmekte olan ülke borsaları arasında ikinci sıraya taşımıştır. Bankacılık sektöründe yapılan liberalizasyonlarla ülke uluslararası yatırımcıların dikkatini çekmiş ve sermaye girişleri hız kazanmıştır (Keskin, 2008; Banco De Mexico, 2009: 8; Eren, 2010; Güntay, 2013).

Sermaye hareketlerine karşı duyarlılığın artması farklı finansal araçların ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Standart pesoya endeksli bononun yani Cetes’in yerine, dövize endeksli bononun yani Tesobono’ nun satışına başlanmıştır. İç borçlanma Cetes’den, Tesobono’ya kaymıştır. Yatırımcıların Cetes’e olan güveni azalmış ve nominal faizlerde artışa neden olmuştur (Bahçeci, 1997: 51).

Meksika ekonomisi 1989 yılında reel büyüme geçmiş, 1990-91 Körfez Krizinin etkisiyle petrol gelirlerine dayalı büyüme gerçekleştirilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda Meksika pezosu aşırı değerlenmiştir. Meksika’da cari işlemler açığı hızla artmıştır (Banco De Mexico, 2009: 8; Eren, 2010; Guntay, 2013). 11 Kasım 1991- 21 Aralık 1994 döneminde döviz kurunun günlük olarak genişleyen bir bant içinde yüzmesine izin verilen bir sistem uygulanmıştır. Kur bandı 20 Aralık 1994’te %15 oranında genişletilmiş fakat uluslararası rezervlerdeki erimeler engellenemediği için 22 Aralık 1994’te serbest kur rejimine geçilmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 115).

1994 yılında pezonun devalüe edilmesiyle pezoya karşı duyulan güvenin azalması faiz oranlarının yükselmesine neden olmuş ve ülkeden sermaye çıkışı yaşanmıştır. Yapılan devalüasyonlar yeterli bulunmamış ve bankaların özelleştirilmesiyle birlikte kriz ortamı oluşmuştur (Keskin, 2008; Banco De Mexico, 2009: 8-10; Eren, 2010; Guntay, 2013).

Krizin Güney Amerika’ nın Brezilyayı, Paraguay’ı, Arjantin’i ve Uruguay’ ı içine alan kısmı üzerindeki etkisine “Tekila Etkisi” denilmektedir. Bu ülkeler literatürde güney konisi olarak adlandırılmaktadır. (Guntay, 2013: 53). Net sermaye girişlerinin 1990’ların başında artması, ulusal ve uluslararası makro dengesizlikler, reel kurun değer kazanması, kurum ve kuruluşlarca verilen borçların uzun vadeli değil kısa vadeli olması, bankacılık sisteminde yaşanan problemler ve iç borcun peso aleyhine dolar lehine değişmesi Meksika peso krizinin nedenleri arasında gösterilmektedir (Bahçeci, 1997: 53). Guntay (2013)’ın çalışmasına göre para krizinin borç krizine dönüşmesi, bankacılık sisteminde yaşanan aksaklıklar, politik ve siyasi istikrarsızlıkların yabancı sermaye çıkışına neden olması krizin nedenleri arasında sayılmaktadır (Guntay, 2013: 55-56).

Şubat 1994’den itibaren ABD’nin faizi yükseltmesi Meksika’daki faiz oranlarında yükseliş yönünde baskıya neden olmuştur. Bu durum asimetrik bilgiyi artırarak krizin zeminini güçlendirmiştir. Tanınmış iş adalarının kaçırılması, Chiapas’taki silahlı çatışmalar, Salinas hakkında dedikoduların çıkması, başkanlık seçiminin diğer adayı olan Luis Donald Colosio’nun suikasta uğraması, iktidar partisi genel sekreteri Mario Ruiz Massieu tarafından yapılan açıklamalar sonucunda Meksika’ nın siyasi istikrarı konusunda şüphe uyandırması, döviz kuru üzerinde spekülatif baskılara neden olmuştur. 1994’de görevi Ernesto Zedillo devralmış fakat kurda ki değer kaybını engelleyememiştir. Güvenli liman ve yüksek getiri beklentisinde olan

yatırımcılar sermayelerini piyasadan çekmiştir. Bunun üzerine hükümet 20 Aralık' da %15 oranında devalüasyon yapacağını duyurmuş ve spekülâtif baskı daha da artmıştır. Devalüasyon rezervlerdeki aşınmayı engelleyememiştir. 19 Aralık 1994 akşamı Döviz Komisyonu mevcut döviz kurunun, dalgalı döviz kuru ile değiştirilmesi konusunda bir anlaşmaya varmıştır. Komisyonun anlaşmayı kabul etmesi üzerine 22 Aralık itibariyle kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Borsa, para birimi olan peso cinsinden %40, dolar cinsinden %70 oranında düşmüştür (Karabulut, 2002: 116; Banco De Mexico, 2009). Bu gelişmelere ek olarak 30 Ocak 1995'de Meksika'da çöküşü yavaşlatma planı açıklanmıştır. Amacı doları desteklemek olan ABD hazinesi Meksika ekonomisindeki krizin yıkıcı etkilerini onarmak için döviz istikrar fonundan 20 milyar dolar, sanayileşmiş ülkeler 10 milyar dolar, Latin Amerika 1 milyar dolar, IMF 5 yıl vadeli 10 milyar dolar kredi vermiş ve çöküşü hafifletmiştir (Karabulut, 2002: 116-117). Krizin etkileri Meksika ile sınırlı kalmayıp diğer Güney Kolonisi ülkelerine sıçramıştır.

6.1.6. 1995 Arjantin Krizi

Arjantin,1994'de Meksika'da yaşanan pezo krizinin sınırlarını aşması sonucunda krizden en çok etkilenen ülke olmuştur. Arjantin'in bu krizden etkilenmesindeki temel sebep Meksika ile aynı bölgesel yatırım portföyünde ve aynı grupta olduğu düşüncesinin hâkim olmasıdır (Eren, 2010: 43).

1980'lerin başında yaşanan dış borç krizini engellemek için uygulanan politikalar enflasyon rakamlarını geçici olarak düşürmüştü fakat uygulanan politikalar kalıcı çözüm sunamamıştır. Enflasyonun 1981'de %100'lerden, 1984'de %600'lere kadar çıkması üzerine 1985 yılında enflasyon oranlarını hızla düşürmeyi hedefleyen Austral Planı kabul edilmiştir. Bu planla bütçe açığının ortadan kaldırılması, fiyat ve ücretlerin dondurulması, enflasyon oranının düşürülmesi, pesonun devalüe edilmesi, mal ve hizmet fiyatlarında artışların engellenmesi ve Merkez Bankasının bütçe açıklarını para basarak finanse etmesini engellemek için yeni vergiler getirilmesi hedeflenmiştir. Plana göre yeni para birimi olan Austral'a geçilmiştir. 1USD=0,8 Austral ve 1 Austral=1000 Pezo'ya sabitlenerek austral konvertibl hale getirilmiştir. Austral Planda ilk defa adı geçen faiz çevirim tablosuna göre reel faizlerin yükselmesini önlemek amacıyla pesoya dayalı kontratlar vade gününde austral'a karşı devalüe edilmiştir (Bahçeci, 1997: 58). Uygulanan sıkı maliye politikalarından taviz verilmesi ve kontrollerin bırakılmasıyla enflasyon yeniden yükselmiştir.

1989'da %3000'lere ulaşan kronik hiperenflasyon problemiyle karşı karşıya kalan Arjantin ekonomisi 1991 yılında 'Konvertibilite Planı' ile para kurulu uygulamasına geçmiştir. Yerli para %100 döviz ve altına endekslenmiş ve 1 Peso=1 Dolar'a eşitlenmiş, para arzının kontrolü kamusallaştırılmış, ücretler üretkenliğe endekslenmiş, finans sektöründe yeniden yapılanmaya gidilmiş, vergi denetimleri başlatılmış, bankalar ve KİT'ler özelleştirilmiş ve özelleştirmeden elde edilen gelirle dış borç azaltılmaya çalışılmış ve enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Bu uygulamalarla Arjantin kendini Meksika krizinden korumaya çalışmıştır.

Makroekonomik değişkenlerdeki iyileşme sermaye girişlerini arttırmış ve piyasalara olan güven yeniden inşa edilmiştir. Enflasyon uygulanan planla beraber 1991 yılında %170'lere, 1994 yılında %4'lere ve sonrasında aylık enflasyon oranı %1'lere kadar gerilemiştir. Ekonomik olarak iyileşen Arjantin'in para kurulundan çıkacağı söylentileri spekülasyon işlemleri arttırmış ve sermaye çıkışları ile Arjantin pesosunun ABD doları karşısında değer kazanması, ihracatı azaltmış ve bütçe açığı artışlarına sebep olmuştur. Önlem olarak sıkı maliye politikası uygulanmaya devam edilmiş, yurtiçi krediler azaltılmaya çalışılmış ve dış açıklar kapatılmıştır (Bahçeci, 1997; Eren, 2010; Güntay, 2013).

2000'li yıllarda uygulanan ekonomi politikalarına güven azalmış, kredi derecelendirme kuruluşları Arjantin'in notunu düşürmüş ve dalgalı kur sistemine geçilmesi gerektiğini öneren IMF'nin önerisini dikkate almayan Arjantin için kötü gidişat doruk noktasına ulaşmış ve devalüasyona gitmiştir (Eren, 2010).

6.1.7. 1997 Güney Doğu Asya Krizi

NICs (yeni sanayileşen ülke) ülkeleri "Doğu Asya Mucizesi" olarak bilinen Asya ülkeleri Japonya'nın da dâhil olmasıyla Malezya, Endonezya, Tayland, Hong Kong, Güney Kore, Singapur ve Tayvan gibi ülkelere oluşmaktadır. Bu ülkeler 1994-1996 döneminde düşük enflasyon, dengeli bütçe, kontrollü kamu borçları, yüksek oranda yatırım ve tasarruf ve artan döviz rezervleriyle hızlı bir ekonomik büyüme gerçekleştirmiştir. Uluslararası ticarete payları sürekli artmıştır. Bu gelişmeler spekülasyoncuların dikkatini çekmiştir. Spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye bu ülkelere yönelmiştir. Ekonomik görünümü iyi olan bu ülkelere finans sektörünün kredi kullandırımı artış göstermiştir. Krizin sebebi olarak da spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye hareketleri ve banka finans sektöründeki kredi artışı gösterilebilir (Akdemir,

2017: 60-61). Düşük sermaye birikimi ile hızlı kalkınma gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Hızlı büyüme sonucunda iç tasarruflar artmış ve yatırımcılar yatırımlarını yabancı sermaye girişleriyle finanse etmişlerdir (Yavaş, 2007: 91).

Asya krizi birinci ve ikinci nesil kriz modelleriyle açıklanamamış ve üçüncü nesil kriz modeli olan, para ve bankacılık krizleri (ikiz kriz) modeli ile açıklanmaya çalışılmıştır. Asya krizi öncesinde herhangi bir makroekonomik değişikende bir farklılık gözlenmemiştir. Asya Kalkınma Bankası ve IMF bölgede finansal sistemde yaşanan sıkıntıdan söz etmemiştir. Krizin kamu sektöründen değil özel sektörden kaynaklandığı görülmüştür. Krizin öncü göstergesi olarak 1995 yılından itibaren borçlanmanın yanında cari açıklarda ve dış ticaret açıklarında hızlı bir artış gözlenmektedir (Akdemir, 2017: 60- 61).

Asya ülkelerinde finansal serbestleşmenin başlaması ile bu dönemde kısa vadeli sermaye girişi artmıştır. Faiz oranlarındaki volatilité ile birlikte arbitraj imkânı ortaya çıkmıştır. Faiz oranlarının yüksek olması, uluslararası piyasalarda borç bulabilmenin kolay olması, borçların kısa vadeli özellik taşımaları ve özel sektöre açılan kredilerin artması Asya ülkelerinin döviz rezervlerinin azalmasıyla sonuçlanmıştır. Döviz rezervlerinin kreditorler tarafından yeterli miktarda olmadığı düşünülmesi panik havası oluşturmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002; Eren, 2010; Fırat, 2019).

Yabancı sermaye girişi ile bankaların kredi açma olanaklarındaki artış dolayısıyla Tayland kısa vadeli sermaye girişlerini en çok çeken ülke olmuştur. Sermaye girişlerinin ve kredilerin kısa vadeli olması ve girişlerin tersine dönerek ülkeyi terk etmeye başlaması Asya krizini tetiklemiştir. Asya krizinin diğer nedenleri şöyle sıralanabilir; finans sektöründeki çarpık yapılanma, kredilerin eş-dost kapitalizmi diye adlandırılan bir uygulamayla tahsis edilmesi, kredilerin verimsiz alanlara kaydırılması, yatımlardan düşük gelir elde edilmesi ve kredilerin geri ödenmemesi ile ekonomiye duyulan güvenin zedelenmesidir.

Para birimi olan Baht üzerinde baskı oluşması sonucunda Baht dolar karşında değer kaybetmiştir. Bu durum Tayland ekonomisinde cari açıklara sebep olmuştur. Amerika Merkez Bankası enflasyonu absorbe etmek için faiz oranlarını artırmıştır. Dolar değerlenince, Asya ülkelerinin ihracatı pahalılaştığı için cari açık artmış, paralarını devalüe etmişlerdir. Devalüasyon sonrasında döviz piyasasındaki sorunların finansal sisteme sıçramasına sebep olmuş ve finansal sisteme olan güvenin azalmasıyla

sonuçlanmıştır (Seker, 2000; Karabulut, 2002; Eren, 2010). Spekülatif işlemler krizleri derinleştirmiş ve yayılımını artırmıştır (Demirgil, 2005: 114). Tayland Baht'ı Temmuz 1997'de %20 devalüe etmiştir. O dönemde 1 dolar 29 Baht'a denk gelmektedir. Asya ülkelerinde yaşanan diğer gelişmelerden bazıları şu şekilde sıralanabilir: 1 Doların bu esnada 2.52 Malezya Ringgit' i, 87 Güney Kore Won'u, 2434 Endonezya Rup'i'ne denk sayılmaktadır. 17 Temmuz'da Singapur para birimini dalgalanmaya bırakmıştır. 14 Ağustos'ta Endonezya %11 oranında devalüasyon yapmıştır. 14 Ekim Tayvan devalüasyona gittiğini ilan etmiştir (Seker, 2000: 36-39). 20 Ağustos'ta Taylan'da 17 milyon dolarlık, 31 Ekim'de Endonezya'da 23 milyar dolarlık, 4 Aralık'ta Güney Kore'ye 57 milyar dolar verilmek üzere IMF'nin kurtarma paketleri onaylanmıştır. 23 Haziran 1998'de Hong Kong'un para biriminin değerini korumak için 32 milyar dolarlık önlem paketi yürürlüğe koyulmuştur. 30 Haziran 1998'de 1 dolar=42.2 Taylan Baht'ına, 4.128 Malezya Ringgit'ine, 1373 Güney Kore Won'una, 14750 Endonezya Rup'i'sine eşit kabul edilmiştir (Seker, 2000: 36-39).

IMF, Asya ülkeleri arasında imzalanan destek paketleri karşılığında istikrarlı bir döviz kuru politikası, finansal sistemin yapılandırılması, borçların zamanında ödenmesi, özelleştirmelere önem verilmesi gibi taleplerde bulunmuştur. Bu paketle yerel paranın değer kaybını önlemek hedeflenmiştir. Fakat destek paketleri işe yaramamış, negatif büyüme devam etmiştir. 1998 Şubat ayına kadar üç defa destek programı uygulanmış ve üçüncü program imzalanmasına karşın piyasa güvence vermemiştir (Karabulut, 2002: 123).

Kriz sonrası dönemde sermaye çıkışına bağlı olarak Endonezya %13,7, Tayland %9,4, Kore %5,8 küçülmüştür. IMF'nin araştırmaları sonucunda 1996 yılında Asya'ya yaklaşık 102 milyar dolar sermaye girişinin 1997 yılında 34,2 milyar dolara düşmesi Asya'ya yönelen sermaye girişlerini 67 milyar dolar azaltmıştır (Pusti, 2013: 54). Kısaca Asya krizi para krizi ve bankacılık krizinin eşanlı olarak yaşanmasıyla ikiz krize dönüşmüştür (Eren, 2010: 48). IMF krizin nedenini, aşırı borçlanma, gayrimenkul ve hisse senedi piyasalarında oluşan aşırı şişme, baskılanmış döviz kuru politikaları ve finansal sistemin iyi kontrol edilmemesi olarak açıklamıştır (Karabulut, 2002: 123).

6.1.8. 1998 Rusya Krizi

Asya krizinin etkilerinin netleşmediği bir dönemde Rusya'da kriz sinyalleri vermeye başlanmıştır. Dünyayı saran ve finansal boyutun ön plana çıktığı bu kriz

Rusya Krizidir. Sermaye hareketleri, yatırımların finansmanı için kullanıldığında orta ve uzun vadeli büyüme rakamlarının sürdürülebilirliği sağlanmakta fakat sermaye hareketleri tüketimine veya borç faiz ödemelerine yöneldiğinde büyümenin sürdürülebilirliği sağlanamamaktadır. Rusya'nın 1990'lardan sonra ekonomik büyümeyi gerçekleştirememesi, bütçe açıklarının finansmanının para basılarak sağlanması enflasyon oranlarını yükseltmiştir (Yavaş, 2007: 108-109). 1991'de de Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte Rusya Federasyonu sosyalist düzenden kapitalist düzene geçerek serbest piyasa ekonomisine geçişin ilk adımını atmıştır. Rublenin değeri piyasa koşullarında belirlenmeye başlanmıştır. 1997 yılında başlayan ekonomik ve politik sıkıntılar 1998'de daha da artmıştır. Ağustos 1998'de ruble-dolar koridorunda dolar karşısında 1 ruble 6 dolardan, 1 ruble 9,5 dolara denk sayılmış, ruble 3,5 dolar değer kaybetmiş yani devalüe edilmiştir. Döviz üzerinden sermaye hareketleri sınırlandırılmış ve 90 gün süren moratoryum ilan edilmiştir (Akdiş, 2001; Kayarkaya, 2006; Eren, 2010).

Özelleştirmeler ile birlikte uyum sürecinde kısa vadeli sermaye akışı sağlayan Rusya kamu açıklarını kapatamadığı için IMF ve Dünya Bankasının onayladığı yardım paketini kullanmıştır. Fakat kayıt dışı ekonominin varlığı, hızlı, kontrolsüz ve sağlam temellere dayandırılmadan yapılan reformlar ve kısa vadeli borç yükündeki artış ekonomi üzerinde baskı oluşturarak krize zemin hazırlamıştır. Asya krizinden sonra emtia fiyatlarının olumsuz etkilenmesi, Rusya'nın ekonomisinin hammaddeye dayalı olması, emtia fiyatlarında yaşanan düşme ve petrol fiyatlarında yaşanan gerileme krizi tetikleyen diğer nedenler arasında sayılmaktadır (Eren, 2010; Güntay, 2013; Göksu, 2015; Çiğdem Tufan, 2016).

Rusya'da ulusal düzeyde başlayan ve dış kredilerin ödeyemeyeceğinin ilan etmesiyle küreselleşen kriz Türk ekonomisine de etkilemiştir. Kriz Ruble krizi olarak da bilinmektedir. Ruble krizi etkisini Türkiye'de derinlemesine gösterememiş olsa da iki ülke arasında yapılan ticarete ve sermaye akımlarında ani durgunluğa neden olmuştur. Krizden Brezilya, Güney Afrika ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomileri etkilenmiştir (Kayarkaya, 2006; Göksu, 2015: 32).

6.1.9. 2001 Arjantin Krizi

1990'lı yıllarda hiperenflasyonla mücadele eden Arjantin ekonomisi bu durumu ortadan kaldırmak ve istikrarı sağlamak için IMF'nin para kurulu sistemine dayanan,

neo-liberal içerikli Konvertibilite Planını 1991’de uygulaya koymuştur. Bu çerçevede Arjantin pesosu Amerikan dolarına sabitlenmiştir. Ülke olarak ülkedeki para miktarı yalnızca ülkeye giren döviz miktarına bağlı olarak arttırılabilmektedir. Merkez Bankasının kamuya kredi verebilmesinin önüne geçilmiştir. Özelleştirmeler bu dönemde hız kazanmıştır. Özelleştirmeden elde edilen gelirle kamu açıkları ve ödemeler bilançosu açıkları finanse edilmiştir (İnan, 2002; Öniş, 2002; Keskin, 2004).

Plan kısa sürelide olsa fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesi konusunda başarılı olmuştur. Makroekonomik göstergelerdeki iyileşme ve faizlerin ABD’ye göre yüksek oluşu tasarruf sahiplerinin fonlarını Arjantin piyasalarına yöneltmiş ve sermaye akımları hız kazanmış buna bağlı olarak da dış kaynaklarla beslenen ekonomik büyüme sağlanmıştır. Riskin azaltılması ve sermaye girişinde para kurulu uygulaması olumlu etki yaratmıştır. Arjantin ekonomisinde konvertibilite programının başlatılmasıyla birlikte planın ilk iki yılında toplam 15 milyar dolar yabancı sermaye girişi olmuştur (Keskin, 2008: 103-104).

Piyasada herhangi bir şokla karşılaşıldığında yabancı para ulusal para karşısında değer kazanacak ve rezervler eriyeceği için kur korunamayacaktır. Merkez Bankası döviz satacak, ulusal para sahipleri döviz satın alacak, faiz oranları yükselecek ve sonuç olarak ekonomik faaliyet hacmi daralacaktır (Turgut, 2007). Faaliyet hacminin daralması ihraç gelirlerinin düşmesine neden olacaktır. Ülke borçları artacak ve uluslararası piyasada ülke riski yükselecektir (Bayat ve Tüfekçi, 2009: 88). Sabit döviz kuruna dayalı istikrar politikalarının uygulanmasına ilişkin yapılan çalışmalardan çıkarım yapıldığında gelişmekte olan ülkelerde, aşırı değerlenmiş yerli paranın dış talebe bağlı büyümeyi arttırdığı ve dış ticaret açığını artırdığı görülmüştür (Turgut, 2007: 41). 1990 sonlarında doların değerlenmesi ile pesonun da değerlenmesine neden olmuştur. İhraç ürünlerine olan talep azalmıştır. Rusya’nın 1998’de moratoryum ilan etmesi, Brezilya’nın 1999 yılında devalüasyon ilan etmesi pesonun değer kazanmasına neden olmuştur (Öniş, 2002: 7).

Yerli paranın aşırı değerlenmesi durumunda rekabet gücünün kaybolması ve reel sektördeki yıpranma ekonomide daralma yaşanmasını teşvik etmektedir. Sürecin uzaması uluslararası rekabetin artırılması ve yatırımların teşviki için gereken devalüasyonun oranının büyümesine neden olmaktadır. Sanayi ve ihracat gelirleri hızla düşmüş, iflaslar, işsizlik, gelir dağılımında ki adaletsizlik gibi olumsuzluklar peş peşe gelmiştir. Sabit döviz kuruna ilişkin yaşanması muhtemel gelişmeler finansal krizin

nedeni olarak sayılmıştır (Öniş, 2002; Turgut, 2007: 41). Bu politika 2001 yılı sonuna kadar sürdürülmüştür (İnan, 2002) 1990'ların sonlarına gelindiğinde, enflasyonu yok etmek pahasına para politikasının esnekliğini kaybetmiştir. 1990'ların sonunda yaşanan durgunluğu önlemek için para politikası etkin kullanılamamıştır. Büyümenin ve sermaye girişlerinin yavaşladığı zamanda Pesonun dolara sabitlenmiş olması deflasyonist baskıyı artırmıştır (Öniş, 2002: 7).

Temel olarak özelleştirmeler ve yüksek dış borçlar Arjantin ekonomisinin kırılgan ve şoklara açık hale gelmesine neden olmuştur. Yaşanan kriz sonucunda Arjantin Pesosu %400 oranında değer kaybetmiş ve ekonomik daralma yaşanmıştır. Bu gelişmelere istinaden Arjantin'de IMF'nin desteği ile uygulanan Konvertibilite Planı'nı başarısız olmuştur. Arjantin dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamış ve moratoryum ilan etmiştir. Arjantin'de ortaya çıkan krizin nedenleri: uygulanan sabit kur rejimi, dış şokların olumsuz etkisi, cari işlemler dengesindeki bozulmalar, aşırı değerlenmiş para birimi ve kısa vadeli borçlanma problemidir (Çiğdem Tufan, 2016: 46). "Krizi tetikleyen diğer nedenler ise Cumhurbaşkanı De La Rúa'nın Ekonomi Bakanı Jose Luis Machinea ve onun kısa süreli halefi olan Robert Lopez Murphy tarafından talep edilen mali kısıtlamalar konusundaki desteğinin ortadan kalkmış olması gösterilmektedir." (Öniş, 2002: 12).

2001 yılı ortalarında Arjantin'in borçlarını ödeyemeyeceği, pesonun devalüe edileceği söylentilerinin iyice güçlenmesi ortamı ısıtmış, Peso, 11 Şubat 2002'de ikili döviz kuru sisteminden vazgeçilerek dalgalanmaya bırakılmıştır. Para kurulu sistemi ve bu sistemden kaynaklanan makroekonomik zayıflıklar Arjantin'i krize sürüklemiştir (Keskin, 2008). Özetle, Arjantin'in uyguladığı genişletici maliye politikası ve para politikasını uluslararası konjoktüre uygun olarak uygulayamamış olması para piyasalarındaki kırılganlığı arttırmıştır. Brezilya ve Meksika Arjantin'in ticaret hacminde büyük paya sahip olması ve ülkelerin içinde buldukları durum krizi tetiklemiştir. Arjantin daha önce moratoryum ilan ettiği için güçlü ekonomiye sahip olmasına karşın krizden kaçamamıştır. Arjantin'in bankacılık sektöründe yapmış olduğu reform yine de krizden kurtulmasını engelleyememiştir (Bayat ve Tüfekçi, 2009: 88-89).

IMF'nin çözüm olarak sunduğu reçetelere olan güven azalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin kendi sorunlarına özgü tedbirleri almaları problemin çözümünde önem kazanmıştır (Delice, 2002).

6.1.10. 2008 Mortgage Krizi

Birçok iktisatçı Mortgage Krizi'ni 1929 krizinden sonra yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirmektedir. Krizin niteliği küresel finansal krizdir. Finans sektöründe başlamış sonra borsalara ve reel sektöre sirayet etmiştir (Pusti, 2013).

2000'li yıllarda ABD'de yaşanan durgunluktan çıkabilmek amacıyla faiz oranları düşürülmüştür. Bu dönemde tüketim harcamalarının artırılması hedeflenmiştir. Faiz oranlarının düşük olması konut alımlarını avantajlı hale getirmiş ve konut kredilerinde hızlı artış gözlenmiştir. Mortgage sistemi adı verilen bu krediler kredi talep edenlerin kredi geçmişleri incelenmeden, kredi alabilme şartlarını sağlamadığı halde kredi tahsis edilmesi ile başlamıştır (Alantar, 2008; Çiğdem Tufan, 2016).

Bankalar kredi alma şartını sağlamayan kişilere verilen kredilerden daha fazla verebilmek için, borç verdikleri fakat kredilerden doğan alacaklarını teminat göstermek suretiyle emlak tahvilleri çıkarmıştır. Bu tahviller emsal tahvillere göre daha riskli oldukları için daha yüksek faiz getirisine sahiptir (Susam ve Bakkal, 2008: 73). Hedge fonların resmi denetim kurumları tarafından izlenmemesi, denetimlerinin daha az ve sermaye yeterlilik oranlarına tabii olmaması bu fonların riskini artırmıştır (Akgüç, 2009: 7).

2004 yılından itibaren faiz oranlarının artmaya başlamasıyla kötü krediler bankacılık sistemini zor duruma sokmuştur. Bankaların verdikleri krediler karşılığında ipotek olarak gösterilen evler borcun ödenmemesi sonucunda satışa çıkarılmıştır. Bu durum konut fiyatlarını düşürmüştü ve başlarda kredi ile ev sahibi olanlar daha yüksek fiyattan ev sahibi olmuş gibi göründüklerinden, borçlarını ödemekten kaçınmışlardır (Alantar, 2008; Çiğdem Tufan, 2016).

İnşaat sektörü kaynaklı çıkan bu kriz finansal piyasalarda istikrarsızlıklara sebep olmuştur. Varlık fiyatlarının hızlı ve beklenmedik bir şekilde düşmesi finansal kuruluşların sermayesini azaltmış ve bilançolarında tahribata neden olmuştur. Birçok finansal kuruluşun devlet denetimi arttırılmış veya yüksek kar beklentisi iflasla sonuçlanmıştır. 1929 krizinde 5.000, 2008 Mortgage krizinde de 20 kadar banka kapanmıştır (Apak, 2002; Öztürk ve Gövdere, 2010).

İpotekli konut finansmanına ilişkin menkul kıymetler hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yanlış derecelendirme yapılması, sağlam risk yönetim uygulamalarının olmayışı, karmaşık ve şeffaf olmayan yapıdan dolayı

asimetrik bilginin varlığı krizin nedenlerindedir. Bazı gelişmiş ülkelerde politika yapıcıların, denetimden sorumlu otoritelerin finansal piyasalardaki risk tespitini yapamamaları, finansal yeniliklere uyum sağlanamaması ve iç düzenlemelerin görmezden gelinmesi de krizin nedenleri arasında sayılmaktadır (Erdönmez, 2009: 859). ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) finansal sistemdeki bu eksikleri gidermek amacıyla Yatırım Danışmanlığı Kanunuyla kayıt yükümlülüğü koşulunu getirmiştir. Riskli olduğu düşüncesiyle hedge fon sahipleri, varlıklarının parasal değeri 25 milyon doları ya da yatırımcı sayısının 15'i aştığı hedge fon yöneticilerinin kayıtlara geçirilmesi talep edilmiştir. Yeni kurala ilişkin fon yöneticilerinden birinin mahkemeye başvurması üzerine Bölgesel Yüksek Mahkeme bu düzenlemeyi iptal edilmiştir (Alantar, 2008: 5). Bu SEC'in yeni düzenlemesinin iptal edilmesi, etkinlik açısından derecelendirme kuruluşlarının yetersiz kalması, müdahale konusunda düzenleyici ve denetleyici kuruluşların bazı gecikmeler yaşaması ve yüksek kaldıraç oranları sistemde kırılmalara neden olmuştur (Erdönmez, 2009).

Ağustos 2007'de ABD'de başlayan kriz 2008 yılının Eylül ve Ekim aylarında ABD'de hissedilirken dünyada 2007 yılının sonundan itibaren hissedilmeye başlamış, bulaşma etkisiyle dünyaya yayılmıştır. Kriz birçok ülkenin makroekonomik değişkenlerinde bozulmalara sebep olmuştur. Ülke ekonomilerindeki bozulmaların düzeltilebilmesi için uygulanacak politikaların özenle ve doğru seçilmesi, doğru bir şekilde uygulanması gerekmektedir. 2008 krizinde müdahaleye para politikası ile başlanmış fakat sonrasında krizin ekonomide neden olduğu geniş çaplı daralma önemli olanın mali dengeler olduğunun düşünülmesine yol açmış ve ülkeleri genişletici maliye politikası gütmeye sevk etmiştir. Krizin yıkıcı etkilerini gidermek için birçok ülke toplam talebi artırmak ve ekonomiyi canlandırmak için mali önlem paketleri yayınlamıştır. Türkiye'de vergi ve kamu harcama politikalarıyla krizin etkileri azaltılmaya çalışılmıştır (Bayrak ve Kanca, 2013: 85; Göze Kaya ve Durgun Kaygısız, 2015: 188-189).

Kriz sonrası uygulanan tedbir politikaları; para politikası aracı olarak faiz oranları, zorunlu karşılıklar ve döviz kuru müdahalesidir. Finansal sistemde alınan tedbirler; mevduat garantilerinin attırılması, bankalara sermaye desteği, piyasaya nakit enjekte edilmesi, kamulaştırma, kreditorler tarafından verilen kredilerin garanti altına alınması, ipotekli konut kredilerinin açığa satışının yasaklanması şeklinde sıralanabilir. Uluslararası müdahalelerle uygulanan tedbirler swap ve IMF çalışmalarıdır. Diğer

önlemler başlığı altında da istihdam çalışmaları, altyapı oluşturulması, krizden zarar gören işletmelere ve düşük gelirli hane halklarına yardım edilmesi şeklinde tedbirler alınmıştır (Evliyaoğlu, 2010: 58).

Bu krizle birlikte ülke çıkarları söz konusu olduğunda ekonomik ve siyasi kararlar verilirken ülkenin devletçi yönleri ortaya çıkmakta ve uluslararası kapitalizm önemini yitirmektedir. Doların düşmeye devam edecek olması ve uluslararası rezerv para birimi olma özelliğini yitirmesi dikkat edilmesi gereken iki önemli unsurdur (Öztürk ve Gövdere, 2010: 378). Kriz sonucunda neoliberal küreselleşme projesi son 30 yıldaki önemini kaybetmiştir (Yılmaz ve Biçer, 2014: 56).

6.2. TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

6.2.1. 1994 Krizi

1988 yılında Türkiye'de döviz dar boğazı baş göstermiştir. 1989 yılında tasarruf sahiplerinin portföylerinde döviz tutmalarının önü açılmış ve dış finansal liberalizasyon önlemleri alınmıştır. Fakat para politikası enflasyonu düşürücü yönde etki etmemiştir. Maliye politikası sürdürülememiştir. Bu dönemde kamu kesimi açıkları yüksek, faiz oranlarının yüksek oluşu kısa vadeli sermaye girişlerini artırmıştır. Düşük kur artışları da sermaye girişlerini artmıştır. Bu artışla beraber krizin çözümü olarak ekonomik ilişkilerde daha fazla serbestleşmeye gidilmesi ön görülmüştür. Sıcak para girişiyle kamu açıkları iç borçlanma yoluyla finanse edilmiştir. Kamu kesimi iç borçlarının durdurulamaz hale gelmesi ile 1994 krizi açık biçimde ortaya çıkmıştır. (Kibritçioğlu, 2001: 3-4; Ertuğrul ve Selçuk, 2001).

1988 yılından itibaren yanlış uygulanan ekonomi politikaları, 1994 yılında yaşanan krizin döviz krizine dönüşmesine neden olmuştur (Kayarkaya, 2006: 84). 1990 yılına gelindiğinde TL tam konvertible hale getirilmiştir. Sıcak para girişinin hızlanması için faizler attırılmıştır, sıcak para kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır.

Spekülatif amaçlı sermaye hareketleri ekonomideki dengesizlikleri daha çok artırmıştır. Ve Moody's 1993 yılında Türkiye'nin kredi notunu düşürmüş, dolar tırmanışa geçmiştir. 5 Nisan 1994'e gelindiğinde TL'nin değer kaybetmesini önlemek amacıyla bankalar arası para piyasasına müdahale edilmiş, TL %14 oranında devalüe edilmiş ve üç banka batmıştır. IMF tarafından istikrar programı başlatılmıştır. Kamu gelirini arttırmak için ek vergiler konulmuş, bankaların dispoñibilite oranları arttırılmış,

Merkez Bankasının hazineye verdiği avanslara sınırlama getirilmiştir. 5 Nisan kararlarıyla birçok önlem alınmasına rağmen program başarılı olmamıştır (Oktar ve Dalyancı 2010; Eren, 2010; Turan, 2011; Güntay, 2013).

6.2.2. Kasım 2000 Krizi

1998 krizinde Asya Krizinin yaşanması, Avrupa Birliğinin kurulması ve gümrük birliğinin kurulması Kasım 2000 krizini tetiklemiştir. Talep daralması şeklinde ortaya çıkmıştır. Büyüme olumsuz etkilemiş, üretim hacminin daralmasına neden olmuştur. Kasım 2000 krizinde kamu kesimindeki mali disiplinin sağlanması, kurların sabit kur sistemiyle belirlenmesi ve özelleştirmeleri hızlandırmak amacıyla üç yıllık program olan Enflasyonu Düşürme Programı uygulamaya konulmuştur. Tek haneli enflasyon, istikrarlı büyüme, kaynakların üretimde etkin ve adil dağılımı sağlanmıştır. Hedefler beklenmedik iç ve dış etkenlerden dolayı aşılmıştır. Artan enerji fiyatları cari açıkların artmasına sebep olmuş, TL aşırı değerlenmiş, dolar kurunda beklenmedik artışlar izlenmiş ve ithalat artmıştır. Bankacılık kesiminde yeni düzenlemelere gidilmeye başlanmıştır. Bu gelişme ile bankalar açık pozisyonlarını biran önce kapatma yönünde eğilim göstermiştir. Bankaların likidite talepleri faizleri attırarak, bazı bankalar likidite ihtiyaçlarını karşılayamaz duruma gelmiştir. Buda bazı bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta fonuna devrolunacağı söylentisinin yayılmasına sebep olmuş ve bankalar arası ödünç işlemleri sınırlandırılmış, yabancılar döviz taleplerini arttırarak hazine kağıtlarını satarak sermayelerini diğer ülkelere aktarmışlardır. Faizler daha da yükselmiştir. Reel kesim derinden etkilenmiştir (Mangır, 2006; Karaçor, 2006; Keskin, 2008; Güntay, 2013).

Türkiye 2000 krizinde yoğun spekülasyon saldırısının dövize yönelmesi sonucunda döviz rezervinde azalmıştır. Faiz oranları hızla yükselmiştir. IMF'den ek olarak alınan yaklaşık 8 milyar dolarlık krediyle kriz önlenmiş ve döviz kurunu korumak için yüksek maliyetlere katlanılmıştır (Uygur, 2001: 22).

6.2.3. Şubat 2001 Krizi

Kasım 2000'de bankacılık sektöründe başlayan krizden IMF'den alınan borçla çıkılmış ve sektörün aldığı darbe sonucunda ekonomi zayıf düşmüştür. Kriz öncesinde ekonomide, bankaların iyi yönetilememesi, yabancı sermayenin kısa vadeli oluşu, finansal yapıdaki zayıflık, banka kredilerinin geri dönmemesi gibi nedenlerin yaşanması krize ortam hazırlamıştır. Ekonomideki bu kötü gidişata Başbakan ile Cumhurbaşkanı

arasındaki tartışmalarda eklenince piyasalar üzerinde spekülâtif faaliyetler krizi başlatmıştır. Kasım 2000’de bankacılık sektöründe çıkan kriz Şubat 2001’de döviz krizine dönüşmüştür ve bu kriz ikiz kriz özelliği taşımaktadır (Uygur, 2001: 22; Karaçor, 2006: 388).

9 Aralık 1999 tarihli programın uygulanmadan kaldırılmasıyla Merkez Bankası 6 milyar dolar rezerv kaybetmiş, gecelik faizler %6000’lere çıkmıştır. Faiz oranları aşırı derecede yükselmiştir. Dövizle karşı yapılan spekülâtif saldırılar sonucunda TCMB 21 Şubatta döviz kurunu dalgalanmaya bırakmıştır. Döviz kurundaki artışı 10 gün içinde %40’lara ulaşmıştır. Bankaların verdikleri kredilerin geri ödemelerini alamamalarından dolayı oluşan açıkları Merkez Bankası’nın bankalara borç vermesiyle kapatılmaya çalışılmıştır. Merkez Bankası’nın bankalara borç vermesindeki temel amaç ödemeler sisteminde oluşabilecek herhangi bir tıkanmanın önlenmek istenmesidir. Bu gibi önlemler alınadursun, Şubat 2001 krizinin ayak sesleri, Kasım 2000 krizinde yükselen Finansal Baskı Endeksinin tırmanışını artırmasıyla duyulmaya başlamıştır. En önemli gösterge olarak yükselen Finansal Baskı Endeksi gösterilmektedir (Uygur, 2001; Mangır, 2006: 469).

2000-2001 yılında yaşanan krizlerin temel nedenleri arasında cari işlemler açığının ideal seviyenin üzerinde olması, TL’nin aşırı değerlenmesi, mali sektörün sermaye sıkıntısı çekmesi, kamu, bankalar ve reel sektördeki açık pozisyonlar, zarar eden kamu bankalarının varlığı sayılabilmektedir. Bu nedenler mali sektörün kar ve faiz riskini artırmıştır (Karaçor, 2006: 388).

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

1. RİSK KAVRAMI

Amaç ve hedeflere ulaşmaya çalışırken karşılaşılabilecek, gelecekte ortaya çıkması muhtemel durumların, yaşanacak olayların, ulusal ve uluslararası etkenlerden kaynaklanması ihtimaline engellere risk denilmektedir (Acar, 2013). Sırasıyla risk ile ilgili bazı kavramlara yer verilecektir. Herhangi bir idarenin herhangi bir zaman diliminde amaçları ve hedefleri ile çelişmemek koşuluyla kabul etmeye hazır olduğu risk miktarına “risk iştahı” adı verilmektedir.

Karşılaşılabilecek risklere karşı idarece herhangi bir önlem alınmaması sonucunda riskin gerçekleşme olasılığının etkilerinin değiştirilememesi durumuna “doğal risk” adı verilmiştir. Olumsuz bir olayın gerçekleşme olasılığı azaltıldıktan ve gerekli tedbirler alındıktan sonra ve kontrol faaliyetleri azaltıldıktan sonra geriye kalan risklere “kalıntı risk” adı verilmektedir.

Risklerin en düşük seviyeye düşürülmesi veya tamamen ortadan kaldırılması amacıyla idarenin hedeflerine ulaşabilmesi için riskin tespiti, değerlendirilmesi, riskin ölçülmesi, riskin puanlanması ve gerekli önlemlerin alınması risk yönetimi olarak adlandırılmaktadır. Risk yönetimi işlerin istenilen gibi sonuçlanmasını, yönetimin iyi işlemesini desteklemekte, yapılan işlemlerde hesap verilebilirliği kolaylaştırmakta, şeffaflığı ve sorumlulukları güçlendirmektedir. Yapılacak çalışmalarda kaynak etkinliği ve öncelikli alanların tespitinin yapılmasına, rasyonel ve bilgiye dayanan risk alma imkânı vermekte ve karşılaşılabilecek riske karşı önceden hazırlıklı olmayı sağlamaktadır (Acar, 2013).

1.1. SİSTEMATİK, SİSTEMATİK OLMAYAN VE SİSTEMİK RİSK

1.1.1. Sistemik Risk

Riskin rakamlarla ifade edilebilmesi, ekonominin sektörler bazında bütünleştirilerek risk alma eğiliminin ve üstlenilecek riskin belirlenmesi süreci zor bir hale getirmektedir. Bu süreçte şirketler ve yatırımcılar sistemik riski ortadan kaldıramamaktadırlar. Şirketler ve yatırımcılar çeşitli stratejiler izleyerek ve portföy çeşitlemesi yaparak sistemik olmayan riski azaltabilmektedirler (Gökgöz, 2006: 57). Sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişimler sistemik riskin kaynaklarını

oluşturmaktadır. Bu değişmeler menkul kıymetler piyasasındaki bütün araçlar için geçerli olmamaktadır. Sistematik riskin portföy çeşitlemesi ile giderilememesinin nedeni sistematik riskin piyasada işlem gören tüm menkul kıymetleri aynı anda etkilememesidir (Gökgöz, 2006: 58).

a. Piyasa Riski

Menkul kıymetler piyasasında belirlenebilen nedenlerden veya belirlenemeyen nedenlerden dolayı piyasada işlem gören araçların pazar fiyatlarında düşüşler olabilir. Piyasa riski, fiyatlardaki düşüşün yatırımcının verimini düşürme ihtimali olarak tanımlanmaktadır. Ani fiyat düşüşlerinin yanında aniden bir savaşın patlak vermesi ya da sonlandırılması, seçim döneme girilmiş olması, politik etkinliklerin hızla tırmanışa geçmesi, kurgusal amaçlı altın ve petrol çıkartılması piyasada psikolojik baskıya yol açmaktadır.

Yatırımcıların rasyonel beklenti içinde olduğu varsayılırsa gelecekte bir değişken hakkındaki düşüncenin kötümser veya iyimser olmasını etkileyen birçok neden vardır. Bu nedenler piyasa riskinin etkinliğini arttırıp azaltabilmektedir. Piyasadaki bu tür belirsizlikler karşısında yatırımcılar çekimser kalmakta ya da piyasadaki hızla çıkmaktadır.

Piyasa riski, tahvil gibi varlıklar üzerinde değil, hisse senedi gibi varlıklar üzerinde daha fazla hissedilmektedir. Aktif olmayan pazarlar aktif olanlara göre daha fazla riske maruz kalmaktadır. Maruz kalınan riskin sebebi tahvillerin değerinin hisse senedinin değerine göre daha kolay tahmin edilebilmesidir. Piyasa riskinin ortaya çıkmasıyla bütün yatırım araçlarının aynı yönde hareket etmesi sonucu yatırımcılar portföy çeşitlemesine gidememektedirler (Gökgöz, 2006: 59-60).

Küreselleşme ile birlikte ekonomiler bütünleşmiş, türev araçların gelişimi hızlanmış ve iletişim olanaklarının iyileşmesi ile makro ve mikro değişkenlere bağlı piyasa riski önem kazanmaya başlamıştır. Piyasa riski firmalardan kaynaklanmamaktadır. Risk zaman içinde ulusal ve uluslararası herhangi bir olayla oluşabilmektedir. Meydana gelen değişmeler ülke ekonomisinin durumunun yanında uluslararası ekonomilerin de piyasa riskinin derecesini değiştirebilmektedir. Bu duruma örnek olarak ABD’de meydana gelen 2008 Mortgage krizi verilebilir. Bu kriz bütün ekonomileri farklı derecelerde etkilemiştir. Türev araçlardan kaynaklı olarak çıkan

krizin türev ürünlerinin bazı hallerde krizin etkisini azalttığı bazı hallerde azaltmadığı görülmüştür (Çam, 2015: 12).

b. Enflasyon Riski

Genel manada enflasyon, mal ve hizmet fiyatlarının genel seviyesinde yaşanan sürekli artış olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon, ortalama bir tüketicinin bir yılda tükettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarında meydana gelen değişimleri içermektedir. Mal ve hizmetlerin bulunduğu sepetin içindeki mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki artış veya azalışlar enflasyon oranını belirlemektedir. Mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki fiyat artışlarına enflasyon denilebilmesi için artışın belirli bir dönemde değil sürekli olması gerekmektedir (TCMB, 2013: 2).

Francis (1986), enflasyonu; fiyatlar genel seviyesindeki değişimle beraber paranın alım gücünün düşmesi ve varlıkların pazar değerinin artması şeklinde tanımlamaktadır. Bu durum firmaların satın alma güçlerini azaltmaktadır. Enflasyon riskine maruz kalan firmalar alım gücü yönünden zayıflamıştır. Enflasyon riskindeki artış ülkedeki herhangi bir krizin habercisi de olabilmektedir. 1970'lerden itibaren ülkemizde enflasyon önemli bir gösterge olarak kabul görmektedir. Ayrıca firmaların yatırım için ayırdıkları bütçeyi, yatırımın tutarını ve gelecekteki getirisini ölçmede enflasyon riski etkin rol oynamaktadır. Yatırımların uzun vadeli olması da enflasyon riskini attırmaktadır. Enflasyon riski firmaların sabit giderlerini attırmakta, firma içindeki faaliyetleri aksatabilmekte ve firmanın politikalarında değişimlere sebep olabilmektedir. Enflasyon oranlarının değişkenlik göstermesi bu riskten korunmayı daha zor hale getirmektedir (Çam, 2015: 13).

c. Kur Riski

Yatırımcıların yabancı bir para birimi üzerinden alacaklanma, borçlanma ya da yatırım araçlarından herhangi birine yatırım yapıldığında karşılaşılan riske kur riski denilmektedir (Çalışkan, 2002: 57). Kur riski bazı kaynaklarda döviz kuru riski olarak adlandırılır. Yatırımlarını uluslararası alanda yapan yatırımcıların ulusal paralarının yabancı paralar karşısında değer kazanması veya değer kaybetmesi mümkündür (Gökğöz, 2006: 61). Bankaların döviz pozisyonu yabancı para cinsinden sahip oldukları varlıkları ile kaynakları arasındaki ilişkiye göre belirlenmektedir. Bankanın döviz cinsi varlıkları döviz cinsi kaynaklarından fazla ise açık döviz pozisyonuna sahiptir. Kurdaki beklenmedik artışlar bankaların yükümlülüklerinin döviz cinsinden, bu yükümlülüklerin

karşılığının ulusal para cinsinden olması ve döviz cinsi varlıkların yerel para birimi karşısında ayrılan karşılıklardan daha fazla artırılması sonucunda banka zarar etmektedir. Örneklendirilen bu durumun tersi de geçerlidir yalnız bu kez zarar değil kar elde edilmektedir (Savaşman, 2010: 5). Bankalar kurdaki beklenmedik değişmelere karşı döviz pozisyonu almaktadırlar. Eğer denge sağlanamazsa türev ürünler, vadeli işlem kontratları, vadeli işlem sözleşmeleri ve döviz swapları kullanarak riskten korunabilirler. Yatırımcılar da kur riskinden korunmak için portföylerinde farklı ülkelerin menkul kıymetlerine yer vermektedirler (Gökgöz, 2006).

d. Faiz Oranı Riski

Piyasa faiz oranının yükselmesi veya düşmesi sonucunda, faiz getirisi elde edilen menkul kıymetlerde faiz getirisi azalmakta veya artmaktadır. Bu durum faiz oranı riski olarak adlandırılmaktadır. Bu risk sabit faizle borçlanılan menkul kıymetlere özgü olan bir risktir. Yatırımcıların portföylerinde hisse senedi bulundurmamak istemelerinin sebebi hisse senedinin önceden belirlenen bir değerinin olmamasına rağmen hisse senedinin getirisinin beklenen faiz oranından yüksek olmasıdır. Piyasa faiz oranının ve enflasyon oranının yüksek olması, yatırımcının portföyünde hisse senedi bulundurması, yatırımcının yatırımının ölü yatırım niteliği kazanması anlamına gelmektedir. Özetle; enflasyonist ortamda yüksek faizler anlamını yitirmektedir (Gökgöz, 2006).

Sabit fiyatlı menkul kıymete yatırım yapan yatırımcı, piyasa faiz oranları yükseldiğinde daha fazla faiz gelirinden mahrum kalacağı için yatırımcı zarar edecektir. Yatırımcı piyasa faiz oranı düşük olduğu zaman az, piyasa faiz oranı yüksek olduğu zaman ulaşabileceği en yüksek zarara ulaşmış olur (Gökgöz, 2006: 59). Yani borç veren bankalar başabaş noktasına geldiklerinde zarar etmeye başlayacaktır. Kısa vadeli verilen borçların uzun vadede geri ödemelerinin alınmaması bankaları faiz riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Bankalar bu riskten korunmak, kâr marjını sabit tutabilmek amacıyla aktif pasif yönetimine önem vermekte ve kâr marjı uzun vadede sabit tutulmaya çalışılmaktadır. Faiz riskinden korunmak için futures, faiz swapları ve forward piyasalarında işlem yapılabilir (Savaşman, 2010: 5).

e. Politik Risk

Doremus ve diğerleri (1998), politik risk; Birinci Dünya Savaşının hemen öncesindeki dönemin gergin ortamını tanımlamak için uluslararası firmalar tarafından ortaya atılmıştır. Politik risk kavramı; kamulaştırma, mülkiyet hakkı, milliyetçilik,

özgürlük ve adalet kavramlarını kapsamaktadır. Buna bağlı olarak politik risk yabancı yatırımcılar için uygun yatırım ortamının belirtilmesinde etkili rol oynamaktadır.

Wafo (1998), politik riskin temelini krizler, savaşlar, koruma politikaları, döviz kurundaki değişimler, dünya siyaseti gibi etkenlerin oluşturduğunu vurgulamaktadır. Politik riskin kapsamını yerel ekonominin istikrarı, yüksek enflasyon rakamları, bölüşümde adil ve eşit bir devletin varlığı, özgürlük, hak ve hukukta gerekli düzenlemeler, serbest piyasa akımı, yapısal reformların kapasitesi oluşturmaktadır. Politik koşullarda meydana gelen bozulma veya iyileşmeler menkul kıymetlerin getirilerinde değişimlere neden olacaktır bu risk politik risk olarak tanımlanmıştır. Politik risk hesaplamaları bu ve benzeri kriterlere göre düzenleyici ve araştırmacı kurum ve kuruluşlar tarafından hesaplanmaktadır (Türe vd., 2016: 188-189). Politik risk belirlenirken etkilenilen dış faktörler; komşularla olan ilişkiler, hammadde kaynakları, bölgesel istikrarsızlık gibi nedenler olarak sıralanırken, iç gruplandırma da; yasalar, politikalar, özelleştirmeler, siyasetçiler, sektör ve alan kavgası, aileler, ordu, din grupları, bilim insanları gibi birçok faktör sayılabilmektedir. Ülkenin etkilendiği iç faktörler olarak da başlıca farklı gelir grupları arasındaki güç savaşı, adaletsizlik, savaşlar gibi nedenler sayılabilmektedir. Bu faktörler, tam rekabetçi piyasa koşulları geçerli olan, gelişmiş ve istikrarlı ekonomik yapıya sahip ülkeler için geçerlidir. Kalkınmakta olan ülkelerde sayılan kriterlerin hepsi politik riskin belirlenmesine etki etmemektedir (Hogetts and Luthans, 1994'den akt. Bezirci, 1998: 7-8).

1.1.2. Sistemik Olmayan Risk

Firmaların çalıştıkları sektörler has özelliklerden kaynaklanan risk olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 1998: 867). Okka (2009)'nın çalışmasında sistemik olmayan risk şu faktörlerden kaynaklanmaktadır: yönetim kabiliyeti, firmanın kararları, grevler, üretim, hammaddenin nasıl sağlandığı, insan kaynakları yapısındaki verimlilik ve pazarlama, çevre düzenlemeleri, teknoloji, iç ve dış rekabet ve benzerleri. Sistemik olmayan risk; finansal risk, yönetim riski ve sektör riski olmak üzere üç alt başlıkta sınıflandırılmıştır (Çam, 2015: 17).

a. Finansal Risk

Ekonominin en küçük birimlerinden olan firmalar ticari faaliyetlerini gerçekleştirirken bazı risklerle karşılaşılır risklerden biri de finansal risktir. Bu risk firmanın kendi faaliyetlerinden kaynaklanabileceği gibi firma dışındaki faktörlerden,

bulunulan ülke koşullarından veya dünyada gerçekleşen finansal olaylardan kaynaklı olarak da ortaya çıkabilmektedir. Firmalar risklere karşı önlemler alarak yaşanan olumsuzluklardan korunmaya çalışmaktadırlar. Finansal risk, kurumların, ülkelerin ve firmaların resmi, ticari ve finansal borçlarını geri ödeme gücünü ölçmektedir. Finansal risk göstergeleri olarak; dış borç/GSYİH, ithalata ödenen net likidite, dış borç servisi/ihracat ve döviz kuru istikrarı gibi değişkenler sayılabilmektedir (Yapraklı ve Güngör, 2000: 200-201).

Finansal riskin ortadan kaldırılması ya da azaltılması firmanın yönetim becerisine bağlıdır. Bu sebeple risk izlenmeli, kontrol edilmeli ve gerekli hallerde önlem alınmalıdır (Corrigan, 1998'den akt. Çam, 2015: 18)

b. Yönetim Riski

Herhangi bir kuruluşun çalışanlarının üst düzey yöneticilerine eksik bilgi vermelerinden, yönetim hatalarından, çalışanların bilgi ve koordinasyon eksikliğinden kaynaklandığı için ortaya çıkan risk yönetim riskidir. Bu risk işletme yönetim performansı ile ölçülebilmektedir. Bu risk yöneticiler tarafından uygulanan doğru politikalar ile bertaraf edilebilmektedir (Çam, 2015: 18). Yönetim riski işletmelerin verimliliği hakkında bilgi sunması açısından yatırımcılara kaynaklık etmektedir (Usta ve Demireli, 2010: 29).

c. Sektör Riski

Firmanın içinde bulunduğu sektördeki gelişmeler ve sektördeki konumundan kaynaklanan risktir (Usta ve Demireli, 2010: 29).

Sektör riskinin kaynağı olarak sektördeki gelişmelerin firmanın hisse senetlerinde değişikliklere sebep olması, hammadde sıkıntısının üretimi etkilemesi, yasal düzenlemelerin getirilmesi, tüketici beklentilerindeki değişimler gibi faktörler sayılabilmektedir (Solberg, 2001'den akt. Çam, 2015: 19).

1.1.3. Sistemik Risk

Finansal sistemin bir bütün olarak değerlendirilmesi birbirine bağlı parçaların varlığıyla açıklanabilir. Sistem içinde en alt katmanda ulusal menkul kıymetler piyasaları, ikinci katmanda kendisinin ait olduğu sermaye piyasası sistemi ve uluslararası menkul kıymetler, üçüncü katmanda kendisinin içinde bulunduğu

uluslararası finansal sistem ve dördüncü katmanda kendisinin de içinde bulunduğu dünya ekonomisi olmak üzere dört katmandan oluşmaktadır.

Sistemik risk, bir bütün olarak değerlendirilen sistem içindeki katılımcıların piyasalardaki kurumsal ve yapısal düzenlemelerdeki hatalara ve tutarsızlıklara maruz kalmasından kaynaklanan risk finansal risk şeklinde tanımlanmaktadır. Herhangi bir şokun sistemdeki birinci katmandan dördüncü katmana, dördüncü katmandan birinci katmana iletimini kapsamaktadır. Bu durumda sistemik riskler; hisse senedi fiyatlarındaki düşme nedeniyle piyasa krizine, piyasa krizleri menkul kıymet kuruluşları krizine, ardından bankacılık ve finansal krize neden olabilmektedir. Kısaca sistemik risk krizlerin derinleşmesine ve kriz sonrası dönemde ortaya çıkan olası zararları ifade etmek için kullanılan risktir (Erkan, 1997: 11-18).

2. ÜLKE RİSKİ KAVRAMI, ÖNEMİ VE TARİHSEL GELİŞİMİ

BDDK'nın Ülke Riskinin Yönetimine İlişkin Rehber başlığıyla yayınladığı rehberde bankacılıkta ülke riskinin tanımı yapılmaktadır. Tanım şu şekildedir: bankalar için ülke riski, ülkelerini kurumların veya diğer borçluların yabancı bir ülkedeki borçlarını yani yurtdışındaki yükümlülüklerini, ekonomik, sosyal ve siyasi belirsizlikler nedeniyle yerine getirmemeleri veya borçlarını ötelemeleri sonucunda bu portföyleri elinde bulunduran bankaların doğrudan veya dolaylı olarak maruz kaldığı zarar olasılığını ifade etmektedir.

Ülkede yaşanan olumsuz koşullar borçların geri ödenememesine borçlunun temerrüde düşmesine neden olmaktadır. Borcunu ödeyemeyen borçlunun borcunu inkar etmesi, devalüasyon ilân edilmesi, kamulaştırma yapılması, moratoryum ilân edilmesi, ilgili ülkedeki denetim uygulamalarının yeterince şeffaf olmaması ve transfer riski de ülke riski tanımı kapsamına girmektedir (BDDK, 2016: 1).

Ülke riski yurtiçi ve yurtdışı krediler bazında ortaya çıkmaktadır. Yurtiçinde faaliyet gösteren bir firmanın gelir kaynağının ihracat olması ve borçlunun iş hacminin yurtdışındaki firmaların ithalatına bağlı olması durumunda borcun geri ödenmesinin yurtdışındaki ithalatçı firmaya bağlı olması durumunu bankalar ülke riski kapsamında değerlendirmelidir. Tanımı yapılan ülke riski; merkezi yönetim riski, dolaylı ülke riski, bulaşma riski, dolaylı kur riski, makroekonomik risk ve transfer riski gibi riskleri kapsamaktadır (BDDK, 2016: 2). Bu bağlamda konunun açıklığa kavuşturulması açısından ülke riski kategorisinde incelenen diğer risk tanımlarına da yer verilecektir.

Bulaşma riski, herhangi bir ülkenin, derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme notlarının düşürülmesine veya kredi daralmasına sebep olan herhangi bir gelişmeden, aynı bölgede yer alan veya aynı ekonomik yapıya sahip diğer ülkelerin dolaylı veya dolaysız olarak etkilendiği risk olarak tanımlanmaktadır. Dolaylı kur riski ise kurdaki değişmelerden kaynaklı olarak borçlunun yabancı para cinsinden olan borçlarını geri ödemeye yeterli olmaması olarak tanımlanmaktadır. Dolaylı ülke riski, borçlu ikamet ettiği ülke dışındaki bir ülkeyle yaptığı ticaret ve faaliyetlerden dolayı ilişkili olunan ülkede ortaya çıkabilecek politik, ekonomik ve sosyal koşullardaki bozulmaların borçlunun yükümlülüklerini geri ödeyememesi riski olarak adlandırılmaktadır. Makroekonomik risk ise, borçlunun ikamet ettiği ülkedeki makroekonomik değişkenlerde meydana gelen anomalilerin borcun ifasını güçleştirmesi riski olarak tanımlanmaktadır. Merkezi yönetim riski, yatırımcının ikamet ettiği ülke dışındaki ülkeye borç vermesi, o ülkedeki devletin kefil olduğu kurum veya kuruluşa kredi vermesi nedeniyle karşılaşılabileceği risk olarak tanımlanmaktadır. Transfer riski, borçlunun bankaya yabancı para cinsinden borçlu olması ve hükümetin döviz kısıtlamasına gitmesi sonucunda borçlunun yerel para birimini yabancı paraya çevirememesi sonucunda karşılaşılabilecek olan risk olarak tanımlanmaktadır (BDDK, 2016: 2).

Ülke riski kavramı, Krayenbuehl'in 1985 yılında yaptığı çalışmada, ülkelerin yabancı kaynaklardan alınan kredilerin geri ödemesini yapamadığı durum olarak tanımlanmaktadır. Shanmugam 1990 yılında yaptığı çalışmada, alınan dış borçların ifası için yeterli dövizin olmaması ülke riskinin kaynağını oluşturur şeklinde açıklanmıştır. Shapiro 1999 yılında yaptığı çalışmada, daha geniş bir perspektiften bakarak kavramsal olarak ülke riskini ülkenin politik ve ekonomik belirsizliklerinin, ülkeye yapılacak olan yatırımların değerinin ve yatırım kararlarının etkilenme olasılığıdır şeklinde tanımlamıştır. Melvin ve Schlagenhauf 1985 yılında yaptığı çalışmada, ekonomik, politik ve sosyal şartların ülke riskini oluşturan unsurlar arasında olduğunu vurgulamaktadır (Görmüş ve Aksoylu, 2017: 203).

3. ÜLKE RİSKİNİN KAYNAKLARI

Ülke riskinin temel kaynağı o ülkenin kamu ve özel sektörüne ait borçların toplamıdır. Borç kavramı borcun geri ödenmesi veya geri ödenememesi kavramlarıyla iç içe geçmiş durumdadır. Borcun geri ödeme yükümlülüğünün yerine getirme isteği politik risk, yerine getirilme yeteneği ise transfer riski olarak adlandırılmaktadır. Borcun

geri ödenememesi halinde ülke riski adı verilen risk meydana gelmektedir (Bezirci, 1998: 4).

3.1. İÇSEL KAYNAKLAR

Ülke riski belirlenirken dikkate alınacak içsel faktörler aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir. Birinci derece faktörler: kamu harcamaları, finansal liberalizasyon, büyüme hızı, enflasyon oranı, faiz hadlerindeki dalgalanmalar ve bütçe açığıdır. İkinci derece faktörler: işsizlik oranları, satın alma gücü paritesi, faiz ödemeleri, borsada yaşanan gelişmeler, istihdam ve ücretler, transfer harcamaları, faiz ödemeleri, kişi başına düşen milli gelir, kapasite kullanımı, terör olayları, bankacılık sistemi, iç piyasaya borçlanmanın maliyeti ve özelleştirmelerdir. Üçüncü derece faktörler: etnik grupların ve öğrencilerin yapmış olduğu eylemler, trafik kazaları, siyasi partiler ve hedefleri, tarımsal üretim ve çevre düzenlemeleridir. Yukarıda sayılan faktörler ülke riski belirlenirken derecelendirme kuruluşları tarafından modellere ya da anketlere değişken olarak dâhil edilmektedir (Bezirci, 1998: 4-5).

3.2. DIŞSAL KAYNAKLAR

Ülke riskini ölçen derecelendirme kuruluşları içsel faktörlerin yanında dışsal faktörleri de değerlendirmektedirler. Ülkelerin uluslararası pazara açılmasıyla birlikte ticaretin karlı yönleri ortaya çıkmış ve bununla beraber ithalat ve ihracat artmıştır. Böylelikle ülkeler arasında artan iletişim kamu ve özel sektörün ilişkisini artırmıştır. AB, NAFTA, OPEC gibi belirli ülkeler arasındaki çıkar ilişkileri gruplaşmalara neden olmuştur. Ülke gruplarının aralarındaki sosyal, ekonomik ve kültürel etkileşim artmıştır.

Çalışmada dışsal faktörler üç başlık altında toplanmıştır. Birinci derece faktörler; grup üyesi ülkelerin diğer ülkelerle olan ilişkisi, komşu ülkelerle olan ilişkileri, IMD' den alınan krediler ve geri ödenmesi olarak sayılabilir. İkinci derece faktörler; uluslararası entegrasyon, yabancı sermaye girişine izin verilmesi, ithalat ve ihracata konan kotalar ve ülkelerle yapılan ticari anlaşmalar sayılabilmektedir. Üçüncü derece faktörler arasında ülkelerin savunmaya gücü, ülke ekonomisinin bağımlı olduğu ülkeler veya ülke grupları, farklı sebeplerden dolayı ülkeye giriş yapmış göçmenler ve azınlık hakları olarak sayılabilmektedir (Bezirci, 1998: 6).

Ülke risk analizi, ülkelerin döviz geliri üretme gücünü tespit etmeyi ve dış borçlarını ödeme gücüne göre ülkeleri sınıflandırmayı amaçlamaktadır. Borç veren ülkeler borç alan ülkelerin temerrüde düşme nedenlerinin ekonomik, politik ve sosyal

faktörlerden kaynaklandığını düşümeğmektedirler. Alacaklı ÷lke tarafından, verilen kredilerin geri dönmeme olasılığını tahmin etmek için borçlu ÷lkelerin ekonomik, politik ve sosyal durumu ve bu değişkenlerin zaman içindeki değişme eğilimleri yakından takip edilmektedir (Kara, 2006: 16-17).

4. ÷LKE RİSKİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

4.1. EKONOMİK FAKTÖRLER

Ekonomik veriler bir ÷lkenin geçmişi ve geleceği hakkında kapsamlı bilgilere erişim sağlanması açısından sosyal ve politik faktörlere göre daha kullanışlıdır. ÷lke riskini belirleme konusunda Shelagh A. Hefferman'ın yaptığı çalışmaya göre uluslararası bankaların en önemli kabul ettiği ekonomik göstergelerin aldığı oranlar şu şekildedir: ÷lke risk değerlendirmesi yapan bankaların %87'si ÷lke riskini en çok ödemeler dengesi kaleminin belirlediğini düşünmektedir. ÷lke riskini belirleyen diğer değişkenlerin aldığı oranların %52'sini borç servis oranı, %39'unu uluslararası rezervler, %39'unu ekonomik gelişme ve %35'ini enflasyon oranı ve para politikası kalemlerinin belirlediği düşünölmektedir. Ödemeler dengesi ile ilgili olarak ayrıntılı bilgi birinci bölümde verilmiştir. Borç servis oranı dış borç servis ödemelerinin ihracata oranı şeklinde tanımlanmıştır. Uluslararası rezervler, uluslararası rezervlerin ithalata oranıdır yani rezervlerin ithalatı karşılama oranıdır. Ekonomik gelişme ölçüsü olarak GSMH'daki artış oranı veya kişi başına düşen gelir kullanılmaktadır (Kara, 2006).

4.2. POLİTİK FAKTÖRLER

Politik faktörler; savaşlar, ÷lkenin yabancı güçler tarafından ele geçirilmesi, terör olaylarından kaynaklanan iç karışıklıklar, ideolojik yapının farklı olması, politik olarak kutuplaşmaların yaşanması, bölgecilik, ekonomik çıkar grupları arasındaki anlaşmazlıklar, aşırı görüşlere sahip olanların hükümeti yönetmeye başlaması gibi faktörlerden oluşmaktadır (İleri, 1999: 115). Bu faktörlere ek olarak hükümetin politik istikrarı, hükümetin yapısı, çalışmanın temel ilkeleri, devletin birimleri arasındaki entegrasyonun sağlanması, sosyal durum gibi etmenlerde sayılabilmektedir (Bezirci, 1998: 19). Politik faktörleri temsil eden değişkenler önem derecelerine göre derecelendirme kuruluşları tarafından sıralanmakta ve puanlanmaktadır.

4.3. SOSYAL FAKTÖRLER

÷lkenin belirlediği toplumsal istikrar ile ilgili olan sosyal faktörler; "iç savaş, iç ayaklanmalar, etnik farklılıkların sebep olduğu karışıklıklar, gelir dağılımındaki

adaletsizlik, inanç farklılıkları ve sosyal sınıflar arasındaki düşmanlıklar” şeklinde sayılabilmektedir (İleri, 1999: 116). Bu faktörlere ek olarak aile yapısı, demografik denge, nüfus yoğunluğu, eğitim seviyesi, dini yapı, doğum oranları, ölüm oranları, sendikalar gibi etmenlerde sayılabilmektedir (Bezirci, 1998: 20). Sosyal faktörlerde olumlu bir seyir izlenmesi halinde ülke riski düşük olarak gerçekleşmektedir. Eğer; sosyal faktörlerde olumsuz bir seyir izleniyorsa ülke riski de yüksek olarak gerçekleşmektedir.

5. ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ İÇİN KULLANILAN METODLAR

Bu bölümde, risk değerlendirmesinde yaygın olarak kullanılan çok çeşitli tekniklere yer verilecektir. Ülke riskini ölçmek için kullanılan kıstaslar rating kuruluşları tarafından gizli tutulduğundan bu hususta bilgi vermemektedirler. Ülke riski ölçüm yöntemleri teorik olarak incelendiğinde rating kuruluşları farklı değişkenleri modellerine dâhil etmektedirler (Bezirci, 1998: 71)

5.1. KALİTATİF METOD

5.1.1. Tam Kalitatif Metod

“Tam kalitatif sistemler temel olarak bir ülkenin analitik içeriğinin ülkeden ülkeye değiştiği, sabit olmayan bir formattaki değerlendirme raporundan oluşmaktadır. Tüm ülkelere uygulanacak kesin bir analiz çerçevesinin olmaması karşılıklı ülke karşılaştırmalarını imkânsız kılmaktadır. Üstelik bu değerlendirme sistemleri gelecekte ziyade geriye dönük olma eğilimindedir.” (Kara, 2006: 57-58). Bir ülkenin ekonomik, politik, sosyal gelişmelerinin sübjektif olarak değerlendirildiği bir yöntemdir. Sübjektif yöntem kullanıldığından ülke riski karşılaştırmalarında sağlıklı sonuçlar elde edilemeyebilir.

5.1.2. Yapısal Kalitatif Metod

“Yapısallaştırılmış kalitatif sistemler, iyi tanımlanmış olan ve genellikle bazı istatistiksel analiz çeşitlerini içeren standartlaştırılmış bir biçime göre ülke raporlarını meydana getirmektedir.” (Kara, 2006: 58). Ülkelerin genel koşulları hakkında kalitatif karşılaştırma yapılabilmektedir.

Hefferman’ın çalışmasında standartlaştırılmış ülke riski tablolarının genellikle altı başlıktan oluştuğu ve bazı bileşenlerinin değişebileceğine dikkat çekilmiştir. Bu altı başlık ve içeriğine kısaca değinilmiştir. Birincisi iç ekonomik indikatörlerdir. Alt

başlıkları olarak nüfus, nüfus artışı, GSYİH, kişi başı GSYİH, GSYİH artış oranı, işsizlik oranı, TÜFE, para arzı artışı ve bütçe açığının GSYİH'ya oranı gibi indikatörler sayılabilir. İkincisi ödemeler dengesidir. Alt başlıkları olarak ticari denge, mevcut denge, sermaye hesapları, rezervlerdeki değişimler, ithalat ve ihracat gibi indikatörler sayılabilir. Üçüncüsü dış varlıklardır. Alt başlıkları olarak genellikle uluslararası rezervler, kullanılmayan IMF kredisi ve diğer dış varlıklar hakkındaki verileri rapor etmektedir. Dördüncüsü borç yapısıdır. Dış borç (kamu ve özel) üzerinde bilgi vermektedir. Beşincisi yeni borçtur. Yeni alınan borç hakkında bilgi vermektedir. Altıncısı borç indikatörleridir. Alt başlıkları olarak borç servis oranı, Borç/GSYİH, borç ihraç oranını, Yabancı varlıklar/Dış borç, içeren çeşitli borç indikatörlerini kapsamaktadır (Kara, 2006: 59-60).

5.2. KONTROL LİSTESİ (CHECKLIST) YÖNTEMİ

“Kontrol listesi (checklist) yöntemi karakterine göre kantitatif sistemdir. Bu sistem bankanın ilgili olduğu tüm borçlu ülkeler için derlenen ekonomik, finansal, sosyal ve politik indikatörler grubundan meydana gelmektedir. Ağırlıklandırılmış ve ağırlıklandırılmamış kontrol listeleri olarak ayırım yapılmaktadır.” (Kara, 2006: 58). Bu yöntem de niteliksel ve niceliksel yöntem bir arada değerlendirilmektedir. Niceliksel yöntemde bilgi yetersizliği, niteliksel yaklaşımda da subjektif değerlendirme yapılmasının doğuracağı bazı olumsuzlukların önüne geçilmiş olmaktadır (Kara, 2006).

5.3. MAKROEKONOMİK MODELLER

Bu modeller ülke riski belirlenirken modele dâhil edilen makroekonomik değişkenlerin değerlendirilmesi temeline dayanmaktadır. Makroekonomik likidite oranı ve makroekonomik finansman oranı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

5.3.1. Makro Ekonomik Likidite Oranı (MELO)

F. A. Von Dewall tarafından geliştirilmiştir. Bir ülkenin yakın gelecekte dış borç ödeme gücünü veya kabiliyetini ölçmede kullanılabilecek bir göstergedir. Makroekonomik likidite oranı, bir ülkenin dış ödemelerde kullanabileceği kısa süreli finansman kaynakları ile anapara ve faiz ödemesinden (borç servisi) oluşan dış borç yükümlülüğünü kapsamaktadır (Akgüç, 1985'den akt. Bezirci, 1998: 39-40; Akgüç, 1985'den Kara, 2006: 73-74). Bu oran formülle ifade edildiğinde payında, brüt resmi döviz rezervi açığı veya fazlası (A), uluslararası bankacılık sisteminden kullanılabilecek krediler (B), ulusal bankacılık sisteminin net döviz varlığı (C) ve cari işlemler açığı

veya fazlası (D) yer almaktadır. Oranın paydasında ise, dış borç anapara ve faiz ödemeleri (E) yer almaktadır (Akgüç, 1985'den akt. Bezirci, 1998: 39-40; Akgüç, 1985'den akt. Kara, 2006: 73-74).

$$MELO = \frac{A + B + C + D}{E} \quad (2.1)$$

Modelin denkleminde de görüleceği gibi dış borç faiz ödemelerinin formülün hem payında hem de paydasında yer almasıdır. Oranın payında cari işlemler dengesine yer verildiğinden, bu denge, dış borç faiz ödemelerini de kapsamaktadır. Gerçekten dış borç faiz ödemeleri, hizmet giderleri olarak cari işlemlerde yer almaktadır. Eğer bir ülkenin dış borç faizleri, ithalata kıyasla önemsiz tutarda ise, dış borç faiz ödemelerinin, oranın hem payında hem de paydasında yer alması büyük bir sorun teşkil etmeyeceği şeklinde yorumlanabilmektedir (Akgüç, 1985'den akt. Kara, 2006: 73-74).

5.3.2. Makro Ekonomik Finansman Oranı (MEFO)

Diğer modeldeki eksiklikleri göstermek için makroekonomik finansman oranı kullanılmaktadır. Bu oran formülle ifade edildiğinde payında, brüt resmi döviz rezervi açığı veya fazlası (X), bankaların net döviz tutarı (Y), bankalardan sağlanmış kredi veya bakiyeleri (Z), dış satım (A) ve görünmeyen gelirler (B) yer almaktadır. Oranın paydasında ise, dış borç anapara taksitleri (C), dış borç faiz ödemeleri (D), dış satım (E) ve görünmeyen giderler (F) yer almaktadır (Akgüç, 1985'den akt. Bezirci, 1998: 39-40).

$$MEFO = \frac{A + B + C + D + E}{F + G + H + I} \quad (2.2)$$

Bu oran makroekonomik likidite oranından farkı, dış ödemelerde kullanılabilecek imkânların ve kaynakların oranının payında, toplam dış finansman gereksinimlerinin de paydada yer almasıdır. Bu oranda döviz gelirleri payda, döviz giderleri paydada yer almaktadır. Modelin eleştirilen yönü yıl içinde gerçekleşme olasılığı yüksek olan kısa süreli dış borçların, ticari kredilerin dikkate alınmamış olmasıdır. bunun nedeni ise borçlarını ödemedeki sorun yaşayan ülkelere açılan kısa vadeli ticari kredilerin yenilenmemesi olasılığının yüksek olmasıdır.

MEFO>1 olduğu durumda; ülkenin mevcut döviz stokunun, ihracat giderleri ile dış borç anapara ve faiz ödemelerini karşıladığını ifade etmektedir. MEFO<1 olduğu durumda; döviz girdilerinin döviz çıktılarını karşılamada yetersiz kaldığı anlamına gelmektedir. MEFO hesaplamasında bir ülkenin yıl içinde kreditorlerden

sağlayabileceği krediler hesaplama yaparken dikkate almamaktadır (Akgüç, 1985'den akt. Bezirci, 1998: 39-40; Akgüç, 1985'den akt. Kara, 2006: 73-74)

5.4. KANTİTATİF METODLAR

5.4.1. Diskriminant Analizi

Diskriminant analizi, ekonometrik model sınavından önce modele dâhil edilecek olan değişkenlerin gruplandırılırken taşıdığı özelliklere göre ayrımının yapılıp yapılamayacağını test edilmesini, gruplar arasındaki farklılıkların incelenmesini ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri etkileme derecesine göre sınıflandırılmasını mümkün kılan istatistiksel bir tekniktir (Bouchet vd., 2003: 115). Diskriminant analizinde yüksek riskli ve düşük riskli ülke grupları arasında en iyi ayrımı sağlayan bir lineer diskriminant fonksiyonu oluşturulmaktadır. Bu yöntemle ülke riskini ölçmeye yönelik çalışmalar yapılmıştır.

Altman (1968) ve Altman vd. (1977) tarafından yapılan çalışmalarda firma iflasını tahmin etmek için bu tekniği kullanmışlardır. Risk analizi sonucunda, ülkelerdeki firmaların borç ödemede temerrüde düşüp düşmeyeceği ihtimalini ölçmekte ve ülkeleri sınıflandırmaktadır (Gür, 2000: 122; Bouchet vd., 2003: 115-117; Kara, 2006: 63).

Frank ve Cline (1971)'in yaptığı çalışmanın özellikleri şöyledir; modeldeki bağımlı değişken borç erteleme yapan, borç erteleme yapmayan şeklinde iki değer almaktadır. Açıklayıcı değişken olarak borç servis oranı, ithalat/rezervler ve amortisman/borç oranı seçilmiştir. Analiz metodu olarak diskriminant analizi seçilmiştir. Gözlemlenen toplam ülke sayısı 26 iken 13 ülkenin 1960 ve 1968 yılları arasındaki 145 gözlemi modele dâhil edilmiştir. Sonuç olarak, “ortalama borç vadesi ve borç ödemelerinin toplam borca oranını en anlamlı şekilde açıklayıcı değişken olarak bulmuşlardır.” (Gür, 2000: 122; Micalea, 1992'den, akt. Kara, 2006: 63-65).

Grinols (1976)'in yaptığı çalışmanın özellikleri şöyledir; modeldeki bağımlı değişken borç erteleme yapan, borç erteleme yapmayan şeklinde iki değer almaktadır. Açıklayıcı değişken olarak borç servis ödemeleri/rezervler, ödenmiş dış borç/borç servis ödemesi, borç servis ödemesi/ithalat, dış borç/GSYH ve dış borç/ithalat oranı seçilmiştir. Analiz metodu olarak diskriminant analizi seçilmiştir. Gözlemlenen toplam ülke sayısı 64 iken 24 ülkenin 1961 ve 1974 yılları arasındaki 343 gözlemi modele dâhil edilmiştir. Sonuç olarak, dış borç erteleme olasılığının açılanmasında kullandığı yirmi

değişken içerisinde borç ödemelerinin toplam borca oranının, borç servisinin ihracata oranının, toplam dış borcun GSMH'ya oranının ve kullanılan borcun borç servisine oranının anlamlı değişkenler olduğu saptanmıştır (Gür, 2000: 122; Bouchet vd., 2003: 115-117).

Sergen (1977)'in yaptığı çalışmanın özellikleri şöyledir; modeldeki bağımlı değişken borç erteleme yapan, borç erteleme yapmayan şeklinde iki değer almaktadır. Açıklayıcı değişken olarak enflasyon oranı, planlanmış borç servis ödemeleri/ihracat oranı seçilmiştir. Analiz metodu olarak diskriminant analizi seçilmiştir. 1960 ve 1975 yılları arasındaki 466 gözlemi modele dâhil edilmiştir. Sonuç olarak, “kullanılan borç servisi ve paracı yaklaşımlarda, borç servisinin ihracata oranı ve enflasyon oranı en anlamlı iki değişken olarak bulunmuştur.” (Gür, 2000: 122; Bouchet vd., 2003: 115-117; Micalea, 1992'den akt. Kara, 2006: 63-65).

Smith (1977) ve Saini ve Bates (1978)'de diskriminant analizi yöntemini kullanarak ülke riskini ölçmeyi amaçlayan çalışmalara örnek olarak verilebilmektedir (Gür, 2000: 122; Micalea, 1992'den akt. Kara, 2006: 63-65).

5.4.2. Logit ve Probit Analizi

“Logit ve Probit modellerinin yaygın kullanımında en önemli gerekçe bu modellerin binom dağılımlı bağımlı değişken kullanması nedeniyle pratik olmalarıdır. Dış borç servis güçlükleri eğer borç ertelemeleri ile açıklanıyorsa, bir borçlunun ödemelerini yapıp yapmaması gibi iki sonuçlu bir olayın modellenmesi için oluşturulan Logit ve Probit tahmin teknikleri en uygun tekniklerdir. Dolayısıyla bir ülkenin, miktarı ne olursa olsun, verilen bir yıl içerisinde borç servis erteleme yapması 1, yapmaması ise 0 değeri ile ifade edilirse, Logit ve Probit modelleri en küçük kareler tahmin yöntemleri ile kıyaslandığında etkin ve sapmasızdır. Model içerisinde elde edilen borç servis erteleme olasılıkları 1 ve 0 arasında uygun bir kesim değeri iki uçlu hale getirildiğinde, modelin tahmin gücü 1. ve 2. tip hataların gözlem değerine oranı ile açıklanmakta ve açıklayıcı değişkenler bu kıstasa göre modele alınmaktadır.” (Gür, 2000: 122; Kara, 2006: 65-66).

5.4.3. Temel Bileşenler Analizi

Temel bileşenler analizinde modele dâhil edilecek değişkenler arasındaki ilişkiyi muhafaza ederek, veri kümesi içerisinde birbiriyle ilişkili olan çok sayıdaki değişkenin azaltılması amaçlanmaktadır (Jolliffe, 2002'den akt. Çam, 2015: 51-52). Analiz genel

olarak değişkenler arasındaki bağlılığın yok edilmesi veya azaltılması amacıyla kullanılan bir teknik olmakla beraber başka analizler içinde veri hazırlamak için bu teknik kullanılmaktadır. Analizin temel amacı önemli bilgi kaybına neden olmadan birden fazla değişkeni temsil edebilen az sayıda değişkene indirgemektir (Kara, 2006: 70-71). Bu analiz yöntemine göre yapılan bazı çalışmalar aşağıdaki gibidir.

Dhonte (1975)'in yaptığı çalışmanın özellikleri şöyledir; modeldeki bağımlı değişken borç gereksinimi, borcun vadesi, borç servis hacmi ve borç müzakeresidir. İlk bileşenle ilgili önemli açıklayıcı değişkenler olarak borç ödeme/ithalat, net transferler/ithalat, ödenmemiş borç/ihracat ve ödenmemiş borç/GSMH seçilirken ikinci bileşenle ilgili önemli açıklayıcı değişkenler borç servis ödemeleri/borç ödemesi ve borç servis ödemeleri/ödenmemiş borç oranı seçilmiştir. Müzakere durumunu ayırt etmede yardımcı olan değişkenler ise borç servisi/ödenmemiş borç, borç servis oranı ve borç ödemesi/ithalat oranıdır. Metod analizi ana bileşenler analizidir. 1959 ve 1971 yılları arasındaki 82 gözlem modele dâhil edilmiştir.

Abbasi ve Taffler (1982)'in yaptığı çalışmanın özellikleri şöyledir; modeldeki bağımlı değişken borç ertelemedir. Açıklayıcı değişkenler ise dış borç/ihracat, kişi başına borç, TÜFE'de ki % değişim ve yurtiçi kredi/GSYH'dır. Metod analizi ana bileşenler analizidir. Gözlemlenen toplam ülke sayısı 95 olmakla beraber bazı ülkeler veri eksikliğinden dolayı modele dâhil edilmemiştir. 1967 ve 1977 yılları arasındaki 681 gözlem modele dâhil edilmiştir.

Sherer ve Avellaneda (2000)'de dört ülke için tahvil borçlarını incelemek amacıyla temel bileşenler analizini kullanmıştır. Varyansı istatistiksel olarak anlamlı olduğunu açıklayan ilk değişken mevcuttur. Bu değişkenler, Latin Amerika'daki bölgesel risk ve Venezüella'daki oynaklıktır. Zamana bağlı bir faktör analizi, faktörlerin açıkladığı varyansın zaman içinde değiştiğini ve bu değişimin Meksika Peso Krizi, Asya'daki ekonomik çöküş, Brezilya Real'inin devalüasyonu ve çöküşü gibi piyasa olayları açısından yorumlanabileceğini göstermektedir (Bouchet vd., 2003: 125).

5.5. TÜRK EXİMBANK'TA UYGULANAN ÜLKE RİSKİ ANALİZİ YÖNTEMİ

Ülke risk primi hesaplamasında OECD ülke riski uzmanları ülkelerin riskliliğini üç ayda bir sıfır ile yedi kategorileri arasında değerlendirmekte ve OECD ülkelerin risk kategorinin listesini oluşturmaktadır. Bu listeye erişim OECD'nin country risk classification sayfasının en altındaki current country risk classifications bölümünde yer

alan prevailing country risk classification linkinden sağlanabilmektedir. Bilgi sahibi olunmak istenen ülkenin risk kategorisine bu liste aracılığıyla ulaşılabilmektedir.

Türk Eximbank'ın ülke riski limitleri aşağıdaki tablodaki gibidir:

Hazırlanmış olan ülke riski hesaplama kategorisine ilişkin bazı açıklayıcı bilgiler şu şekildedir: SOV/CCO: ilgili ülkede devlet adına borçlanma yetkisi olan Maliye Bakanlığı, Hazine ve Ekonomi Bakanlığı gibi kuruluşlara açılan krediler ile devlet garantisi verilmesi durumunda seçilmektedir.

Tablo 1. Türk Eximbank'ın Ülke Riski Limitleri

	OECD 1. ve 2. Grup Ülkeler	OECD 3. Grup Ülkeler	OECD 4. Grup Ülkeler	OECD 5. Grup Ülkeler	OECD 6. Grup Ülkeler	OECD 7. Grup Ülkeler	Toplam
Max. Grup Limiti	2.000	2.000	2.000	2.000	1.750	1.500	11.250
Min. Grup Limiti	1.000	750	500	450	400	350	3.450

Kaynakça: <https://www.eximbank.gov.tr/tr/urun-ve-hizmetlerimiz/alici-kredileri/ulke-limitleri-listesi>, (Erişim Tarihi: 29.09.2019).

1, 2, 3, 4, 5, 6 ve 7 olarak numaralandırılmış başlıklar ülke riskidir. Alıcıların derecelendirme kuruluşlarından aldıkları notlara göre yapılan sınıflandırma CC1, CC2, CC3, CC4 ve CC5'tir.

Tablo 2. Eximbank Ülke Risk Primi Hesaplaması

1	2	3	4	5	6	7
SOV+	SOV+	SOV+	SOV+	SOV+	SOV+	SOV+
SOV/CC0	SOV/CC0	SOV/CC0	SOV/CC0	SOV/CC0	SOV/CC0	SOV/CC0
CC1 AAA ile AA-	CC1 A+ ile A-	CC1 BBB+ ile BBB-	CC1 BB+ ile BB	CC1 BB-	CC1 B+	CC1 B
CC2 A+ ile A-	CC2 BBB+ ile BBB-	CC2 BB+ ile BB	CC2 BB-	CC2 B+	CC2 B	CC2 B- veya daha kötü
CC3 BBB+ ile BBB-	CC3 BB+ ile BB	CC3 BB-	CC3 B+	CC3 B	CC3 B- veya daha kötü	
CC4 BB+ ile BB	CC4 BB-	CC4 B+	CC4 B	CC4 B- veya daha kötü		
CC5 B- veya daha kötü	CC5 B+ veya daha kötü	CC5 B veya daha kötü	CC5 B- veya daha kötü			

Kaynakça: <https://www.eximbank.gov.tr/content/files/871a4cdc-1349-403f-ac83-9d117bb0f9db/ulkeriskprimihesaplama-aciklamalar>, (Erişim Tarihi: 28.09.2019).

Tabloya 2'ye göre ülke risk primi hesaplamasına ilişkin, ülke riski dört olan bir ülkenin kredi notu B- veya daha kötü olan bir alıcı CC5 olarak seçilmelidir. Herhangi bir kredi notuna sahip olmayan alıcılar herhangi bir CC sınıflamasında yer alacağına, ülke kredileri bölümü alıcıyı inceleyerek karar vermektedir. Krediler aylık dönemler halinde kullanılmaktadır. Kredi kullandırma dönemleri, projelerde yatırım dönemi, mal ihracatında sevkiyat dönemi olarak alınabilmektedir. Kredilerin geri ödemeleri aylık olarak yapılmaktadır.

5.6. TOBİT MODELLERİ

Tobit modelinde sınırlı bağımlı değişkenler; sansürlenmiş ve kesikli regresyon modelleri şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Bağımsız değişkene ait değerler bilirken bağımlı değişkene ait bazı gözlemlerin bilgisine sahip olunamaması durumuna sansürlenmiş regresyon veya tobit model denilmektedir. Bağımsız değişkene ait değerlerin yalnızca bağımlı değişkenin değerleri gözlenebilirken tanımlanabilmesine kesikli örneklem denilmektedir. Kesme işlemi örnekleme değiştirmekte fakat sansürleme örnekleme değiştirmemektedir. Bağımsız değişkenlerin gözlemlenmesi halinde ortaya çıkan sensöre tobit model de denilmektedir. Bağımlı değişkeni pozitif değerler alan doğrusal regresyon modelleri bu yönüyle probit modellere benzemekte ve tobit model olarak bilinmektedir. Bağımlı değişkenin alabileceği değerlerin değişim aralığı rastgele sınırlandırılan regresyon modellerinde aralık dışında bırakılan değerler kaybedileceği için kesikli model vardır denilmektedir. Bağımsız değişkenler gözlenebiliyorsa sansürlü model söz konusu olmaktadır (Hamdi Emeç, 2001).

Tobit modellerin kullanımı 1990'ların ortalarında başlamıştır. Hajivassiliou 1994 yılında yaptığı çalışmada üç farklı durum tahmini yapmıştır. Yüksek oranda borç ertelemesi yapan ülkeler borç krizi içerisindeki ülkeler olarak tanımlanmıştır. Bağımlı değişken ödenmemiş dış borç yükümlülüğü miktarı olarak belirlenmiştir. 93 ülke için 1970 ile 1987 yılları arasındaki veriler ile model tahmini yapılmıştır. Bulunan anlamlı bağımsız değişkenler borcun ihracata oranı, rezervlerin ithalata oranı, ödenecek faiz ve anapara yükümlülükleri, kişi başına gelir, cari işlemlerin GSYH'ya oranı, ödenmemiş önceki faiz ve anapara miktarları ve önceki borç ertelemeleridir (Gür, 2000).

Ülke dış borç ödeme kapasitesini belirleyen diğer tobit modeli Gür (1995, 1998 ve 2001)'ün çalışmasıdır. 1995 yılında yaptığı çalışmada dış borç ertelemeleri toplam borca oranını '0' ile '1' değeri aralığında devamlı bir değişken olarak tanımlamış ve

bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. 1972 ve 1991 yılları arasında 35 ülke için dokuz açıklayıcı değişken kullanılmıştır. Çalışmada lke riski tahmini yapılırken ülke özel koşullarının ve zamanın nemini görebilmek için panel veri analizi kullanılmıştır. Zaman ve ülke faktörlerin önemsiz olduğu görülünce çalışmada tobit analizi kullanılmıştır. Çalışmanın nemi dış borç erteleme oranının ülke risk tablolarına dönüştürülmesi ve özel kuruluşlarca verilen ülke notları ile kıyaslanabilmesidir. Lanoi ve Lemarbre (1996)'nin çalışmasına göre, üç ayrı açıklayıcı değişken kullanılmış ve borç erteleme oranları açıklanmaya çalışılmıştır (Gr, 2000: 123-124).

5.7. YAPAY SİNİR AğLARI

Yapay sinir ağlarının işleyişi ile ilgili bilgilere Bouchet vd. (2003: 127)'in ve Yazıcı (2007: 72-89)'nin çalışmasında ayrıntılı olarak yer verilmiştir. Yapay sinir ağı modelleri ülke riskinin tahmini için oluşturulmuş modellerdir. OECD'nin 220 ülke için yapmış olduğu derecelendirme dikkate alınarak 1998 ile 2009 yıllarında değişkenlerdeki aylık değişimlerden yararlanılarak nonparametrik bir model denenmiştir. Tek gizli katmanlı ileri beslemeli yapay sinir ağı modeli kullanılarak tüm gözlemlerin doğru tahmin oranı %93,0'e, görünümün olumsuz olduğu durumlarda doğru tahmin oranı %98,5'e kadar yükselmektedir. Reel kurdaki değişimler ülke riski üzerinde ters yönlü etkiye sebep olmaktadır. Kur değişmeleri TL lehine ise ülke görünümünün olumlu yönde etkilendiği görülmüştür. Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYİH) artışları ülke riskini azaltıcı yönde etki gösterirken, üretici fiyat endeksi ile ülke riski arasında paralel bir artış izlenmiştir. Merkez Bankası'nın dış yükümlükleri ve ülke riski arasında doğrusal ilişkinin olması, Türkiye ekonomisinin dışa bağımlı olması ve yükümlülüklerin artması, ülkelerin krediye uygunluklarının olumlu birer gösterge niteliği taşımasıyla açıklanmaktadır (genderi.org, 2019).

Yim ve Mitchell'in 2005 yılında yaptıkları çalışmada diskriminant, kümeleme, Yapay Sinir Ağları ve Logit Probit modellerini kullanmışlardır. Bağımlı değişken olarak ülke riski kullanılmıştır. Açıklayıcı değişken olarak ekonomik, demeler dengesi, genel hükümet, dış ve PR göstergeleri seçilmiştir (Yim ve Mitchell, 2005).

5.8. MULTİMOORA YÖNTEMİ

Tre vd. (2016)'nin çalışmasına göre; yatırımcılar ekonomik istikrarsızlıklardan daha az etkilenmek ve doğru pazarda yatırım yapmak istemektedirler. Yatırımcılar yatırım yapmayı düşündüğü ülkelerin risk durumları hakkında bilgi sahibi olmak

istemektedirler. Ülke riski derecelendirmelerinin bazı kurumlar tarafından yapılmasına karşın bilgilerin gizliliği açısından pek aydınlatıcı olmamaktadır. Bu çalışmada da, oran, referans nokta ve tam çarpımsal yaklaşım olarak üç alt yaklaşımı olan Multimoora yönteminden yararlanılmıştır. Boyutsuz ölçüğe dayanan yöntem çok amaçlı karar vermeyi kolaylaştırmaktadır.

Çalışmada 2012 yılında 76 ülkeye ait birbiri ile eklemlenmiş 22 makroekonomik ve politik risk göstergesinin bir arada değerlendirilmesiyle ülkelere ilişkin risk sıralaması elde edilmiştir. Türkiye bu sıralamada 56. sırada yer bulabilmiştir. Ekonomik göstergelerde başarı sağlanmışken, politik istikrar, şiddet/terörizm, denetlenebilme gibi politik risk değişkenlerinin iyileştirilmesiyle Türkiye'nin daha üst sıralarda yer bulma ihtimalinin artabileceği vurgulanmıştır (Türe vd., 2016: 824).

6. ÜLKE RİSKİNİ ÖLÇEN KURUMLAR VE DERECELENDİRME

KURULUŞLARI

Çam (2015: 36)'a göre, ülke riski notunu yayınlayan kuruluşların analiz sonuçları bazı farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıkların nedenleri; analize dahil edilen faktörler ve göstergeler, kullanılan metodoloji, analize dahil edilen değişkenlere verilen puanlama, benzer faktörlerin ağırlıklarının farklı olmasıdır. Türkiye'de kredi derecelendirme faaliyeti gösterebilecek kurumlar Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından Jcv Avrasya Derecelendirme A.Ş., Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetler A.Ş., İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. ve Kobirate Uluslar Arası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri şeklinde sıralanmıştır (SPK, 2019a). Diğer ülkelerin derecelendirme kuruluşları da alt başlıklar şeklinde irdelenmiştir.

6.1. STANDART AND POOR'S RATING GROUP

Başlangıcı 1860'lı yıllara dayanan, Henry Varnum Poor tarafından New York'ta kurulmuş uluslararası bir derecelendirme kuruluşudur. Luther Blake Lea 1913 yılında Edward Shattuck'dan Bond Card System ve Bobson Stock'u satın almıştır. Şirket 1914 yılında Standart Statistics A.Ş. adını almıştır. Şirket Standard&Poor's adını 1941 yılında Standart Statistics Company ve Poor's Publishing Company adlı şirketler ile birleşerek almıştır. Bu birleşme ile Standard & Poor's finansal bilgi hizmetleri alanında önemli rol üstlenmiştir. 1957'de S&P 500 Hisse senedi endeksi tanıtılmıştır. Bu endeks hisse

senedi fiyatlarının genel seviyesinin bir ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Bu veriler, yatırımcıların karlarını araştırma ve geliştirme imkânı sağlamaktadır.

1963 yılından itibaren S&P'nin hisseleri New York borsasında alınıp satılmaya başlamıştır. S&P, 1966 yılında McGraw-Hill tarafından satın alınmıştır. S&P faaliyetlerinde McGraw-Hill'den bağımsızdır. Bu satın alma sonrasında S&P veri ve analizleri ile yatırım dünyasında tanınmıştır. 2004 yılında Capital IQ tarafından satın alınmış ve kapsamlı olan veri önbelleği daha da genişletilmiştir. Hindistan'da faaliyet gösteren, derecelendirme, araştırma ve risk danışma şirketi olan CRİSİL tarafından 2005 yılında satın alınmış ve S&P'nin erişimini arttırmıştır. McGraw-Hill isim değiştirerek McGraw-Hill Financial olmuştur. S&P ve McGraw-Hill'in ortak girişimiyle Dow Jones Endeksi oluşturulmuştur. 2015'de McGraw-Hill Financial, SNL Financial'ı satın aldı.

2016 yılında McGraw-Hill Financial yeniden markalaşma için S&P Global adını kullanmaya başlamıştır (Karagöl ve İstiklal Mihçioğru, 2012: 12; S&P, 2019b; S&P, 2019c). Londra ve Tokyo'daki 2 bölgesel merkez ofisi ile birlikte toplamda 60'a yakın ofiste yaklaşık 6.300 çalışanı ile 20 ülke ve piyasada faaliyet göstermektedir. S&P, finansal piyasalarda menkul kıymetleştirme işlemleri, bono garantili finansal işlemler, kredi mektubu, ABD dışındaki sigorta şirketleri, banka sahibi holding şirketleri, finansal kefalet veren şirketler ile ilgili derecelendirme yapan ilk şirkettir (S&P, 2019b; S&P, 2019c). S&P'nin şirket prensiplerine sırasıyla yer verilecektir (Eren, 2010: 5-6; S&P, 2018: 1-9).

Derecelendirme sürecinin kalitesi: derecelendirme sürecinde kriterlerin tutarlı bir şekilde uygulanması, verilerin titizlikle seçilmesi, sistematik bir yapıya sahip olması ve tarihsel deneyimlere dayanmaktadır. Elde edilen veriler analistler tarafından değerlendirilmekte, objektif doğrulamaya dayanmakta ve süreklilik arz etmektedir.

Derecelendirme sürecinin bütünlüğü: bu süreçte yasa ve düzenlemelere uymakla yükümlüdür. Kural ve politikaların uygulamasını kolaylaştırmak için gerekli eğitimler verilmektedir. Kurumun yaptığı derecelendirmede herhangi kurum, kuruluş, yatırımcı ya da herhangi bir ülke kayırılmamaktadır. Piyasa güncel veri ve değerlendirmelerle bilgilendirilecektir. Derecelendirme sürecinin bağımsızlığı: derecelendirme kuruluşunun diğer kurum, kuruluş, ülke veya yatırımcılarla yakın ilişki içerisinde olmasından kaynaklı önyargıya sebep olacağından çıkar çatışmalarının önüne geçmek için ilişkileri

en aza indirmenin gerekliliği vurgulanmaktadır. Bağımsız ve objektif değerlendirme yapılmalıdır. Derecelendirme sürecinin Şeffaflığı ve açıklama: derecelendirme kriterlerinde yapılmış herhangi bir deđiŐmenin uyulması gereken kurallar gereği dzenli olarak ve tım piyasaların duyabileceği öğrenebileceği Şekilde açıklanmasını kapsamaktadır.

Tablo 3. Standart and Poor's Rating Group Uzun Vadeli Kredi Notları

Uzun Vadeli Kredi Notları	
Kredi Notu	Kredi Notunun Tanımı
AAA	S&P tarafından atanan en yüksek dereceye sahiptir. Yüklmlülüklerin yerine getirilme kapasitesi yüksek kabul edilmektedir.
AA	AAA kredi notundan sadece bir derece düşüktür. Faiz ve anapara ödeme yükümlerini yerine getirme kapasitesi yüksek kabul edilmektedir.
A	Anapara ve faiz ödemeleri sağlam olan borçlardır. AAA ve AA kredi notuna oranla piyasa koşullarındaki değişmelere karşı daha hassas ve etkilenme olasılığı daha yüksektir.
BBB	Yeterli koruma derecesine sahiptir. Fakat anapara ve faiz yüklmlülüklerini yerine getirirken piyasa koşullarından daha çabuk etkilenebilmektedir.
BB	Borç ödeme yüklmlülükleri piyasa koşullarının istikrarlı olması halinde gerçekleşmektedir. Spekülasyonlara karşı savunmasızdır.
B	Borçlu borcunu ödeme kapasitesine sahip olmasına karşı piyasadaki değişmelerden çok daha çabuk etkilenmektedir.
CCC	Borçlunun borcunu ödeme kabiliyeti oldukça düşüktür.
CC	Spekülatif saldırılara açıktır. Bu kredi notuna sahip menkul kıymetlerin belirsizlik taşıması riski arttırmaktadır.
C	İflas ilan edilmesine ve iflasın kabul edilmesine rağmen gelir elde etmesi halinde faizini ödediği durumda verilen kredi notudur.
D	Vadesinde anapara ve faiz ödemesinin yapılamadığı ve iflas dilekçesinin kabul edilmesiyle verilen kredi notudur.

Kaynakça: S&P, 2019.

Derecelendirme sürecinde gizlilik: derecelendirme faaliyetinin yerine getirilmesi sırasında ilgili firma, ülke, yatırımcı veya kuruluşun bilgilerini korumaktadır. Kurum ve kurumun çalışanlarının gizli bilgilerini kendi kişisel çıkarları için kullanmamakta ve paylaşmamaktadır. Aksi takdirde ilgili yasa, yönetmelik veya sözleşme hükümleri uygulanmaktadır. Bu bilgilerin saklanması ve korunması için gerekli önlemler alınmaktadır. Derecelendirme sürecinde davranıŐ ve politikaların uygulanmasında tutarlılık: uygun idari ve muhasebe prosedürlerinin uygulanması, iç kontrol mekanizmasının, risk değerlendirme için elverişli koşullar oluşturulmasını ve sürdürülmesini sağlamaktadır. Politikaların ve kuralların etkin bir şekilde uygulanması için uygun personel görevlendirilmektedir. Görevlendirilen personeller etik olmayan davranıŐlarda bulunamaz, yasaları ve politikaları yok sayamazlar. Kredi derecelendirme

iki tiptir. Kredi derecelendirmelerin birincisi genel amaçlı derecelendirme (bazı kaynaklarda geleneksel kredi derecelendirmesi olarak geçmektedir), ikincisi özel amaçlı derecelendirme. Ulusal ve bölgesel derecelendirme, yerel para birim ve döviz derecelendirme gibi derecelendirmeler konu bütünlüğü açısından ayrıntılı olarak incelenmeyecektir (S&P, 2019a).

Tablo 4. Standart and Poor's Rating Group Kısa Vadeli Kredi Notları

Kısa Vadeli Kredi Notları	
Kredi Notu	Kredi Notunun Tanımı
A-1	Derecelendirilen kısa vadeli yükümlülüklerin en yüksek notudur. Kısa vadeli anapara ve faiz ödemelerinin zamanında ödendiği ve piyasa koşullarındaki tersliklerden daha az duyarlı olduğu kredi notudur.
A-2	Yükümlülüklerin zamanında ödenmesi tatmin edicidir.
A-3	Yükümlülüklerin yerine getirilmesi yeterli seviyededir fakat A-1 Ve A-2 ile kıyaslandığında piyasadaki olumsuzluklardan biraz daha fazla etkilenmektedir.
B	Yükümlülüklerin yerine getirilmesi yeterli seviyededir fakat piyasadaki olumsuzluklar taahhütleri yerine getirmede yetersiz kapasiteye yol açmaktadır.
C	Yükümlülüklerin yerine getirilmesinin şüpheli olduğu durumlarda verilen nottur. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi için uygun iş, mali ve ekonomik koşullar gereklidir.
D	Bu nota sahip borçların geri ödemesi yok denecek kadar azdır. Borcun vadesinde ödenememesi ve ek süre verilmediği durumdur.

Kaynakça: S&P, 2019a.

Genel amaçlı derecelendirmeler kısa vadeli ve uzun vadeli kredi derecelendirmeleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. AA derecesinden CCC derecesine kadar olan kredi notuna + veya – işareti ekleyerek not çeşitlemesi yapılabilmektedir. Artı kredi notu bir üst kredi notuna eksi kredi notu ise bir alt kredi notuna yakın olduğu anlamına gelmektedir. AA- kredi notu alan bir şirketin AAA kredi notu ile AA kredi notu arasında bir ödeme gücüne sahip olduğunu ve AA'ya daha yakın olduğunu ifade temektedir (S&P, 2019a). Yukarıdaki tabloda yer alan kredi notu sembolleri dışında kullanılan sembollerde mevcuttur. 'P' derecelendirmenin kesin olmadığı duruma işaret etmektedir. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi gelir sağlanan kaynağa bağlıdır ve gelirin kesilme ihtimali ödeyememe riskini ve olasılığını artırmaktadır.

Kısaca, yapılan derecelendirmenin kesin olmadığını ifade etmektedir. 'L' sembolü ise, ilgili menkul kıymetin hükümet garantisi altında olduğunu ve faiz ödemesinin garantili olduğu durumu ifade etmektedir. 'NR' sembolü herhangi bir derecelendirmenin yapılmadığını, 'Pi' ise yapılan derecelendirmenin kamuya ilan edilen bilgi ve belgeler üzerinden yapıldığını ifade etmektedir (Eren, 2010: 99-100). Bunun yanında ulusal ve bölgesel ölçekli kredi puanları, ülkeyi ve bölgeyi belirtmek amacıyla

iki harfli bir kısaltma eklenerek diğer sembollerle birleştirilir. Türkiye için bu kısaltma ‘tr’ iken kredi notu “trAA” Brezilya için ‘br’ iken kredi notu “brAA” dır. Derecelendirilen diğer ülkeler içinde belirlenen semboller kullanılmaktadır (S&P, 2019a). AA- kredi notu alan bir şirketin AAA kredi notu ile AA kredi notu arasında bir ödeme gücüne sahip olduğunu ve AA’ya daha yakın olduğunu ifade temektedir. + açıdan da aynı sonuçları doğurmaktadır (S&P, 2019a). Yukarıdaki tabloda yer alan kredi notu sembolleri dışında kullanılan sembollerde mevcuttur. ‘P’ derecelendirmenin kesin olmadığı duruma işaret eder. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi gelir sağlanan kaynağa bağlıdır ve gelirin kesilme ihtimali ödeyemem riskini ve olasılığını artırmaktadır.

Kısaca, yapılan derecelendirmenin kesin olmadığını ifade etmektedir. ‘L’ sembolü ise, ilgili menkul kıymetin hükümet garantisi altında olduğunu ve faiz ödemesinin garanti olduğu durumu ifade eder. ‘NR’ sembolü herhangi bir derecelendirmenin yapılmadığını, ‘Pi’ ise yapılan derecelendirmenin kamuya ilan edilen bilgi ve belgeler üzerinden yapıldığını ifade etmektedir (Eren, 2010: 99-100). Bunun yanında ulusal ve bölgesel ölçekli kredi puanları, ülkeyi ve bölgeyi belirtmek amacıyla iki harfli bir kısaltma eklenerek diğer sembollerle birleştirilir. Türkiye için bu kısaltma ‘tr’ iken kredi notu “trAA” Brezilya için ‘br’ iken kredi notu “brAA” dır. Derecelendirilen diğer ülkeler içinde belirlenen semboller kullanılmaktadır (S&P, 2019a).

6.2. MOODY’S INVESTOR SERVICES

Derecelendirme kuruluşu 1900’lü yılların başında kurulmuş olup ilk derecelendirmesi John Moody tarafından 1909 yılında demiryoluna yapılan yatırımların analizi için yapılmıştır (Tutar vd., 2011’den akt. Yıldırım vd., 2018: 11).

Demiryolu yatırımlarının derecelendirmesinden sonra tahvil derecelendirmesi yapılmıştır. 1970’lerin ortasından itibaren imtiyazlı hisse senedi derecelendirmesi yapılmaya başlanmıştır (Üreten, 1990’dan akt. Bezirci, 1998: 27). Moody’s Corperation, Moody’s Investor Services’in ana şirketidir. Moody’s Investors Service, kredi derecelendirme alanında en köklü ve geniş kitlelere ulaşan bir kuruluştur. Kredi notları ve tanımları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Özdiç, 1999: 9; Eren, 2010: 103; Moody’s, 2019a). Kuruluş 135’den fazla ülkede yaklaşık olarak 4.800 finansal olmayan hisse senedi çıkaran şirket, 4.100 adet menkul kıymet çıkartan finans kurumu, 17.600

tane kamu finansmanı için menkul kıymet çıkartan kuruluş, 1000 tane altyapı ve proje finansmanı için menkul kıymet çıkararak kuruluşu kapsayan bir ağı sahiptir.

Tablo 5. Moody's Investor Services Kısa Vadeli Kredi Notları

Kısa Vadeli Kredi Notları	
Kredi Notu	Kredi Notunun Tanımı
Prime 1	P1 olarak derecelendirilen menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme yapısı oldukça sağlamdır.
Prime 2	P2 olarak derecelendirilen menkul kıymet ihraççısı şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yüksektir.
Prime 3	P3 olarak derecelendirilen anapara ve faiz ödemelerini yerine getirirken piyasada meydana gelecek tersliklerden olumsuz yönde etkilenmektedir.
Not Prime (NP)	Not Prime dereceli ihraççıların (veya destekleyici kurumlar) Prime derecelendirme kategorilerinin hiçbirine girmez.

Kaynakça: Moody's, 2019a.

Dünya çapında yaklaşık 13.200 kişiyi istihdam etmektedir. 2018 yılında 4.4 milyar dolar gelir elde etmiştir. 44 ülkede varlığını sürdürmektedir (Moody's, 2019b).

Tablo 6. Moody's Investor Services Uzun Vadeli Kredi Notları

Uzun Vadeli Kredi Notları	
Kredi Notu	Kredi Notunun Tanımı
Aaa	En iyi kalite notudur. Olağanüstü finansla güvenilirlik vardır. Bu derece ile ihraç edilen menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanın yerine getirilme olasılığı güçlüdür. Piyasa yapısındaki tersliklerden etkilenmeyeceği varsayılmaktadır.
Aa	Yüksek kalite kredi notudur. Mükemmel finansal güvenilirlik vardır. Bu dereceye sahip tahviller piyasadaki dalgalanmalardan dolayı riske maruz kalmaktadırlar.
A	Üst orta kredi notudur. İyi derecede finansal güvenilirlik vardır. Bu dereceye sahip borcun anapara ve faiz ödemelerinde herhangi bir güvensizlik yaşanmazken gelecekte gerçekleşebilecek olumsuzluklar güvenilirliği bozma riski taşımaktadır.
Baa	Orta kalite kredi notudur. Ne güçlü ne de zayıf koruma sağlamaktadırlar. Gelecekte gerçekleşebilecek olumsuz koşullardan etkilenebilirler.
Ba	Spekülatif nitelikli kredi notudur. Finansal güvenilirlik şüphelidir. Anapara ve faiz ödemeleri orta güvenilirliktedir ve belirsizliklerden etkilenebilmektedirler.
B	Yatırım özellikleri son derece düşüktür. Finansal güvenilirlikleri zayıftır. Spekülatif özellik taşımaktadırlar. Borç ödeme taahhütlerinin uzun dönemde yerine getirilemeyeceği varsayılan gruptur.
Caa	Anapara ve faiz ödemeleri yüksek ihtimalle geri ödenmemektedir. Bu gruptaki tahvillere olan güven oldukça azdır. Finansal güvenilirlikleri çok zayıftır.
Ca	Anapara ve faiz ödemelerinde sık sık ödenmeme durumu ile karşılaşılmaktadır. Çok yüksek dereceli spekülatif tahvillerdir. Finansal güvenilirlikleri oldukça zayıftır.
Ca	Anapara ve faiz ödemelerinde sık sık ödenmeme durumu ile karşılaşılmaktadır. Çok yüksek dereceli spekülatif tahvillerdir. Finansal güvenilirlikleri oldukça zayıftır.

Kaynakça: Moody's, 2019a.

Aa'dan B'ye kadar olan her derecelendirme grubu için Moody's tarafından ülkelere verilen kredi notları 1, 2, 3 gibi sayısal sembollerle ifade edilmektedir. Grubun borç ödeme kapasitesi en iyisi için 1 sembolü, grubun borç ödeme kapasitesi orta olan ülkelere 2 sembolü, gruptaki borç ödeme kapasitesi en düşük olan ülkeler için verilmiştir (Tutar vd., 2011: 8).

6.3. FİTCH IBRA D&P

New York merkezli olarak 1913 yılında John Knowles Fitch tarafından kurulmuştur. Amerika Birleşik Devleti tarafından benimsenmiş ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşudur.

Tablo 7. Fitch IBRA D&P Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları

Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları	
AAA	En yüksek kredi kalitesine sahiptir. Çok düşük temerrüt riskine ilişkin beklentileri belirlemektedir. Taahhütlerin yerine getirilme kapasitesi yüksektir. Piyasada yaşanacak herhangi bir olumsuzluktan değişkenlerin etkilenme derecesi yok denecek kadar azdır.
AA	Çok yüksek kredi kalitesine sahiptir. Borçların geri ödeme kapasitesi çok yüksektir. Ödeme durumu değişen koşullardan az etkilenebilmektedir.
A	Yüksek kredi kalitesine sahiptir. Düşük temerrüt riskine ilişkin beklentileri belirtmektedir. Borçların geri ödemeleri değişen koşullardan etkilenebilmektedir. Risk unsuru içermektedir.
BBB	İyi kredi kalitesine sahiptir. Finansal taahhütlerin yerine getirilmesi için yeterli kapasitesi olduğu kabul edilmektedir fakat iş ve ekonomik koşullardaki değişimlerden zarar görebilmektedir.
BB	Spekülatiftir. İş ve ekonomik koşullardaki olumsuzluklardan dolayı finansal yükümlülükler yerine getirilemeyebilir. Ancak finansal taahhütlerin yerine getirilmesini destekleyen ticari ve finansal esneklikler mevcuttur.
B	Çok fazla spekülatif kredi kalitesine sahiptir. Kredi riski mevcuttur fakat sınırlı bir güvenlik marjının var olduğunu göstermektedir. Finansal taahhütler şu anda yerine getirilmektedir ancak bu durum gelecekte iş ve ekonomik koşullardaki bir değişimlere karşı hassastır.
CCC	Finansal yükümlülüğünü yerine getirememesi olasıdır. Yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi yalnızca iş ve ekonomik koşulların elverişli olmasına bağlıdır.
CC	Kredi riski varken finansal yükümlülükleri yerine getirememesi olasıdır.
C	Yükümlülüklerin yerine getirilmesindeki bozulmalar geri alınamayacak derecede bozulmuştur.
DDD, DD, D	Yerine getirilemeyen yükümlülüklerin yerine getirilmesi, borcun yeniden yapılandırılması ve düzenlenmesine bağlıdır. Borcun ödenme olasılığı 'DDD' kredi notu için %90-100 arasında, 'DD' kredi notu için %90-50 arasında ve 'D' kredi notu için %50'nin altındadır. 'DDD' kredi notuna sahip olanlar yapılandırılrsa da yapılandırılmasa düzelme olasılığı yüksektir. 'DD' kredi notuna sahip olanlar yükümlülüklerinin büyük çoğunluğunu yerine getirme gücüne sahiptir. 'D' kredi notuna sahip olanların yükümlülüklerini geri ödemesi düşük bir ihtimaldir.

Kaynakça: Fitch IBRA D&P, 2019.

Kuruluşun derecelendirmeye ait not aralığı AAA-D'dir. Faaliyete başladığı ilk yıllardan itibaren banka derecelendirmelerinde uzmanlaşmış fakat daha sonra sektördeki işletmelerin derecelendirilmesini de uzmanlık alanına dâhil etmiştir. 1989 yılında şirket belli başlı değişiklikler yapmıştır. Fitch 2000 yılında Duff and Phelps ve IBCA ile birleşmiştir. IBCA'nın ismini 2002 yılında Fitch Ratings olarak değiştirmiştir. Daha sonra 2000 yılında Thompson şirketinden Bank Watch Birliğini satın almıştır. Dünyada 49 ofisi bulunmaktadır. 104 ülkede faaliyet göstermekte olup 5.500 finans kuruluşunu, 1.800 anonim şirketi ve 700 sigorta şirketini derecelendirmektedir (Karagöl ve İstiklal Mihçioğur, 2012: 12).

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası'nın sitesinde 27 Haziran 2019 tarihinde Fitch Ratings tarafından yayınlanan kredi derecelendirme notları yabancı para için uzun vadeli not BB iken görünüm negatif, kısa vade için B'dir. Türk lirası cinsinden uzun vadeli kredi notu BB+ iken görünüm negatiftir. Kısa vadeli kredi notu ise B'dir. Ulusal uzun vadeli kredi notu AAA (TUR) iken görünüm durağandır. Destek notu 3, destek derecelendirme tabanı 'BB'dir (Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası, 2019). Fitch'in kısa vadeli ve uzun vadeli derecelendirme tanımları aşağıdaki gibidir.

Tablo 8. Fitch IBRA D&P Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları

Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları	
F1	En yüksek kredi kalitesine sahiptir. '+' işaretinin bulunması yükümlülüklerin yerine getirmek için güçlü kapasiteyi ifade etmektedir.
F2	Yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi yüksek ve kredi kalitesi iyidir.
F3	Yeterli kredi kalitesine sahiptir. Finansal yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi yeterlidir ancak kısa vadeli olumsuz değişiklikler yatırım yapılabilirliği kötü yönde etkilemektedir.
B	Spekülatiftir. Kısa vadeli finansal yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi zayıftır. Piyasadaki olumsuzluklardan zarar görebilir.
C	Yüksek ödeyememe riskine sahiptir. Kısa vadeli finansal yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi çok zayıftır. Borç ödeme elverişli ekonomik koşullara bağlıdır.
D	Ödeyememe durumu söz konusudur. Finansal yükümlülükleri yerine getirmeme durumunu ifade etmektedir.

Kaynakça: Fitch IBRA D&P, 2019.

6.4. INTERNATIONAL COUNTRY RISK GUIDE (ICRG)

Uluslararası ülke risk rehberi 140 ülke için politik riskin on iki ana bileşen ve on beş alt bileşenden, finansal ve ekonomik riskin ayrı ayrı beş bileşenden oluştuğu ve toplamda üç kategorinin birleşimi de içeren dört farklı kategoriye ayrılmış olup yirmi iki göstergenin modellenmesi ile hazırlanmaktadır. Finansal, politik, ekonomik, siyasi, askeri riskler gibi ülkelere özgü riskler analize dâhil edilmektedir (ICRG, 2019a). ICRG analistleri, uygun ve tutarlı bir değerlendirme modeline dayanarak, modelde politik ve

ekonomik verilerden elde edilen bilgiler risk bileşenine daha sonra risk puanına dönüştürülmektedir. Politik risk değerlemesi ise mevcut bilgilerin tarafsız analizine dayanmaktadır. Finansal ve ekonomik risk değerlendirmeleri ise tarafsız verilerle yapılmaktadır.

Üç kategori ve alt başlıkları şeklinde analiz edilen bileşenlere birbirlerinden ayrı risk derecelendirmesi verilir ve her bir kategorinin risk dereceleri toplanmaktadır. Bu toplam her ülkenin risk derecesinin belirlenmesini sağlayacak formüle birleştirilmektedir. Elde edilen puan ne kadar yüksekse risk o kadar düşük kabul edilmektedir. ICRG, her ülke için ülke risk primlerini aylık olarak düzenli ve belli bir standartta yayınlamaktadır. Bu ülkeler arasında risk kıyasında kolaylık sağlamaktadır. Ve üretilen ülke riski verisi diğer derecelendirme kuruluşlarının ürettiği verilere göre daha fazla kullanılmaktadır. Sonuç olarak, ICRG sistemi, ülkeler için geniş risk kategorilerini bir araya getirmek suretiyle ülkelere kapsamlı bir risk yapısı sunmaktadır. Böylelikle bir ülkenin toplam riskinin; tek bir risk bileşeninden mi yoksa bir bileşen grubundan mı etkilenip etkilenmediğinin izlenmesi sağlanmıştır. Bunun yanında ICRG, risk bileşeni verileri ve derecelendirme sonuçlarının toplamında elde edilen verilerin analizi ve yorumlaması sonucunda bilgi ve veri üretilmektedir. Bu veriler sistem kullanıcıları tarafından kendi bilgi ve verileri ile ICRG personelininkiyle karşılaştırılmasını sağlamaktadır (ICRG, 2019b).

6.4.1. Politik Risk Derecelendirmesi

Bu derecelendirmenin amacı, ICRG'nin incelemeye aldığı ülkelerin politik istikrarının karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesini sağlamaktır. Bu işlem, politik risk grubunun alt başlıklarında yer alan bileşenlere risk puanı verilmektedir. Bu risk puanı düştükçe risk artar, risk puanı artıkça risk azalmaktadır.

Ülkeler arasında ve zaman içindeki tutarlılığı sağlamak amacıyla her risk bileşeni için önceden belirlenmiş sorulara ICRG editörleri puan vermektedir. Politik risk için verilen puanların toplamı; risk bileşeni toplam değeri < %50 ise riskli bileşen, risk bileşeni toplam değeri %50-60 arasında olursa orta dereceli riskli bileşen, risk bileşeni toplam değeri %70-80 arasında olursa bileşen düşük riskli, %80-100 arasında ise bileşen çok düşük riskli kabul edilmektedir. Bunun yanında, diğer bileşenler, bileşen içindeki derecelendirmesi riskli olan bileşeni telafi edebilmesinde daha az riskli bir bileşenin derecelendirilmesi için gösterge niteliğindedir. Politik riskin

değerlendirilmesinde 0,0-49.9 arasında ise çok yüksek riski, 50–59.9 arasında ise yüksek riski, 60-69.9 arasında ise orta düzeyde riski, 70–79.9 arasında ise düşük riski, 80-100 arasında ise çok düşük riski göstermektedir.

Tablo 9. ICRG Politik Risk Bileşenleri

Sıra	Bileşenler	Puan (max.)
A	Hükümet İstikrarı ➤ Hükümet birimi (4) ➤ Yasama gücü (4) ➤ Halk desteği (4)	12
B	Sosyoekonomik Koşullar ➤ İşsizlik (4) ➤ Tüketici güveni (4) ➤ Yoksulluk (4)	12
C	Yatırım Profili ➤ Kamulaştırma (4) ➤ Kârların kendi ülkesine transferi (4) ➤ Ödeme gecikmeleri (4)	12
D	İç Karışıklık ➤ İç savaş (4) ➤ Terörizm/Politik şiddet (4) ➤ Sivildeki bozulmalar(4)	12
E	Dış Karışıklık ➤ Savaş (4) ➤ Sınır ihlali(4) ➤ Dış baskılar (4)	12
F	Yolsuzluk	6
G	Politikalara Askerin Etkisi	6
H	Dinsel Gerilimler	6
I	Kanun ve Düzenlemeler	6
J	Etnik Gerilimler	6
K	Demokrasi Sorumlulukları	6
L	Bürokrasi Kalitesi	4
Toplam		100

Kaynakça: ICRG, 2019b.

6.4.2. Ekonomik Risk Derecelendirmesi

Ekonomik risk derecelendirmesinin genel amacı, bir ülke ekonomisinin güçlü ve zayıf yönlerinin değerlendirilmesini kolaylaştıracak araçlar sunmaktır. Güçlü yönlerin zayıf yönlere ağır basması durumunda düşük bir ekonomik riskten bahsedilirken, tersi durumda ise yüksek bir ekonomik riskten bahsedilmektedir. Önceden belirlenen bir faktör grubuna risk puanları atanarak bu güçlü ve zayıf yönler değerlendirilmektedir. Her bir bileşene en az sıfır puan atanabilirken en çok atanabilecek puan tüm ekonomik risk değerlemesinde bileşene verilen sabit puana göre belirlenmektedir. Buna bağlı olarak toplam risk puanının düşük olması düşük risk, toplam risk puanının yüksek olması yüksek risk anlamına gelmektedir.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapılabilirliği kolaylaştırmak seçilecek bileşenler, ulusal ekonomik ve finansal yapı içinde ölçülen değerler arasından kabul edilen oranlar seçilmektedir. Veriler değil, oranları karşılaştırılmaktadır. Bileşenlerin her birine verilen puanlar, sabit bir ölçekten alınmaktadır ve riskin değerlendirilmesinde bileşenler 0 ile 50 arasında değerler almaktadır. Eğer puanlar %50-60 arasında ise orta derecede risk, %70-80 arasında ise düşük risk, %80-100 arasında ise çok düşük riski göstermektedir. Bunun yanında, diğer bileşenler, bileşen içindeki derecelendirmesi riskli olan bileşeni telafi edebilmesinde daha az riskli bir bileşenin derecelendirilmesi için gösterge niteliğindedir. Puan aralıkları, 0-24.5 arasında çok yüksek riski, 25-29.5 arasında yüksek riski, 30-34.5 arasında orta riski, 35-39.5 arasında düşük riski, 40 ve üzeri ise çok düşük riski ifade etmektedir. Bunlara ek olarak, zayıf bir ekonomik risk değerlendirmesi yalnızca daha iyi bir politik ve finansal risk ile telafi edilebilmektedir.

Tablo 10. ICRG Ekonomik Risk Bileşenleri

Sıra	Ekonomik Risk Bileşenleri	Puan (Max.)
A	Kişi Başına GSMH	5
B	Reel GSMH Büyümesi	10
C	Yıllık Enflasyon Oranı	10
D	GSMH'nin Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	10
E	GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15
Toplam		50

Kaynakça: ICRG, 2019b.

6.4.3. Finansal Risk Derecelendirmesi

Bir ülkenin kendi kendine yetme yeteneğinin değerlendirilmesi için bir araç sunmak finansal risk derecelendirmesinin temel amacıdır. Bunun yapılabilmesi için bir ülkenin resmi, ticari ve uluslararası borç yükünü finanse edip edemediğini ölçen bir sisteme ihtiyaç vardır. Finansal risk, önceden belirlenmiş finansal risk bileşenlerine risk puanları atanarak değerlendirilmektedir. Her bir bileşene en az puan sıfır, maximum puan ise tüm finansal risk değerlemesinde bileşene verilen sabit puana göre belirlenmektedir. Buna bağlı olarak toplam risk puanı ne kadar düşüğe risk o kadar yüksek, toplam risk puanı ne kadar yüksekse risk o kadar düşüktür denilmektedir.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapılabilirliği kolaylaştırmak için bileşenler, ulusal ekonomik ve finansal yapı içinde ölçülen değerler arasında kabul edilmiş oranlar alınmaktadır. Verilerin oranları karşılaştırılmaktadır. Bileşenlerin her birine verilen puanlar, sabit bir ölçekten alınmakta ve finansal risk değerlendirilmesinde bileşenler 0 ile 50 arasında değerler almaktadır.

Derecelendirme puanları %50-%70 arasında orta derece risk, %70-%80 arasında düşük risk, %80-%100 arasında çok düşük risk söz konusudur. Bunun yanında, diğer bileşenler, bileşen içindeki derecelendirmesi riskli olan bileşeni telafi edebilmesinde daha az riskli bir bileşenin derecelendirilmesi için gösterge niteliğindedir. Finansal risk derecelendirmesi genel olarak 0-24.5 arasında çok yüksek riski, 25-29.5 arasında yüksek riski, 30-34.5 arasında orta riski, 35-39.5 arasında düşük riski, 40 ve üzeri ise çok düşük riski göstermektedir.

Tablo 11. ICRG Finansal Risk Bileşenleri

Sıra	Finansal Risk Bileşenleri	Puan (Max.)
A	GSMH'nin Yüzdesi Olarak Dış Borç	10
B	İhracatın Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	10
C	İhracatın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15
D	İhracat Yapıldığı Aylarda Net Uluslararası Likidite	5
E	Döviz Kuru İstikrarı	10
Toplam		50

Kaynakça: ICRG, 2019b.

6.4.4. Bileşik Risk Derecelendirmesi

Bileşik risk derecelendirmesi; finansal risk, politik risk ve ekonomik riskten oluşmaktadır. Bileşik risk hesaplamasına politik risk %50, ekonomik ve finansal risk %25'er katkı sağlamaktadır. Bileşik riski hesaplamak için şu formül kullanılmaktadır:

$$CPFER (X \text{ Ülke}) = 0,5 (TPR+TFR+TER)$$

CPFER= politik, ekonomik ve finansal risk bileşenlerinden oluşan bileşik risk göstergesi

TPR= Toplam politik risk göstergesi

TFR= Toplam finansal risk göstergesi

TER= Toplam ekonomik risk göstergesi

Genel olarak en yüksek derecelendirme olan 100 en düşük riski gösterir ve en düşük derecelendirme olan 0 en yüksek riski belirtmektedir. Ülkeleri karşılaştırılabilir risk temelinde gruplamaya yönelik bir rehber olarak, her ülkenin bireysel riski, oldukça geniş kapsamlı bileşik risk değerlendirilmesi tablosundan faydalanılarak tahmin edilebilmektedir.

Risk tahminleri

Kısaca ICRG, mevcut politik, ekonomik, finansal ve bileşik risk tahminleri için

kullanılan metodolojinin aynısını kullanarak üretilen her risk kategorisi için ülkelerin yıllık ve beş yıllık risk tahminlerini yapmaktadır.

Tablo 12. ICRG Bileşik Risk Bileşenleri

Bileşik Risk Değerlendirilmesi	
Çok yüksek risk	0-49.9
Yüksek risk	50-59.9
Orta risk	60-69.9
Düşük risk	70-79.9
Çok düşük risk	80-100

Kaynakça: ICRG, 2019c.

Sistemin uyarlanması

ICRG sistemi, genel amaçlı kullanıcı için üretilmiştir. Yani ülkenin genel riskini temsil etmektedir. Sektörel ve bölgesel bazda risk değerlendirmesi yapacak olan kullanıcı için genel risk değerlendirmesi pek fazla yol gösterici olmayacaktır. Örneğin turizm sektöründe bir ülkenin yatırım ortamı turistler için risk sayılmazken yüksek suç, din ihtilafları ve benzeri nedenler turistler için risk oluşturmaktadır. Spesifik riskin daha iyi anlaşılabilmesi için suç, din ihtilafları, düzendeki bozulmalar ve dış çatışma gibi risk bileşenleri değerlendirilmektedir. ICRG, belirli kullanıcıların ihtiyaçlarına göre kullanıcıların ilgilendikleri bileşenlerin ağırlığını artırarak, ilgilenmediği bileşenin ağırlığını düşürerek değiştirebilmektedir. Örneğin, uluslararası ticaret yapan bir firma, örneğin dinsel ve etnik bileşenleri 6'dan 12'ye çıkarırken, yatırım profilini, bürokrasi kalitesini ve demokratik hesap verilebilirlik bileşenlerinin ağırlığını düşürebilmektedir. Bu şekilde bileşenler dengelenmiş olmaktadır.

Çapraz kontrol

ICRG, yalnızca kapsadığı ülkeler için risk derecelendirmelerini değil, finansal ve ekonomik verileri ve derecelendirmelerin dayandığı siyasi bilgileri de sağlamaktadır. Böylelikle kullanıcıların kendi derecelendirmeleri sonucunda elde ettiği bilgiler ile başka derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme sonuçlarını karşılaştırmayı ve kontrolünü mümkün kılmaktadır.

6.5. BUSINESS ENVIRONMENT RISK INFORMATION S.A. (BERI)

İş çevresi risk bilişim enstitüsü 1966 yılında Prof. F. T. Haner tarafından kurulmuştur. Şirketin merkezi Washington'dadır. CEO'su Saruhan Hatipoğlu'dur. Müşterileri çoğunlukla bankalar ve uluslararası şirketlerdir. Şirket yaptığı derecelendirmeler 140'dan fazla ülke için kapsamlı derecelendirme, analiz ve tahmin

için kaynak niteliği taşımaktadır. BERI'nin müşteri portföyü akademi, hükümet ve kar amacı gütmeyen kurumlardan oluşmakta ve 2000 yılından bu yana müşteri portföyü istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Yapılan tahminleri, analizlerin ve derecelendirmelerin doğruluğu müşteri tabanını genişletmektedir. BERI'nin uzmanlık alanları: ekonomik veriler ve tahmin, politik ve sosyal eğilimler ve gelişmeler, uluslararası ve bölgesel ilişkiler, senaryo planlama ve düzenleyici konular ve etkileridir (BERI, 2019b). İş risk hizmeti (BRS), yılda üç kez (1 Nisan, 1 Ağustos, 1 Aralık), elli ülke için nitel analizler ve tahminler sağlamaktadır. Her ülke için bir kar fırsatı önerisi verilmektedir. BERI'nın derecelendirme sistemi beş yıllık bir tahmin dönemini karşılaştırma imkânı sunmaktadır. Bileşenleri, operasyon risk endeksi (ORI), politik risk endeksi (PRI) ve havale ve geri dönüş faktörüdür (BERI, 2019a).

Nicel derecelendirme kıstasları; dış borç durumu, ülkenin döviz kazancı, döviz rezervlerinin miktarı ve hükümetin kullandığı finans yöntemleri gibi niceliksel faktörlerin ağırlığı hesaplamada %50, uygulanan ekonomi politikalarının başarısı, dış borç yapısı, ihtilal olasılığı ve yurt dışına para transferine olanak sağlayan yasalar gibi niteliksel faktörlerin ağırlığı %25'tir. Bu faktörlerin 1'den 5'e kadar derecelendirildiği endeks değerlendirilir ve bulunan ağırlıklar toplam niteliksel dereceleme oranının hesaplanmasında kullanılmaktadır. Ülkenin dış borçlarını ödeyebilmesini sağlayan ve ülkenin döviz kazanmasını sağlayan ihraç mallarının üretimini etkileyen şartlar olarak bilinen çevresel dereceleme endeksinin ağırlığı %25'tir. Üç derecelemenin toplamı ülkenin kredibilite notunu vermektedir. Yani bileşik ülke riski hesaplanmaktadır (Bezirci, 1998: 52; Çam, 2015: 41-42).

6.6. INSTITÜTİONAL INVESTOR

Kurumsal yatırımcı 1970'lerin sonlarında Kurumsal Yatırımcı endeksini yayınlamaya başlamıştır. Kurumsal yatırımcı uluslararası finans, metal ve emtia sektörlerine odaklanan uluslararası bir iş-medya grubudur. Yetmişden fazla başlıkta elektronik veya basılı veri yayınlamaktadırlar. Ayrıca finansal piyasalar için geniş bir konferans, seminer ve eğitim kurslarından oluşan bir portföy sunmaktadırlar. Dünya çapında 30 büroda 2000'den fazla kişi çalışmaktadır. Şirket Londra, New York, Hong Kong ve Montreal olmak üzere dört üstün oluşmaktadır (Institutional Investor, 2019a).

Yaklaşık 140 civarındaki ülkeyi kapsayan ülke riski notlarını yılda iki kez (Eylül ve Mart aylarında) yayınlamaktadır. Anket yöntemi kullanan Institutional Investor,

uluslararası niteliğe sahip bankalara bir anket yollamaktadır. Bu anketle ülkeleri 1'den 100'e kadar derecelendirmeleri istenmektedir. '0' değeri riski en yüksek ülkeleri ifade ederken, '100' değeri kredi değerliliği en yüksek olan ülkeler için kullanılmaktadır. Anket sonuçları formüle birleştirilmekte ve analiz edilmektedir. Kurumsal yatırımcı endeksi, yatırımcılara sunulan bir ülke riski değerlendirme modelidir.

Ülke riski, siyasi risk, döviz kuru riski, ekonomik risk, egemen risk ve transfer riski de dâhil olmak üzere yabancı bir ülkeye yatırım ile ilgili risklerin bir bileşimini ifade etmektedir. Ülke riski, yurtdışında yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için önemli bir noktadır. Kurumsal yatırım endeksinin yayını Mart 2016 yılında durdurulmuştur (Institutional Investor, 2019b; Tuğay, 1991'den akt. Bezirci, 1998: 53). Ülke riski ölçümünde; borç servisi, mali politika, finansal rezervler/cari hesap, ülkenin ekonomik ve politik görünümü, ticaret dengesi, sermaye piyasalarına giriş, ddy ve portföy yatırımlarındaki akış gibi kritik faktörler dikkate alınmaktadır (Claude vd., 1996'dan akt. Çam, 2015: 42; Institutional Investor, 2019b).

6.7. EUROMONEY

Euromoney ülke riski (ECR), uluslararası sermaye piyasalarından, IMF ve Dünya Bankasından elde edilecek veriler ile birlikte 186 ülke için ECR puanı oluşturmaktadır. Nicel değerler; borç göstergeleri, kredi derecelendirme, banka finansmanı ve sermaye piyasalarına erişim başlıklarından oluşmaktadır. Nitel değerler; politik risk, ekonomik performans ve yapısal değerlendirmeler başlıklarından oluşmaktadır. Nitel ortalama hesaplanırken 100 puanlık bir ölçeğe uyulurken politik riskin %43'ü, ekonomik performansın %43'ü ve yapısal değerlendirmelerin %14'ü alınmaktadır.

Tablo 13. Euromoney Ülke Riski Kategorileri

Faktörler	Ağırlığı
Politik Risk	%30
Ekonomik Performans/ Projeksiyonlar	%30
Borç Göstergeleri	%10
Yapısal Değerlendirmeler	%10
Kredi Derecelendirme	%10
Banka Finansmanına Erişim	%5
Sermaye Piyasalarına Erişim	%5

Kaynakça: Euromoney, 2012.

En az riske '0', en yüksek riske '100' verilerek ülke riski değerlendirilmektedir. Ülke riskini 7 farklı kategoride değerlendirilmekte ve yılda bir kez risk notlarını yayınlamaktadırlar (Bezirci, 1998: 52; Kara, 2006: 56-56; Euromoney, 2012; Çam, 2015: 42; Euromoney, 2019a). Ayrıca ülke risk raporuna göre; 2019 yılının 2.çeyreğinde Türkiye ülke riski sıralamasında 186 ülke içinde 62. sırada yer almaktadır. Bunun nedeni olarak da para politikasına yapılan müdahaleler, ağır dış finansman gereksinimi ve borçlu bir özel sektörün varlığından kaynaklanmaktadır.

Rapordaki yüksek skorlu, düşük riskli, en güvenli beş ülke Singapur, Norveç, İsviçre, Danimarka ve İsveç'tir. Skorları %86'nın üzerindedir. Ve 2019'un ikinci çeyreğinde yatırımcı güvenliği stabildir (Euromoney, 2019b).

6.8. ECONOMİST INTELLIGENCE UNIT (EIU)

The Economist Group, 1843 yılında İskoç şapka üreticisi olan James Wilson tarafından serbest ticareti daha da ileri boyutlara taşımak için kurulmuştur. 1845 yılında önemli birkaç sektörün haberlerini birleştirmesiyle kendisini 'siyasi, edebi ve genel bir gazete' olarak tanımlamıştır. 1934-46 yılları arasında The Economist Intelligence Unit gazeteye hizmet etmek ve dış şirketlere iş zekâsı sağlamak için kurulmuştur. 1956-67 yılları arasında EIU'nun bir bölümü olan Ekonomist Konferansları kurulmuş ve devlet yuvarlak masaları açılmıştır. Grup, 1987 yılında EIU ile birleşen Business International'ı satın almıştır. 1991-99 yılları arasında EIU, telekomünikasyon hizmeti sunan bir şirket olan Pyramid Research'ı satın almıştır. Grubun kuruluşunun 150. yılı kutlamaları yapılmıştır. 2012 yılında The Economist Group, The Economist Intelligence Unit'i iki sağlık bilgi şirketi olan Clearstate ve Bazian'ı edinerek genişletmiştir (Economist Intelligence Unit, 2019a).

Kuruluş derecelendirme ve ülke riski analizlerini 131 ülke için yapmaktadır. Piyasaya hâkim para birimi ve bankacılık sektörü riskini değerlendirmekte ve politik ve ekonomik durumlardan kaynaklanan kredi riskini analiz etmektedir. Standart bir risk ve tahmin metodolojisi kullanabildiği için ülkeler arasında risk karşılaştırılabilmektedir. Her bir raporda 220'ye yakın makroekonomik değişken analize dâhil edilmiştir. Gelişmekte olan ve gelişen pazarları takip etmekte ve yıllık güncel tahminler sunmaktadır.

Ülke riski hizmeti nicel ve nitel değişkenlerden oluşan altı kategoriye ayrılmıştır. Bu kategoriler devlet riski, döviz kuru riski, bankacılık sektörü riski, politik risk,

ekonomik yapı riski ve ülke riskidir (Economist Intelligence Unit, 2019b). Ülke risk seviyesinin ana risk kategorileri için '0' ile '100' arasında bir puan verilmektedir. Yüksek skor düşük risk anlamına gelmektedir (Economist Intelligence Unit, 2019c).

7. ÜLKE RİSKİNİN SONUÇLARI

Kozanoğlu'nun çalışmasında ülke riski sonuçları; borcu ödememe veya reddetme, yeniden pazarlık, borcun ertelenmesi veya moratoryum, teknik nedenlerle borç ödeyememe, transfer ödemelerinin imkansızlığı, kamulaştırma, el koyma ya da millileştirme olmak üzere yedi başlıkta incelenmektedir. Borç ödeyememe veya reddetme, borçlunun borcunu ödeme gücünün olmaması, borcunu ödeme gücünün olmasına rağmen borcunu ödememesi veya borcunu kabul etmemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Hiçbir anapara veya faiz ödemesi yapılmamıştır.

Yeniden pazarlık, alacaklının alacağı faiz ve anapara ödemesi alamaması durumunda ortaya çıkar. Borcun ertelenmesi veya moratoryum, borcun vadesinin uzatılması, ödeme tutarının düşürülmesi veya borcun yapılandırılmasıdır. Teknik nedenlerle borç ödeyememe, geçici süre için ödenemeyen taksitlerin daha sonra toplu şekilde ödenmesi durumudur. Transfer ödemelerinin imkânsızlığı, devletin gerekli döviz tahsilatını yapmaması nedeniyle borçlunun borcunu ödemek istemesine rağmen ödeyememesi durumudur. El koyma, yabancı yatırımcıların yatırımlarının ülkedeki yetkililerce engellenmesidir. Kamulaştırma, düşük bir değer üzerinden yatırımın zorla satın alınmasıdır. Millileştirme, yatırım piyasa değeri üzerinde yabancı yatırımcıdan alınarak yatırımın yapılmak istendiği ülkedeki kamu kurum ve kuruluşlarına, özel sektöre ya da bireylere verilmesi durumudur. Tüm bu nedenlerle ülkelerin kredi riskliliğine dikkat etmek gerekmektedir (İleri, 1999: 116-117).

8. ÜLKE RİSKİ İLE İLGİLİ LİTERATÜR

Ülke riski ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için yapılan çalışmalar şu şekildedir:

Kök vd., (2017: 287-299), reel sektörün ülke riski bileşenlerinden etkilenip etkilenmediğini ölçmeyi amaçlamaktadırlar. Azerbaycan, Kazakistan, Rusya ile Türkiye olmak üzere dört geçiş ekonomisi ele alınmıştır. Ülke ekonomilerinin üretim kapasitelerini imalat sanayi üretim endeksi temsil etmektedir. 1998–2015 döneminin yıllık verileri kullanılarak, iki farklı model panel ARDL yöntemiyle analiz edilmiştir. Birinci model de ekonomik, politik ve finansal risk faktörlerinin belirlenen ülkelerin

reel sektör performansı üzerinde ki etkisi, diğer model de her bir ülkeye ait reel sektör performansının ülke riski üzerindeki etkisi analiz edilmektedir. Analiz sonucunda ülke riski bileşenlerinin ağırlıklı ortalamaları ile reel sektör performansı arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Panel ARDL modelinde elde edilen sonuçlar temel risk bileşenleri, ülke riski ve reel sektör performansı arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı, kısa dönemli sapmaların uzun dönemde ortadan kalktığı görülmektedir.

Bezirci (1998), çalışmasında ülke riskinin ölçülmesinin teorik olarak incelemeyi ve literatürde ki boşluğu dolduracak ülke riskinin ölçülmesinde bir model geliştirmeyi amaçlamaktadır. Türkiye'nin ülke riskini etkileyen faktörler 1996, 1997 ve 1998 yılları için analiz edilmiştir. Yapılan literatür taramasında derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları metodların gizli tutulduğu tespit edilmiş dolayısıyla yeni bir ülke riski metodu belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen sonuçlar kredi derecelendirme kurumlarının sonuçları ile karşılaştırılmış, yakın sonuçlara ulaşılmıştır.

Yapılan diğer bir çalışmada 1986:01-2006:12 döneminde Granger nedensellik ve Johansen Juselius eş bütünleşme testleri kullanılarak İMKB 100 endeksi verileri ile ekonomik, finansal ve politik risk primi değişkenleri arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Test sonucunda ekonomik, finansal ve politik risk primleri ile İMKB 100 bileşik endeksi arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı, ekonomik risk ve politik riskten İMKB 100 endeksine doğru nedenselliğin olduğu, finansal risk ve İMKB 100 bileşik endeksi arasında nedenselliğin olmadığı tespit edilmiştir. Yapılan regresyon tahminlerinde ekonomik, finansal ve politik risklerin hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır (Yapraklı ve Güngör, 2007).

Kök vd. (2015: 168-169), 1993:12-2015:09 döneminde çeyreklik verilerden oluşan veri setinden faydalanmak suretiyle Türkiye'de ki ekonomik, politik ve finansal risklerden oluşan ülke riskinin bankacılık ve reel sektör performansları üzerinde hangi bileşenin daha etkili olduğunun öğrenilmesi için ARDL yönteminden faydalanılmıştır. Çalışmanın sonucunda finansal riskler reel sektör üzerinde negatif ve anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiş. Ekonomik ve politik riskler bankacılık sektörü üzerinde negatif ve anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Aksoylu ve Görmüş (2018), 2005-2015 döneminde gelişmekte olan 9 ülke için ülke riski göstergesi olarak VIX endeksi ile Amerika'nın 10 yıl vadeli devlet tahvili faiz oranı ve Amerikan doları döviz kuru ile CDS primleri arasındaki nedensellik ilişkisi

tespit edilmek istenmiştir. Çalışmada simetrik test olan Granger nedensellik testi ile asimetrik test olan Hatemi-J nedensellik testleri uygulanmıştır. Nedensellik testi sonucunda, döviz kurundan CDS primlerine doğru iki ülkede nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Diğer yedi ülkede nedenselliğe rastlanmamıştır. Devlet tahvili faiz oranından CDS primlerine doğru dokuz ülke için herhangi bir nedensellik tespit edilememiştir. VIX endeksinden CDS primlerine doğru pozitif şoklarda üç ülkede, negatif oklarda iki ülkede nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Çalışmanın Hatemi-J testi sonucuna göre, döviz kurundan CDS primlerine doğru pozitif şoklarda üç ülkede, negatif şoklarda üç ülkede nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Pozitif şoklarda üç ülkede negatif şoklarda altı ülkede devlet tahvili faiz oranından CDS primlerine doğru nedensellik tespit edilmiştir. VIX endeksinden CDS primlerine doğru pozitif şoklarda üç ülkede, negatif şoklarda iki ülkede nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. CDS primleri ile analize dâhil edilen finansal değişkenler arasında asimetrik nedensellik tespit edilmiştir. Nedenselliği açıklamada Granger nedensellik testi açıklayıcılıkta Hatemi-J nedensellik testine göre daha başarısız sonuçlar vermiştir.

Ayaydın vd., (2016), 2002:Q1-2015:Q15 aylık dönemleri zaman serileri ile Türkiye’de ülke riskinin hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; ekonomik, finansal, politik ve ülke riski primleri ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin yönü negatiftir. Nedensellik analizi sonucunda hisse senedi getirisi ile ekonomik risk arasında çift yönlü, hisse sendi getirisi ve finansal risk arasında tek yönlü, politik risk ile ülke riski arasında tek yönlü bir nedensellik saptanmıştır. Araştırmanın sonuçları yazarlar tarafından, yatırımcılar, kurum ve kuruluşlar açısından önemli bir kaynak olduğunu savunmaktadırlar.

Varlık ve Varlık (2015: 12), 2006:01-2014:12 döneminde aylık veriler ile ülke risk primi şokunun TCMB açık enflasyon hedeflemesi döneminde uyguladığı para politikasının başarılı olup olmadığı, VAR modeli ile analiz edilmiştir. Etki tepki analizi sonucunda ülke risk primi şokundaki artış kısa dönemde enflasyon oranını yükselttiği saptanmıştır. TCMB’nin uyguladığı reel efektif döviz kuru politikası yardımıyla ülke risk primi şokunun enflasyonist baskıları azaltılmakta fakat önlenememektedir.

Oral ve Yılmaz (2017), yaptıkları çalışmada Türkiye’nin 1992-2014 dönemi kapsayan yıllık verilerle ICRG’ nin yayınladığı ülke riskini oluşturan politik ve finansal riskin BIST Sınai Endeksi kapanış verileri üzerindeki etkisi ARDL ile analiz edilmiştir.

Analiz sonucunda politik ve finansal risk endekslerinin 1992-2014 dönem içerisinde Borsa İstanbul Sınai Endeksi üzerinde kısa ve uzun dönemli ilişki tespit edilmiştir. Politik ve finansal risk endekslerindeki atışların BIST Sınai Endeksi'ni olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir. Kaya vd., (2014: 84), yaptıkları çalışmada Türkiye'nin ICRG'den alınan politik risk değişkeninin, hisse senedi fiyatları göstergesi olan BIST 100 bileşik endeksinin büyüme oranı üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Çalışma 1998:01-2012:12 arası dönem için yapılmıştır. Juselius eşbütünleşme analizi sonucunda politik risk ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu, Granger nedensellik testi sonucunda politik risk değişkeninin, hisse senedi fiyatları göstergesi olan BIST 100 bileşik endeksinin büyüme oranına doğru nedenselliğin varlığı saptanmıştır. Analiz sonucunda politik risk ile BIST 100 bileşik endeksi büyüme oranı arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu ve politik riskteki dalgalanmaların BIST 100 bileşik endeksinde değişime sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. En küçük kareler yöntemiyle yapılan regresyon analizi, politik riskle BIST 100 bileşik endeksi büyüme oranı arasındaki negatif ilişkiyi ortaya koymaktadır (Kaya, 2019: 42-43), Türkiye için 1997-2015 dönemde üçer aylık verilerle, ICRG'den alınan politik ve finansal risk verilerinin BİST-İmalat sektörünün aktif karlılığı üzerindeki etkisini sınır testi ve ARDL yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda, imalat sektörünün aktif karlılığının politik ve finansal riskin artması sonucunda olumsuz şekilde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Finansal risk kısa ve uzun dönemde Bist-İmalat sektörünün karlılığını etkilerken, politik risk yalnızca uzun dönemde etkilemektedir.

Yılmaz ve Meydan (2019: 189-190), yaptıkları analizde Türkiye'de 1997-2016 yılları arasında ICRG tarafından yayınlanan finansal ve politik risk endeksi ile Borsa İstanbul'da hisse senedi yatırımında bulunan yabancı yatırımcıların işlem hacmi arasındaki ilişkiyi VAR modeli ile araştırmıştır. Analiz sonucunda; finansal risk ile yabancı yatırımcıların işlem hacmi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilirken, yabancı yatırımcıların işlem hacminde ortaya çıkan şoklara politik risk endeksinin negatif yönde tepki verdiği tespit edilmiştir. Yabancı yatırımcıların hisse senedi alım satım işlemlerinde ve yatırımlarında finansal riske göre karar aldıkları saptanmıştır.

Çam (2015: 109-115), yatırımcılar sınır ötesi yatırım yapacakları zaman sistematik riski, sistematik olmayan riski, sistemik riski ve ülke riskini dikkate almaktadırlar. Ülke riski bir ülkenin ekonomik, finansal ve sosyo-politik gelişmelerin

bir yansıması olarak görülmekte ve piyasa değerini maksimum kılmayı amaçlayan firmaları etkilemektedir. Yapılan çalışmada ülke riski temel yapı taşlarının firma değeri üzerinde negatif etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ: KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, ÖNEMİ VE ÇEŞİTLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı yapılmadan önce konunun daha kolay anlaşılması açısından ödemeler bilançosu kavramına değinmenin faydalı olacağı düşünülmektedir. Ödemeler bilançosu, bir devletin idare ettiği coğrafi bölgede bir yıldan uzun ve devamlı olarak ikamet eden gerçek kişiler ile o ekonomide faaliyette bulunan tüzel kişilerin belli bir dönem içinde yaptıkları para ile ölçülebilen işlemlerin yurtiçi ve yurtdışındaki kişi ve kurumlar arasında değişimin sistemli olarak kaydedildiği rapordur (TCMB, 2019a). Ödemeler dengesi raporu çift kayıt muhasebe sistemi esas alınarak düzenlenmektedir. Bu ilke gereği, hesaplardan birine alacaklı olarak kaydedilirken diğer hesaba borç işlemi olarak kayıt yapılmaktadır (TCMB, 2019a).

Ödemeler bilançosu beş ana başlık altında kayıt edilmektedir.

- a) Cari işlemler
- b) Sermaye Hesabı
- c) Finans Hesabı
- d) Net Hata Ve Noksan
- e) Rezerv Varlıklar

Cari işlemler hesabı, ithalat, ihracat, hizmet gelir ve giderlerinin, işgücü, finansal kaynak ve doğal kaynak sağlanmasıyla kazanılan gelirler ve giderleri, diğer yatırımlara ilişkin yatırım geliri ve giderleri, çalışan ücretleri, DYY ve portföy yatırımlarını içeren birincil gelirler ve giderler alt hesabı ile yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı yerleşiklere ya da yurtdışı yerleşiklerin yurtiçi yerleşiklere herhangi bir karşılık beklemeksizin mal, hizmet, kaynak ya da finansal varlık sağlanması şeklindeki transferleri içeren ikincil kaynaklı giderler olarak adlandırılan alt hesaba kaydedildiği birinci ana hesaptır (Zafer, 1998; Ordu, 2008). Cari işlemler hesabı dengesi; dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi, mal ve hizmet yatırım hesabı dengesi ve karşılıksız transferlerin toplamına eşittir. TCMB'nın ödemeler dengesi istatistiklerinde cari işlemler hesabında, gelirlerden büyük

olması cari işlemler fazlası, giderlerin gelirlerden büyük olmasına cari işlemler açığı olarak adlandırılmaktadır (Ordu, 2008; TCMB, 2019a).

Borcun başışlaması olarak da adlandırılan sermaye transferleri telif, ticari marka, kira ve lisans gibi finansal olmayan ve üretilemeyen varlıklardaki değişmelerin izlendiği hesap sermaye hesabıdır. Göçmen transferleri kalemine kaydedilen işlemlerin ekonomik niteliğinin olmaması ve yerleşik olarak yaşadıkları yerden farklı bir ülkeye kalıcı olarak giden göçmenlerin mallarında mülkiyet ile ilgili herhangi bir değişim olmaması nedeniyle Altıncı el kitabı ile uyumlu olması için bu kaleme ödemeler dengesinde yer verilmemiştir (TCMB, 2019a).

Ülkeye yabancı sermaye girmişse alacak işlemidir ve ülkeye döviz kazandırmaktadır. Ülkeden sermaye çıkışı ülkeye döviz kaybettirmektedir ve yabancılara karşı borçlanmaya neden olmaktadır. Açıklamaya göre ödemeler bilançosunda sermaye girişi sermaye hesabında (+), sermaye çıkışı ise (-) işaretiyle gösterilmektedir (Keskin, 2008). Sermaye girişi ve sermaye çıkışı hesaplarının toplamı sermaye hesabı dengesi olarak adlandırılmakla birlikte pozitif olması “sermaye hesabı fazlası” veya “net sermaye girişi” olarak nitelendirilirken negatif olması “sermaye hesabı açığı” veya “net sermaye çıkışı” olarak adlandırılır (Zafer, 1998; Ordu, 2008; TCMB, 2019a).

Ödemeler dengesi istatistikleri IMF'nin önerdiği kavram ve sınıflandırmalara göre düzenlenmektedir. İleri sürülen sınıflandırmada sermaye hareketleri; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde üç sınıfa ayrılmaktadır. Diğer yatırımlar, kısa ve uzun vadeli olarak ayrılabilir. Tezde yararlanılacak olan sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasında IMF'nin önerileri ışığında hazırlanan ödemeler dengesi istatistiklerinde bu ayırmadan yararlanılacaktır.

1.1. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Doğrudan yabancı yatırımlar Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan 05/06/2003 tarihli, 25141 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanununda ele alınmıştır. Kanunda doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesine, Türkiye'de DYY yapan yatırımcıların yani yabancı ülke vatandaşlığı olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının ve yabancı ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş tüzel kişilerin ve uluslararası kuruluşların haklarının korunması ile yatırım ve yatırımcı tanımlarında uluslararası standartlara uyulmasına, yabancı yatırımcılar tarafından yurt

dışından getirilen; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca alınıp satılan konvertible para şeklinde nakit sermaye, şirket menkul kıymetleri hariç (devlet tahvilleri hariç), makine ve teçhizatın yanında fikri ve sınaî haklar ve yurt içinden sağlanmış ve tekrar yatırıma yönlendirilmiş kârlar, para alacağı ya da ekonomik değere sahip yatırımlardan doğan diğer haklar, doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasından doğan haklar, yeni şirket kurmak, menkul kıymet borsaları dışında hisse alışı, menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı elde edilmesiyle var olan bir şirkete ortak olmak, izin ve onay sisteminin bilgilendirme sistemine dönüştürülmesini sağlamak ve tespit edilen politikalar aracılığıyla doğrudan yabancı yatırımların artırılmasına yönelik esaslar düzenlenmektedir (Yücel, 2019).

Uzun vadeli doğrudan yabancı sermaye hareketleri, ev sahibi ülkedeki hukuksal alt yapının sağlamlığı, bürokratik işlemlerin kolaylığı, istikrarlı bir ekonominin varlığı, düşük maliyetli ve eğitimli işgücünün varlığı bu özelliklere sahip ülkeleri tercih ettiğini göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlarda ki artış yatırım yapılan ülke ekonomilerinin sağlam temellere dayandığının ve gelişmişliğinin göstergesi olarak görülmektedir (Karagöz, 2007; Kar ve Tatlısöz, 2008; Çinko, 2009).

Uzun dönemli olan doğrudan yabancı sermaye hareketleri ekonomi politikalarının yürütülmesinde ve denetlenmesinde aksaklıklara sebep olmayacağından büyüme ve kalkınma gibi makroekonomik dengeleri bozacak sonuçlar doğurmamaktadır. Bu yüzden doğrudan yabancı yatırımlar, sermaye hareketleri sınıflandırılmasında ülkeler açısından istenilen pozisyonda bulunmaktadır (Kont, 1998; Keskin, 2008).

Yabancı yatırımcılar üretim faktörlerine (emek, sermaye, girişimci, doğal kaynaklar, teknoloji) yakın olmak ve gelişmemiş ve gelişmekte olan ülkelerin sunacağı kârlı imkânlardan büyük oranda faydalanmak isteyeceklerdir. Bu yüzden doğrudan yabancı yatırımlar üç başlık altında incelenebilir. Başlıkların birincisi, yatay doğrudan yabancı yatırımlardır. Bu tip, genel olarak yatırımcı şirket faaliyet gösterdiği sektörü değiştirmeden, sahip olduğu tesislerin benzerlerini yatırım yapacağı gelişmemiş veya gelişmekte olan ülkelerde kurarak piyasanın taleplerini karşılamaya çalışırken, ticaret engellerinden ve taşıma giderlerinden kurtulmayı amaçlar. Başlıkların ikincisi, dikey doğrudan yabancı yatırımdır. Bu tipte hammadde kaynaklarına yakın olmak isteyen geriye-dikey doğrudan yabancı yatırım veya tüketiciye yakın olmak isteyen ileriye-dikey doğrudan yabancı yatırım olmak üzere ikiye ayrılır. Başlıkların sonuncusu, yatay

ve dikey doğrudan yabancı yatırımın özelliklerini bünyesinde barındıran holding yatırımlarıdır (Moosa, 2001; Karagöz, 2007).

Doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkileri, piyasa hacminin genişlemesi daha fazla istihdam artışı sağlayabilir. Üretim kapasitesi artacak ve yapılacak ihracat sonucunda ülkeye döviz girişi artmış ve atıl kaynaklar ekonomiye dâhil edilmiş olacaktır. Üretim artışı sonucu yaşanacak tesis yetersizliği nedeniyle yeni işletmeler oluşturulabilir. Gelişmiş üretim teknolojilerinin ve yönetim tekniklerinin sermayeyi alan ülkeye gelmesi sağlanabilir. Ölçek ekonomilerine neden olabilir ve yüksek kârlılık sonucu dış borçların finansmanı için daha az kaynağa gereksinim duyulur. İleri teknoloji kullanan yabancı firmaların karbon salınımı gibi çevre kirleticilere daha duyarlı olması, havaya, suya, toprağa, insana ve diğer canlılara verilen zararın azaltılması için arıtma tesisleri kurmaları, geri dönüşümü mümkün olan çevre dostu teknolojileri kullanmaları ev sahibi ülkede çevrenin korunmasına katkıda bulunmaktadır. Sağlık ve güvenlik adına önlem almış olurlar. Yabancı firmalar üretim aşamasında eğitim seviyesi yüksek emeği dâhil etmektedirler. Ev sahibi ülkeler ekonomik büyüme hedeflerine daha hızlı ve kısa sürede ulaşmayı amaçlamaktadır (Sun, 2002; Asian Development Outlook, 2004: 219; Görgülü, 2012; Seyidoğlu, 2015).

Doğrudan yabancı yatırımların olumsuz etkileri, yatırımların gittiği ülkedeki kaynakları kullanması sonucu ülke içindeki yerli yatırımcılar yetersiz kaynak sıkıntısı çekmeleri dışlama etkisine neden olabilir. Kur dalgalanmalarına neden olarak mali kriz ortamı oluşturulabilir. Ekonomide yabancı denetimi artabilir. Yabancı yatırımlar gittikleri ülkede ucuz üretim faktörlerinden yararlanarak yüksek rekabet ortamı yaratabilecek, yerli küçük ölçekli işletmelerin kapanmasına sebep olabilecek ve işsizliğin artmasına sebep olacak ve gittikleri ülkenin tekel gücü haline gelebileceklerdir. İşsiz kalan işgücü daha düşük fiyatlarla yabancı yatırımcıların kurumlarında çalışmayı kabul edeceklerdir.

DYY yapan firmaların ev sahibi ülkede ihracata yönelmemesi, hammaddelerin şirketin ana merkezi tarafından karşılanması ve kârlarını transfer etmeleri ülkenin döviz yatırımcının şirketin ana merkezinin bulunduğu yere ihracat yapması ev sahibi ülkenin ihracatını azaltabilmektedir. Yabancı yatırım yapan firmaların ev sahibi ülke üretim faktörlerine borçlanması faiz oranlarını yükseltebilir buda yerli yatırımları azaltıcı nitelik taşıyabilmektedir. Bürokrasinin fazla olması yabancı yatırımcı firmaların o ülke piyasalarına giriş yapmak istedikleri için engelleri daha hızlı bir şekilde kaldırmak adına

rüşvete başvurabilirler buda doğrudan yabancı yatırım yapılacak ülkede yolsuzluklara neden olabilmektedir (Sun, 2002; Asian Development Outlook, 2004: 219; Mangır, 2008: 66; Görgülü, 2012; Seyidoğlu, 2015).

Tablo 14. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri

Ev Sahibi Ülke Belirleyicileri		
Uygulanacak Politikaların Çerçevesi		<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ekonomik politik ve sosyal istikrar ➤ Sermaye giriş ve çıkışlarına ilişkin kurallar ve düzenlemeler ➤ Özelleştirme politikaları ➤ Rekabet, şirket birleşmeleri ve satın alma gibi işlemlerin piyasalarda işleyişi ve yapısı ile ilgili politikalar ➤ Uluslararası ticaret ve vergilendirme politikaları(tarifeler gibi) ➤ DYY ile ilgili uluslararası anlaşmalar ➤ Politikaların birbirleriyle olan tutarlılığı
Yatırımların Takibini Kolaylaştıran Faktörler		<ul style="list-style-type: none"> ➤ Yatırım teşviki (izlenim oluşturma, yatırım üretme ve yatırımları kolaylaştıran faaliyetler dâhil) ➤ Verimlilik, yolsuzluk ve bürokrasi ile ilgili yüksek maliyetler ➤ Ülkenin kalkınma oranı ile paralel seyreden imkânlar (yaşam kalitesi) ➤ Yatırım sonrası hizmetler
Ekonomik Faktörler	Yeni Pazar Hedefleyen	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pazarın büyüklüğü ve yapısı ➤ Kişi başına düşen milli gelir oranı ➤ Ülkeye özgü tüketici tercihleri ➤ Bölgesel ve uluslararası piyasalara erişim ve etkinlik
	Kaynak/ Varlık Arayan	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ucuz ve kaliteli üretim faktörlerine erişim kolaylığı ➤ Değer yaratmış inovatif marka adları, firmalar ve bireyler ➤ Fiziki altyapı (limanlar, yollar, enerji ve telekomünikasyon)
	Verimlilik Hedefleyen	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Diğer girdi maliyetleri ➤ Bölgesel kurumsal ağların kurulmasına elverişli bir bölgesel entegrasyon anlaşması üyeliği ➤ Üretim faktörlerinin verimliliği

Kaynakça: Aydemir ve Genç (2015) “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kapsamında Bir Analiz, Türkiye Örneği”, Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi, 2(2), 17-41.

Çetin ve Seker (2013: 137-138)’in, 1980-2009 döneminde gelişmekte olan sekiz ülkeyi kapsayan temeli VAR yöntemine dayalı olarak geliştirilen Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucu olarak gelişmekte olan ülkelerin politikalarını ihracat ve doğrudan yabancı sermaye hareketlerine yönlendirmeleri ve dışa dönük kalkınma stratejilerinin yanında ihracatı ve DYY’ları teşvik eden politikalar izlemeleri gerektiği vurgulanmıştır.

1.2. PORTFÖY YATIRIMLARI

Özel sermaye hareketleri vadeleri yönünden kısa ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilir (Seyidoğlu, 2015: 618). Vadesi bir yıl ve daha kısa olanlar kısa vadeli işlemler grubuna giren bu mali piyasalar para piyasaları olarak bilinirken, vadesi bir yıldan uzun olanlar ile vade sınırı bulunmayanlar uzun vadeli işlemler grubuna giren bu mali piyasalar da sermaye piyasası olarak bilinmektedir.

Yerleşiklerin, döviz elde etmek, kamu açıklarını gidermek ve özel sektörün finansmanını sağlamak amacıyla uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç etmeleri şeklinde tanımlanabilir. Uzun vadeli olmaları dolayısıyla spekülatif özellik göstermediği söylenebilir. Bu yatırımlar kredibilitesi yüksek, geri ödeme gücüne sahip kamu kurum ve kuruluşları, finansal kuruluşlar, büyük firmaların bazıları ve doğrudan doğruya bireyler tarafından da yapılabilmektedir (Seyidoğlu, 2015).

Menkul kıymet yatırımlarına portföy yatırımları denmektedir. Menkul kıymet alım satımların da yerleşiklerin sınır ötesi bir ülkede işlem gören piyasalarda menkul kıymet alım satımı durumunda yatırımcı uluslararası portföy yatırımı yapılmış olmaktadır. Bu yatırımların bileşenleri, yatırımın hangi amaçla yapıldığını tespit etmede öncü gösterge niteliğindedir. Yatırımlar, arbitraj, likidite ve spekülasyon amacıyla yapılmış olabilir (Kont, 1998; Keskin, 2008; Seyidoğlu, 2015). Hisse senetleri, kamu ve özel sektör tarafından çıkarılan bono ve tahvil şeklindeki borç senetleri ve diğer para piyasası enstrümanları portföy yatırımları sınıflandırmasında yer almaktadır (TCMB, 2019b). Portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye hareketleri uzun vadeli sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilmesine rağmen bazı önemli farklılıklara sahiptir. Bu farklılıklardan birincisi, yönetim ve denetlenmesine ilişkindir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında, yatırım yapan şirketin yönetimi denetlenebilmektedir. Yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak tahsis etmekte fakat portföy yatırımlarında yatırımcının sermayesi üzerinde yönetim hakkı ve kontrolü bulunmamaktadır. Farklılıklardan ikincisi, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yatırımcının yatırım sermayesine ek olarak üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de gittikleri ülkeye götürmekte fakat portföy yatırımları ülkeye yalnızca anapara getirmektedir (TCMB, 2019b).

Yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları ülkenin mali piyasalarında menkul kıymet alıp satmaları, ülkelere ani sermaye girişi sağlamaları oynaklıklara sebep olarak

piyasalara olan güveni sarsabilecek iken konvertible özellik taşıdığından dövize çevrilerek yurt dışına çıkarılabilmesi ani sermaye çıkışına sebep gösterilmektedir. Bu yatırımların genel olarak spekülasyon amaçlı ve yüksek getiri beklentisi ile yapıldığı söylenebilir. Ve sonuç olarak kısa vadeli ve istikrarsız yapıya sahip olan yatırımların ülkeyi terk etmesi makroekonomik değişkenleri olumsuz etkileyebilir. Ek olarak portföy yatırımlarının ani ve kütleli olarak ev sahibi ülkeden çıkması dış rezervlerdeki baskıyı arttıracak, ekonomik istikrarsızlıklara sebep olabilir ve krize yol açmasının yanı sıra var olan bir krizde derinleşmesine zemin hazırlayabilmektedir (Keskin, 2008; Öcal ve Atay Polat, 2012; Seyidoğlu, 2015).

1.3. DİĞER YATIRIMLAR

Merkez bankası ve bankaların raporlarına bakıldığında doğrudan yabancı sermaye yatırımları kalemine, finansal türevler ve rezerv varlıklar dışında kalan diğer tüm finansal hareketler, portföy yatırımları, kredi, mevduat ve ticari kredilere ait faiz gelir ve giderleri kaydedilmektedir (TCMB, 2019b). Diğer yatırımlar kısa ve uzun vadeli olarak iki alt başlıkta incelenmektedir.

1.3.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Bu gruptakiler portföy yatırımlarının dışında kalan, vadeleri bir yıldan daha uzun süreli bono ve tahvilleri sınır dışı ülke sakinlerine satarak ülkemize sermaye girişi sağlanması ve yabancı bir şirketi ya da devlet tarafından ihraç edilen bono veya tahviller ülke sakinleri tarafından alıyorsa, ülkeden sermaye çıkışı olarak kayıt edilmektedir. Buna uzun vadeli sermaye hareketleri denilmektedir (Parasız, 1993; Keskin, 2008).

Ülkeler arası yüksek kar marjı, yüksek faiz oranları, fiyat farklılıklarından yararlanma, ülkeler arasındaki ticaret engellerinin aşılma istenmesi veya üretim faktörlerine kolay ulaşma gibi nedenlerden dolayı ortaya çıkmaktadır (Karadağ, 1995; Ordu, 2008). Diğer taraftan uzun vadeli sermaye hareketleri, bir yıldan uzun vadeli daha fazla yurtiçi borçlanmaları, verilen borçları ve geri ödemelerini, kamu ve özel sektöre ait borç kredileri, banka mevduatları, diğer alacak ve borçları uzun vadeli sermaye hareketleri kapsamında değerlendirmek mümkündür. Bankalar, kamu kurum ve kuruluşları, özel şirketler, uluslararası kuruluşlardan ve diğer devletlerden kredi almaktadırlar. Aldıkları krediler genel olarak projelerin finanse edilmesinde kullanılmakta ve makroekonomik dengesizliklerin giderilmesi için verildiğinden ekonomik aksaklıkların düzelmesi beklenmektedir. Alınan proje kredileri farklı

amaçlarla kullanılırsa yüksek maliyetler doğurabilir. Ve makroekonomik denge sağlanmaya çalışılırken yanlış politikalar yüzünden bozulabilir (Kont, 1998; Eğilmez ve Kumcu, 2002; Keskin, 2008).

1.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Vadesi 30, 60, 90 gün gibi bir yıldan daha az süreleri kapsayan özel ve resmi sermaye hareketlerinden, ülkeden çıkan veya ülkeye giren sermaye hareketlerinden oluşmaktadır. Bu hesapta ticari bonolar, finansman bonoları, ihracat bedelleri, ihracat kredileri, kısa vadeli banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlar yer almaktadır. Bu hesaptaki sermaye hareketleri, faiz arbitrajından yararlanmak amacıyla ülkelere ani sermaye giriş ve çıkışları yapabildikleri için sıcak para ya da spekülasyon para olarak adlandırılmaktadır. Bu gruptakiler likiditesi yüksek olduğundan her an nakde dönüştürülerek ülkedeki siyasi istikrarsızlık, ekonomik istikrarsızlık gibi olumsuz gelişmeler yüzünden aniden ülkeden çıkma potansiyeline sahiptirler (Kıran, 2007; Keskin, 2008; Ordu, 2008; Aslan vd., 2014). Ödemeler bilançosu açık veren ülkeler faiz oranlarını yükselterek sermayenin döviz kurları üzerinde etkili olmasını sağlayarak, yüksek getiri bekleyen kısa vadeli fonların ülkeye girişini teşvik etmektedir (Aslan vd., 2014).

2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Uluslararası sermaye hareketleri, altın standardı dönemi olarak bilinen, 1870'den 1.Dünya Savaşı'na kadar geçen zamanda ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranları altın standardına bağlanmış ve sabit döviz kuru sistemi benimsenmiştir (Keskin, 2008). Ülke içinde ve ülke dışında yapılan işlemler altına tabiydi ve ticaretinin yapılması serbesttir. Bu dönemde altın rezervlerinin arttırılmasına önem verilmiştir. 1914'e kadar uygulanan bu sistemde döviz kuru istikrarı nominal altın fiyatlarıyla sağlanmıştır. Liberalleşme politikalarına adapte olmaya çalışılan bu dönemde bazı durumlarda korumacı politikalar uygulanmıştır. 1894'e kadar enflasyonist, sonrasında deflasyonist dönem yaşanması altın arzının bu dönemde azalmış olmasının doğurduğu bir sonuçtur. 1944 ile 1946 arası dönem altın standardının ikinci aşamasıdır. 1914 sonrasında enflasyonist ortam yerini ulusal paranın yeniden değer kazanmaya başladığı bir ortama bırakmıştır. İki savaş arası bu dönemde ekonomideki müdahaleci yaklaşım, işsizliğin artması ve fiyat istikrarının bozulması gibi nedenlerden dolayı altın standardı sisteminden uzaklaşılmasına neden olmuştur (Taş, 2001). Yüksek enflasyon rakamları

sabit döviz kuru sisteminin çökmesine sebep olmuş ve ülkeler paralarının konvertibilitesini askıya almışlardır. Bu süreçte, savaş finanse edilmeye çalışılmış, ticaret ortağı olan ülkeler arasında devalüasyonların önü kesilmeye çalışılmıştır (Keskin, 2008).

19. yüzyılın sonlarına doğru bankacılık faaliyetlerinin yanında uluslararası sermaye hareketleri de başlamıştır. Devlet harcamalarının karşılanması amacıyla ve proje bedellerinin karşılanması için günümüzdeki tahvil işlemlerinin temeli olan borçlanma senetlerinin diğer ülkelerde de satışına başlanmıştır. Satışa öncülük eden devletler Osmanlı İmparatorluğu, ABD ve Rusya gibi ülkelerdir (Uzunoğlu vd., 1995; Keskin, 2008).

Klasik iktisadi düşüncenin temeli olan “her arz kendi talebini yaratır” söylemi 1929’larda “büyük buhran” ekonomik krizine kadar geçerliliğini koruyabilmiştir. 1930’larda hızlanan ekonomik krizden, ekonomiye müdahaleyi savunan Keynesçi politikalar yardımıyla çıkmıştır. Çünkü ekonomik krizin suçlusu fazla müdahaleci politikalar olarak görülmüş. Bu çerçevede piyasalara devlet müdahalesini savunan mekanizma yeniden yapılandırılmıştır. Uluslararası para sistemi oluşturmak amacıyla Bretton Woods Konferansının 1944 yılında toplanmasıyla savaş sonrası dünya ekonomisi sabit kur rejimi ve sermaye denetimini esas alan temeller üzerine kurulmuştur. Krize karşı oluşturulan bu reçetenin temelinde ulusal üretimin ve mali piyasaların serbestleştirilmesi, uluslararası arenada dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılması yer almaktadır (İnsel ve Sungur, 2003).

Toplantıda Bretton Woods ikizleri olarak bilinen IMF ve Dünya Bankası adı verilen iki yeni örgütün kurulmasına karar verilmiştir. IMF’nin kuruluş amacı uluslararası mali ilişkileri düzenlemektir. Dünya Bankası’nın kuruluş amacı savaşta yıkılan ekonomilerin yeniden inşa edilmesi ve az gelişmiş ülkelerin kalkınmada ihtiyaç duydukları mali yardımları sağlamaktır. Bretton Woods ile beraber yalnızca Amerikan doları altına bağlanmıştır. Bu sistemde diğer ülkeler döviz kurlarını sabit tutmak için paralarını dolara bağlamıştır. 1940’ların sonunda başlayan hızlı büyüme 1970’lerin başında duraklamıştır. Yaklaşık otuz yıla yakın bir büyüme döneminden sonra karlılık ve büyüme hızındaki düşüş makroekonomik değişkenlerde bazı etkilere yol açmıştır (Keskin, 2008).

Türkiye’de cumhuriyetin ilanına kadar yabancı sermaye girişleri azdır. 1950 yılında 6224 sayılı yabancı sermayeyi teşvik kanunun yürürlüğe girmesiyle yabancı sermaye girişlerinde artış gözlenmiştir. Kar payının transferi ve ana sermayenin iadesinin önündeki sınırlamaların kaldırılmasıyla yabancı sermaye girişleri artmıştır. Bu durumu 1960 yılında yaşanan darbe biraz yavaşlatmıştır. 1963 yılında ithal ikamesine dayalı sanayileşmeye dayanan birinci beş yıllık kalkınma planı yürürlüğe girmiş ve 1980 yılına kadar bu politika sürdürülmüştür. Bu gelişmeler karşısında Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuş ve 1960’lı yılların sonlarında faaliyete geçmiştir. Türkiye’de dördüncü beş yıllık kalkınma planının uygulandığı 1979-1983 yıllarına kadar yirmi firma giriş yapmış ve yaklaşık 97.0 milyon dolar sermaye getirmişlerdir. Sermaye miktarının ve firma sayısının önünde hiçbir engel olmamasına rağmen ekonomideki istikrarsızlık ve enflasyon oranlarının yüksek olması nedeniyle yabancı sermaye yatırımlarının girişinin beklenenin altında kalmasına neden olmuştur (Şimşek, 2010: 49-60).

1960’lı ve 1970’li yıllarda Türkiye kalkınma hedefine ulaşmak için ithal ikameci politikalar uygulamıştır. Bu dönemde Türk Lirasının satın alma gücü paritesine göre aşırı değerli olması nedeniyle sabit döviz kuru rejimiyle koruma altına alınmıştır. Yüksek katma değerli üretim kapasitesi büyük yatırımlarla korunmuştur (Toprak, 2008).

Dış açıkların finansmanında kullanılan kaynaklar altın ve dolardan oluşmaktadır. Altın arzının az olması finansmanın dolar ile yapılmasını gerektirmiştir. Bu gidişattan dolayı dolara olan güven zamanla azalmıştır. Problemin önüne geçmek için 1967’de Özel Çekme Hakları olarak bilinen SDR kullanılmaya başlanmıştır. Amerika Birleşik Devletlerinin (ABD), altın rezervlerinin talebini karşılayamaması, dış açıkların dolar ile kapatılması sonucu dolara olan güvenin azalması altın üzerindeki baskıları arttırmış ve altının değeri düşmüştür. Bu dönemde altının dolara konvertibilitesine olan güven ortamının yok olması ülkelerin dolar rezervlerini altına dönüştürmesi ile sonuçlanmıştır. Bu spekülatif hareketlenmeler Grasham Kanununa göre, “kötü para iyi parayı kovar” ilkesi işlemiş ve spekülatif hareketler sistemi sekteye uğratmıştır (Taş, 2001).

1970’li yıllarda dünya genelinde petrol şoklarının neden olduğu borç krizlerinin yaşanmasından ve ekonomilerin bunalıma girmesinden bu zamana kadar yürütülmüş olan korumacı ve müdahaleci politikalar sorumlu tutulmuş ve eleştirilmiştir. 1970’lerin ortalarından itibaren ithalatın gereken zamanda ve hacimde gerçekleşmemesi işgücü piyasasında, arz ve talep arasında dengesizliklere yol açmış ve enflasyonu olumsuz

yönde etkilemiştir. Bu durum düşük yurtiçi tasarruflara, yatırımlarda azalmalara neden olmuştur. 1979'daki ikinci petrol krizinin de etkisiyle Türkiye ödemeler dengesi krizi yaşamış ve liberalleşme süreci fiilen başlatılmıştır (Turan, 2001; TCMB, 2002).

Sabit kur rejimi makroekonomik etkilerdeki olumsuzluklar nedeniyle sürdürülememiştir. 16 Mart 1973 yılında Bretton Woods sistemi çökmüştür. 1973'teki petrol şoku da olumsuz gidişatı körüklemiştir. Sabit kur politikası sürdürülemezince döviz dalgalanmaya bırakılmıştır. Kurlardaki dalgalanma sonuç olarak getiri sağlama fırsatı sunmuştur. 1980'li yıllarda liberalleşmenin etkisi ile birlikte gelişmiş ülkelerdeki tasarruf fazlasına sahip olan birimler, daha yüksek faiz oranına sahip gelişmekte olan ülkelerdeki arbitrajdan yararlanarak tasarruflarını değerlendirmiş ve getirilerini artırmayı hedeflemişlerdir. Sermaye hareketleri gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yöneldiğinde, gelişmekte olan ülkeler bu sermaye hareketlerini finansman, döviz ve tasarruf açıklarının finansmanı için kullanma politikasını benimsemiştir (Saraçoğlu vd., 2015: 78).

1980'li yıllarda Türkiye'de sermaye hareketlerindeki kısıtlamalar, özel sektörün yurtdışı finansman kaynaklarına ulaşmasının zor olması yüzünden dış borçlanmayı genelde devletler yapmış bu da döviz krizlerinin devletlerin borç ödeyememe krizine dönüşmesine neden olmuştur. Dış konjonktürün yarattığı krizler ve durgunluktan uzak kalınamamıştır. Ülkemizde yaşanan döviz dar boğazları yüzünden hammadde ithalatında aksamalar yaşanmış, üretim düşmüş buna bağlı olarak işsizlik artmıştır (Özçam, 2004: 5). 24 Ocak kararlarıyla ekonomi değişikliklere uğramıştır ve başlıca değişiklikler şu konuları içermektedir: esnek kur sisteminin benimsenmesi, döviz işlemlerinde ve faiz oranlarında serbestleşme, enerji, ulaştırma gibi alanlarda sübvansiyonların devamlılığı, dış ticaretin serbest bırakılması, yabancı yatırımlarının özendirilmesidir.

1980 ve 1990'lı yıllarda, birçok ülke kurlarını dalgalanmaya bırakmıştır. Kur riski sabit kur sisteminde devlet tarafından üstlenilirken, esnek kur sisteminde özelleştirilmiştir. Bu riske maruz kalan özel sektörün bu riskten korunması amacıyla özelleştirmelerin önü açılmıştır. Daraltıcı para politikası uygulanmış ve 1 Temmuz 1980'de faiz oranları serbest bırakılmıştır (Temel, 198: 46). Fiyat, ücret ve faizler piyasa koşullarına bırakılmıştır. Merkez Bankası 1981 yılında günlük kur uygulamasına geçmiştir. Günlük kur uygulamasının amaçları arasında spekülasyonları önlemek ve ihracatı teşvik etmek yer almaktadır (Kazgan, 1985: 392-395). 1981'de Sermaye

Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiş, 1982’de yürürlüğe giren kanunun uygulanabilirliği, menkul kıymet piyasalarının kontrolü ve mevzuatın düzenlenmesi için Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur (Günçavdı vd., 1999; Kula, 2003). Türkiye’nin 1980-1983 yıllarında uluslararası pazara açılmasıyla dönüşüm başlamıştır. Söz konusu dışa açılma 1989-1990 yıllarında dış pazarlara açılmayı tamamlamıştır (Kader, 2013: 44-48). 1984’te kur politikası esneklik kazanmıştır. Liberalleşmenin ilk adımı olarak faizler serbest bırakılmış ve 1985’te İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiştir. Rekabetçi ortamda kaynak dağılımında etkinliği sağlamak için yeni finansal araçların işleme girmesi ve yeni kurumların kurulması, İMKB yardımıyla firmalar banka kredilerinin yanı sıra finansal olanaklar sağlamaktadır (Günçavdı vd., 1999; Kula, 2003).

GATT anlaşmasının 1985’te imzalanmasıyla anlaşma şartlarına göre vergi iadesi oranları ve ihracatta doğrudan teşvikler aşamalı olarak indirilmeye başlanmıştır. Bu uygulama 1989’da terk edilmiştir. 4 Şubat kararlarının alınmasının ardından 1988-1999 yıllarında ekonomik durgunluk yaşanmıştır. Bu durgunluğu önlemek için aşırı değerli kur politikası, yüksek faiz oranları ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi politikalar izlenmiştir. Türkiye 1988-89 döneminde ithalata dayalı büyüme politikası izlemiş fakat sınırlı büyümeye gerçekleştirmiştir (Eroğlu, 2003: 8).

1980’de başlayan liberalizasyon süreci Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı kararın 1989’da yayınlanmasıyla desteklenmiştir. 32 sayılı kararla yabancı sermaye ve döviz işlemleriyle ilgili düzenlemelere yer verilmiştir. Bu düzenlemeler sonucunda kambiyo denetimine son verilmiş, sermaye hareketleri serbest bırakılmış, yabancı yatırımcıların İMKB’ye kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmasıyla ilgili bütün kısıtlamalar kaldırılmış buda Türkiye’deki piyasalardan elde edilen sermaye ve karların yurtdışına çıkarılmasının önündeki engeller kaldırılmıştır. Teknoloji ve bilgi yayılmış, makroekonomik istikrara sağlanmış, ülkenin rekabet gücü arttırılmış olacaktır fakat Türkiye doğrudan yabancı yatırımlar yerine kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelmiştir (Gökalp ve Baydur, 2004; Kıran, 2007; Şengöz Çelik, 2008; Özmen, 2011).

1991 yılında başlayan Körfez savaşı ve Irak-İran savaşı sonrası Irak’a koyulan ambargoyla beraber yabancı yatırımlar olumsuz etkilenmiş ve 1994’ün sonlarına gelirken yüksek kamu açıkları sonucunda faiz oranlarındaki artış yatırımcıları teşvik etmiş, Türk Lirası reel olarak aşırı değerlenmiş, ihracat teşviklerinin bu dönemde

azalmasıyla birlikte Türkiye'nin rekabet gücünü zayıflatmıştır. Yaşanan iç dengesizlikler ithalatın artmasına, ihracatın azalmasına yol açmıştır. 1994 yılında iç ve dış dengelerin bozulması, para, sermaye ve döviz piyasalarını da olumsuz etkilemiştir. Bu dönem stagflasyonla mücadele edildiği için DYY istenilen hedefe ulaşamamıştır (Şimşek, 2010). Türkiye 1996 yılında Gümrük Birliği'ne giriş yapmıştır fakat doğrudan yabancı yatırımların ülkemize çekilmek istenirken 1999 yılında yaklaşık 800 milyon dolara kadar düşmüştür. 1999 yılına kadar yabancı yatırımcılardan kaynaklanan uyuşmazlıklar yerel yargı organlarıyla çözülürken, bu yıl yapılan anayasa değişikliği ile uyuşmazlığın iki tarafın belirlendiği hakem kurulu tarafında çözülmesini içeren Tahkim Kanunu kabul edilmiştir. Bu kanunla yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesi hedeflenmiştir (Türkyılmaz, 2009'dan akt. Şimşek, 2012: 65).

2000 yılında Türkiye'deki önemli olay yaşanmıştır. Birincisi, Enflasyonu Düşürme Programı uygulamaya konmuştur. İkincisi, AB'ye aday ülke statüsü kazanılmıştır. Ayrıca, 1994 ve 2001'de iki devalüasyon gerçekleşmiştir. 2005 yılında TL den altı sıfır atılması dışa açıklığımızın ve diğer ülkelere olan borcumuzun çok daha fazlaymış gibi görünmesine neden olmuştur. 2005'te Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası faaliyete geçmiştir. 2008 Mortgage sisteminin çökmesi ile ekonomik kriz yaşanmış fakat Türkiye bundan çok etkilenmemiştir (Karaçor, 2006; Mangır, 2006).

4875 sayılı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı Kanununun 2003'de yürürlüğe girmesiyle DYY'ların özendirilmesi, yatırım ve yatırımcının hakları korunarak uluslararası standartların yakalanması amaçlanmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlara tekel ve ayrıcalık tanınmaması koşuluyla, Türkiye'de özel sektörün faaliyet gösterdiği alanlarda mal ve hizmet üretimine imkân tanınmıştır. Bu dönemde DYY'lar, 2004-2007 yıllarında bankacılık, 2006 yılında telekominükasyon, 2008 yılında demir çelik ve enerji sektörlerine yönelmiştir. 2009 yılında dünya genelinde hizmet sektörü DYY'ları çekerken, Türkiye'de toptan ve perakende ticaret, imalat sanayi ve gayrimenkul kiralama ilk üçe giren sektörlerdir (Şimşek, 2010: 65-75).

2007 ve 2012 döneminde ki cari açıkların finansmanında uluslararası DYY'lar kullanılmıştır. Önceki yıllara kıyasla 2015 yılında DYY'lar artmış fakat günümüze kadar sürekli düşüş eğilimindedir (Devlet Planlama Teşkilatı, 2014: 84'den akt. Keskin, 2020). Türkiye'ye gelen DYY'lar 2005-2016 yılları arasında, 1975-2004 dönemine göre dokuz kat artmıştır. 2016 yılından itibaren DYY girişlerinde azalış görülmektedir. 2018 yılında DYY düşmeye devam ederken gayrimenkul alımlarında %28'lik bir artış

gözlenmiştir (Keskin, 2020: 45). Türkiye 2018 yılında sanayi sektörüne giren DYY'ların %70'i imalata yönelmiştir. Hizmet sektöründeki uluslararası doğrudan yatırımlar %30 perakendeye yönelirken %29'u finans ve sigortacılık aktivitelerine yönelmiştir (YASED, 2019: 7).

3. SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ

Sermaye hareketlerinin 2000 yılı sonrasındaki artışında, gelişmemiş ülke ekonomileri, gelişmekte olan ülke ekonomileri ve gelişmiş ülke ekonomilerindeki değişik faktörlerin varlığı etkili olmuştur (Cengiz ve Karacan, 2015). Bu faktörlerin bilinmesi, sermaye akımlarının olumsuz etkilerini izole etmek, sermaye akımlarının sürekliliğinin sağlanması ve makroekonomik etkilerinin tahmin edilmesi açısından önem arz etmektedir (Keskin, 2008). Bu faktörler içsel ve dışsal faktörler olarak ayrılmaktadır. İktisatçıların bazıları, sermaye hareketlerinin belirleyicisi olarak dış dünya koşullarını savunmaktadır. Bu belirleyicilere itici faktörler denilmektedir. İktisatçıların bazıları da, sermayenin yöneldiği ekonominin yapısını belirlediğini savunmuştur. Bu belirleyicilere çekici faktörler denilmektedir. Küreselleşme sürecinde ekonomilerin birbirlerine olan bağımlılığı sonucu sermaye ülkeler arasında kolaylıkla hareket edebilmektedir. Türkiye'nin aldığı sermaye hareketleri doğrudan yabancı yatırımlardan ziyade portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak gerçekleşmektedir.

Kısa vadeli ve portföy yatırımları şeklinde gelen sermaye kolayca çevrilebilir, kararsızdır ve ani giriş ve çıkış yapabilmeye özelliği taşımaktadır. Bu sermaye hareketleri spekülasyon amaçlı veya faiz arbitrajından faydalanmak amacıyla olabilmektedir. Bunun sonucunda makroekonomik dengesizliklere yol açabilirler. Kısaca açıklamak gerekirse, sermaye hareketlerinin arkasında yatan sebeplerin biliniyor olması ani değişimlere karşı alınacak önlemlerin önceden tahmin edilebilir olması için önem arz etmektedir (Kar ve Tatlısöz, 2008).

3.1. İÇSEL FAKTÖRLER

Doğrudan yabancı sermayenin yöneldiği ülke ekonomisinin iç dinamiklerinden oluşan faktörler içsel faktörlerdir. İçsel faktörler literatürde “çekici faktörler” olarak da adlandırılmaktadır (Kar ve Tatlısöz, 2008; Keskin 2008). Bu faktörler sermaye girişi olan ülkenin finansal, makroekonomik ve siyasi koşullarına göre belirlenmektedir. Ülkelerdeki olumlu ve istikrarlı makroekonomik şartların varlığı sermaye hareketlerini

çekmektedir. Çekici faktörler bölgesel gelişmeleri ve ülkelerin kendilerine has özelliklerini yansıtmaktadır. Bu nedenle yurtiçinde uygulanan ekonomi politikaları çekici faktörleri etkilerken, dışsal faktörleri yurtiçindeki faktörler kadar etkilememektedir (Gerlach ve Tillman, 2012: 7).

Gelişmekte olan ülkelerin pazar, hammadde ve işgücü piyasalarına yakın, taşıma maliyetlerinin düşük olması, ticaret miktarını arttırmıştır. Bunun yanı sıra, ulaşımın daha hızlı, haberleşmenin daha kolay olması iki ülke arasındaki ticaretin kolaylaşması, yatırımları cazip kılmıştır. Yapılan yatırımların yüksek getiri sunması, bu ülkelerde ekonomik iyileşmeler, istikrarlı ve artan büyüme oranlarının varlığı, enflasyon oranlarının düşmesi, yeni iş kollarının açılarak işgücü ihtiyacının artması gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, risk ve yatırımın getiri oranı uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak en önemli gelişme sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin kaldırılmasıdır. Bu duruma örnek olarak Güneydoğu Asya'da yaşanan kriz öncesinde söz konusu ülkelere yönelen yabancı sermaye hareketleri verilebilir.

Krizden önce bu ülkelerde borsanın yüksek getirili olması, reel faizin yüksek olması, düşük kur politikası izlenmesi veya sabit kurun etkisiyle yabancı sermaye bu ülkelere yönelmiştir (İnandım, 2005; Kayarkaya, 2006; Keskin, 2008). Ve ülkeler arasında ucuz üretimin yapılabilmesi, gelişmekte olan ülke pazarlarına girişi kolaylaştırmış ve rekabet edilebilirlik uluslararası sermaye hareketlerini teşvik etmiştir (Kar ve Tatlısöz, 2008). Ayrıca, gelişmekte olan ülkeler sıkı para politikalarını devam ettirmelidir. Gelişmekte olan ülkelerin uygulamakta olduğu finansal ayarlamalarla ilgisi olmaksızın yükseltelen faiz oranları ve sabit döviz kuru politikası yatırımcılar için cazip gelmektedir. Kurdaki değişimler devletin dış borç yükünü arttırabilmekte ya da azaltabilmektedir. Yurtiçi varlıklardaki yatırımın getirisindeki artış, aşırı değerlendirilmiş bir para biriminin varlığına bağlıdır denilmektedir (İnandım, 2005: 17-20; Yıldırım, 2010: 18).

Gelişmekte olan ekonomilerde artan enerji fiyatları ve taleplerdeki artış, katma değeri yüksek malların ihracatının yapılamıyor olması ve bütçe açıklarının finansmanını zorlaştırmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişleri ile finansman kısa süreli olarak sağlanmaktadır. Ekonomide genel olarak gevşek para politikaları uygulanmaktadır. Kalıcı bir çözüm için, ekonomiye devamlı ve uzun vadeli sermaye akımlarının artması açıkların kapatılmasında en pratik yoldur. Açıkların finansmanında vergi oranlarını

düşürmek için vergi yasalarında yapılan olumlu düzenlemeler doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını hızlandırmaktadır (Göksu, 2015).

Transfer fiyatlandırması kapsamında, kar payının aktarılması, emsallere uygunluk ilkesine göre ilişkili kişilerle yapılan mal veya hizmet alım satımına aykırı olarak aralarında bir ilişkinin bulunmadığının tespitiyle fiyat ve bedeller nedeniyle vergi toplamının eksik beyan edilmesi, hazinenin zarara uğratılmasını ifade etmektedir (Gelir İdaresi Başkanlığı, 2016). Ana şirketin yabancı ülkelerinde bulunan şubelerinde yapmış olduğu aşırı yüksek fiyatlı ihracat ve düşük fiyatlarla yaptığı ithalattan elde edilen kazançları ve vergi oranları daha düşük beyan edilmektedir. Bu yüzden ülkeler DYY'ları çekebilmek için kurumlar vergisi ve gelir vergisi oranlarını düşük tutmaktadır (Yazar, 2001: 14; Kar ve Tatlısöz, 2008).

Özelleştirme çalışmalarının 1980'lerde önem kazanmasıyla ülkeye giren yabancı sermaye hareketleri ülke ekonomilerini etkilemektedir. Yabancıların yapılan kamu ve özel sektör ihalelerine katılabilmeleri, yabancıların bu ülkelerde işletme sahibi olabilmelerinin önündeki engellerin kaldırılmış olması, yine yabancıların bu ülkelerde her türlü ve bir sınır olmaksızın istedikleri kadar mal edinimine imkân sağlanmış olması zelleştirme uygulamalarını, fiilen yabancılaştırma uygulamalarına dönüştürmüştür. Ek olarak vergi indirimleri, ekonomide söz sahibi olma, siyasal ve dini faaliyetler göstermeleri sağlanmış ve her hangi bir denetime tabii olmaksızın dış yardım almalarına imkân sağlanmıştır (Masca, 1999: 115; Karagül ve Masca, 2008).

Gelişmekte olan ülkeler için gelir kaynağı olarak düşünülmektedir. Özelleştirmenin başarılı olabilmesi için, destekleyici bir pazar ortamı, sürdürülebilir büyüme ve kalkınma, düşük enflasyon oranları, döviz kurunda ani dalgalanmaların yaşanmaması ve sıkı bir bütçe kısıtı bileşimi makroekonomik istikrarı gerektirmektedir. Uluslararası ve ülke içindeki yapılanmalarda verim, uzun dönemde makroekonomik istikrarı sağlamaktadır.

Özelleştirme başarısız ekonomileri iyileştirip yerine daha başarılı ekonomilerin inşası için gerekli bir uygulama olarak görülmektedir (Kuştepeli ve Gülcan, 2002). Ancak ülkede yaşanan krizden ya da uluslararası bir krizin dış ticaret, kur, kredi derecelendirme kuruluşlarının notları ve faiz kanalıyla ülke ekonomisini krize sürüklemesi özelleştirme faaliyetlerini kısıtlayabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere risk bileşenlerinden yola çıkarak hükümetlerin istikrarı, ülke içi ve dışındaki çatışma

hali, yatırım yapılabilirlik, yolsuzluk, siyaset ve ordu arasındaki ilişki, dini olgular, bürokrasideki işleyiş, kişi başına düşen borç yükü, kişi başına düşen GSYİH, enflasyon oranı gibi çekici faktörler, portföy yatırımlarını etkileyen başlık altında değerlendirilmektedir. Mali teşvik siteminde gelişmekte olan ülkeler, uzun dönemli ekonomik büyüme ve kalkınma, işsizlik oranlarını düşürerek istihdamı arttırmak, katma değeri yüksek malların üretiminin sağlanması, doğrudan yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesi sağlanmaktadır. Uzun dönemli büyüme ve kalkınma hedefi olan ülkeler teşvik uygulamalarını kalkınma planları ile desteklemektedir.

Kısaca bu uygulamayla bölgesel ve bölgeler arası entegrasyonun sağlanması amaçlanmaktadır. Teşviklerin aksine ülkedeki bürokrasinin fazla olması DYY'ın ülkeye girişini zorlaştırmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu durum mevcut durumun korunması ve istihdamın artırılması yönündedir (Akdeve ve Karagöl, 2013).

3.2. DIŞSAL FAKTÖRLER

Ekonomi içsel faktörlere ek olarak piyasalar dışında meydana gelen dışsalılıklardan da etkilenmektedir. Dışsal faktörler literatürde itici faktörler olarak da adlandırılmaktadır. Küreselleşme sürecinde sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve finansal piyasaların dünyaya açılmasının liberalleşmenin ilk adımı olması, ülkelerin 1970'lerde sabit kur sisteminden, esnek döviz kuru sistemine geçmesiyle sonuçlanmıştır. Bir sonraki adım olarak sermaye hareketlerinin önündeki engeller azaltılmaya ve kaldırılmaya başlanmıştır (Kar ve Tatlısöz, 2008).

Dışsal faktörler yaklaşımında uluslararası sermaye hareketlerine sermayenin çıktığı ülke açısından bakılmaktadır. Sermayenin getirisini düşüren nedenlerden dolayı diğer ülkelerin tahvil ve hisse senedi piyasalarından yüksek kar ve faiz getirisi bekleyen yatırımcıların daha yüksek getiri elde edebilmek amacıyla ülkeyi terk etmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde gözlenen ekonomik büyüme oranlarındaki durgunluk, ithalatın ihracatı aşması, ekonomik beklentilerdeki kötüleşme, şirket karlarındaki düşüş finansal girişleri azaltmıştır. Ülkedeki borçluların yüksek riskli ve yüksek getirili olarak ihraç ettikleri varlıklardaki bozulmalar ve politik gerginliklerin yaşanması sermayenin ülkeler arası transferine sebep olmaktadır (İnandım, 2005; Kayarkaya, 2006; Keskin, 2008). Özetlemek gerekirse, kısa vadeli sermaye yatırımları ve portföy yatırımları itici faktörler tarafından açıklanırken, doğrudan yabancı yatırımlar da çekici faktörler tarafından açıklanmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri kuramsal olarak portföy dengesi kuramı, faiz paritesi kuramı, ıslm-bop analizi yardımıyla incelenmektedir. Bu teorilerin hepsinin ayrı ayrı işlenmesi tezin sınırlarını aşacağından yalnızca DYY teorileri olan oligopolcü tepki teorisi, tekel üstünlüğü teorisi, OLI modeli ve içselleştirme teorilerine kısaca değinilecektir. 1960 yılında Haymer yaptığı çalışmada, tekel üstünlüğü teorisi, yabancı sermaye yatırımları yapan çok uluslu şirketler karşısında yerel şirketlerin rekabet gücünün olmaması durumunu açıklamaktadır (Haymer, 1972'den akt. Seyidoğlu, 2015: 657).

Oligopolcü tepki teorisine göre piyasaya birkaç firma hâkimdir. Bu firmalardan birinin ucuz hammadde, iş gücü kaynakları, fiyat, satış gibi önemli konularda alıkları kararlar rakipleri tarafından yakından takip edilmektedir. Bu durumda diğer firmalarda doğrudan yabancı yatırımlara yönelmekte ve rekabet koşullarını eşitlemeye çalışmaktadır. İçselleştirme teorisi, tam rekabet koşullarının var olduğu piyasalarda bir firmanın yeni bilgiyi üretime kazandırarak şirketin lisans anlaşmalarıyla dışa bağımlılığının azaltılmasının amaçlandığı teoridir. OLI modeli İngilizcedeki üç terimin baş harflerinden oluşmaktadır. O (ownership), firmanın elinde bulundurduğu ayrıcalıkları, L (location), yatırımın yapılacağı piyasadaki üstünlükleri ve I (internalization), firmanın bir piyasaya DYY'lar ile girme nedenlerini temsil etmektedir. Bir firmanın ihracat ve lisans anlaşması yerine DYY ile yatırım yapmasının gerekçesinin açıklandığı modeldir (Seyidoğlu, 2015: 659; Kazaz, 2020: 30-33).

4. SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ

Doğrudan yabancı yatırımların, portföy yatırımları ve diğer yatırımlara göre uzun vadeli ve büyük hacimli olması gerçeğinden yola çıkılarak ön analize sadece doğrudan yabancı yatırımlar dâhil edilmiştir. Çalışmanın sınırları belirlenirken DYY ile ilişkilendirilebilecek makroekonomik değişkenlerin hepsinin analize dâhil edilmesi çalışmanın kapsamını aşacağından, bu çalışmada işsizlik oranı, ticari dışa açıklık, yolsuzluk ve döviz kuru değişkenlerinin, doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi araştırılacaktır. Çalışmada, ekonometrik analize dâhil edilen finansal değişkenler, makroekonomik değişkenlerdeki değişmelerin doğrudan yabancı sermaye hareketleri üzerindeki etkileri konusundaki kuramsal açıklamalar ve literatürde ki diğer çalışmalarda yer verilen değişkenler dikkate alınarak belirlenmiştir. Böylelikle

çalışmada doğrudan yabancı yatırımlarının işsizlik oranı, döviz kuru, ticari dışa açıklık ve yolsuzluk ile etkileşim içinde olduğu kabul edilen değişkenler kullanılmıştır.

Bu bölümde ilk olarak, çalışmaya dâhil edilen zaman serisi verileri ve verilerin özelliklerine değinilmektedir. Sonrasında sermaye hareketleri ile ilgili literatürde yer alan çalışmaların bazılarına yer verilmektedir. Daha sonra sırasıyla analizde kullanılan ekonometrik yöntem ve veri seti, değişkenlere ait birim kök testi sonuçları, çoklu regresyon analizinin sonuçları ve sonuçların yorumları son alt bölümün içeriğini oluşturmaktadır.

4.1. LİTERATÜR

Sermaye hareketleri ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için yapılan uygulamalı çalışmalar şu şekildedir:

Kar ve Tatlısöz (2008), çalışmada Türkiye'ye gelen DYY'ları belirleyen faktörler için 1980-2003 dönemini temel alan ekonometrik analiz yapılmıştır. DYY'ları belirleyen faktörleri açıklamak için, uluslararası net rezervler, reel döviz kuru, dışa açıklık oranı başta olmak üzere sekiz farklı ekonomik değişken modele dâhil edilmiştir. En küçük kareler yöntemi ile yapılan analiz sonucunda uluslararası net rezervler ve dışa açıklık oranıyla DYY'lar arasında pozitif yönlü ilişki saptanmıştır. Reel döviz kuru ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Gök vd. (2018), çalışma iktisadi kalkınma için DYY'lara ihtiyaç duyan Ortadoğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesini ele almaktadır. Bu çalışmada, Sistem GMM analizi ile 1996-2016 dönemi için doğrudan yabancı sermaye girişlerinin yolsuzluğun kontrolü üzerindeki etkisi Ortadoğu ve Kuzey Afrika bölgesi için araştırılmıştır. Analiz sonucunda doğrudan yabancı yatırımcı girişlerinin yolsuzluk kontrolü üzerinde negatif ve anlamlı bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Bu durum bölge ülkelerindeki kapalı ve gelenekçi yapılardan beslenen politik ve toplumsal kurumların kısıtlayıcı olması ile açıklanmaktadır.

Gezikol ve Tunahan (2017), çalışmada panel veri analizi yardımıyla ICRG-Corruption ve CPI endeksleri ile dış ticaret ve DYY arasındaki ilişki araştırılmıştır. Yer ve zaman eşleşmesi sorunu nedeniyle analiz ICRG 1995-2015/ CPI 2003-2015 zaman dilimi için iki farklı model kurulmuştur. Analiz sonucunda ICRG ve CPI endeksleri için kurulan modeller anlamlı çıkmıştır. ICRG endeksi için kurulan modelde ise düşük gelirli ülkeler anlamlı çıkmıştır. Düşük gelirli ülkelerde, ihracatın artması, yolsuzluğu

artırmıştır. CPI endeksine göre kurulan modelde düşük orta ve yüksek orta gelirli ülkelerde anlamlı sonuç bulunmuştur. İthalattaki artış düşük orta gelirli ülkelerde yolsuzluğa neden olmaktadır. İhracattaki artış orta yüksek gelire sahip ülkelerde yolsuzluğun nedeni olarak görülmektedir.

Gümrük vergilerinin 2003-2015 dönemindeki etkilerini 60 ülke için değerlendirmek amacıyla analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda, ICRG ve CPI modelleri ihracattaki artışın yolsuzluğu azalttığı ve gümrük vergilerindeki artışın yolsuzluğu azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Analiz sonucunda yapılan diğer çıkarımlar ise ticari açıklığın yolsuzluğu engellediği, ticareti zorlaştıran gümrük vergilerindeki artışın yolsuzluğu artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Başar (2004), 1995-2001 dönemi için yapılan çalışma sonucuna göre yolsuzluk DYY'lar üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Aydoğuş vd. (2005), yabancı ülkelerde yatırım yapmak isteyen yatırımcıların işlem maliyetleri yolsuzluk yüzünden katlanarak artmaktadır. Şeffaf politikalar uygulayan ve yolsuzlukla mücadele eden ülkeler DYY'ları kendi ülkelerine çekme konusunda daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Turan Koyuncu (2010), yaptıkları çalışma 1990-2009 yılları arasında Türkiye'de DYY girişlerinde etkili olan faktörleri kapsamaktadır. Dışa açıklık oranı, faiz oranı, reel döviz kuru, net uluslararası rezervler, enflasyon oranı (TEFE) ve GSYİH gibi makroekonomik değişkenlerin DYY'lar üzerindeki uzun dönem etkilerini ölçmek amacıyla analize dâhil edilen değişkenlerdir ve yapısal Var analizi kullanılarak test edilmiştir. Analiz sonucunda DYY girişlerinin önceki dönem doğrudan yabancı yatırım miktarı, GSYİH, ticari dışa açıklık ve net uluslararası rezervlerdeki değişimlerden anlamlı derecede etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Genç (2015: 159-164), bu çalışma Türkiye'ye giriş yapan uluslararası sermayenin hareketleri ve yabancı portföy yatırımlarının temel makroekonomik belirleyicilerinin tespiti ve bu faktörlerin yatırım türleri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışmada doğrudan yabancı yatırımları hangi değişkenlerin belirlediği Maki çoklu yapısal kırılmaları eşbütünleşme testi ve dinamik en küçük kareler yöntemi ile belirlenmiştir. Analizlerde değişkenler arasında kısa ve uzun dönemli ilişki olduğu saptanmıştır. Analiz sonucunda ilk modelde risk unsuru olarak yer alan enflasyon dışındaki değişkenler yani pazar büyüklüğü, ticari açıklık doğrudan yabancı sermaye girişlerini pozitif etkilemektedir. Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri sınır test

yaklaşımı ve ARDL modeli ile belirlenmiştir. Analiz sonucunda GSYİH, ticari açıklık, birim işçi maliyetleri doğrudan yabancı yatırımları pozitif, enflasyon negatif yönde etkilemektedir. Kısa dönemde GSYİH'nın dördüncü gecikmesi, BİST-100 endeksi, faiz oranı ve finansal açıklığın yabancı portföy yatırımı girişlerini pozitif, uzun dönemde GSYİH, faiz oranı, döviz kurunun yabancı portföy yatırımı girişlerini pozitif, BİST-100 endeksini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Aslan vd. (2014: 15-30), bu çalışmada Türkiye'de 1998-2011 dönemini kapsayan üç aylık veriler yardımıyla kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonomik büyüme ve reel döviz kuru arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz sonucuna göre kısa vadeli sermaye hareketlerinden GSYİH'ya doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında çift yönlü bir nedensellik mevcuttur. Türkiye'ye ilişkin alınacak kararlarda kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kurunun dikkate alınması gerektiği vurgulanmıştır.

Saraçoğlu vd. (2015: 75-108), yaptıkları çalışmada Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri, dolar kuru, enflasyon ve faiz oranı arasındaki etkileşimi VAR metoduyla 2008 krizi ve FED çıkış sinyali sonrası dönem için analiz etmiştir. Analiz sonucunda küresel kriz dönemindeki faizden enflasyona olan nedensellik, FED çıkış sinyali sonrasında çift taraflı olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda sermaye hareketlerindeki değişimleri açıklamada faiz ve döviz kurunun açıklama nedenselliği ve önemliliği artmıştır. Bu dönemdeki enflasyon ve sermaye hareketleri arasındaki nedensellik faiz kanalı ile gerçekleşmiştir.

Mangır (2008: 154-171), yaptıkları çalışmada Türkiye'de uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerin analizinden önce finansal liberalizasyon süreci ve bu süreçte yaşanan finansal krizler incelenmiştir. 2002 ile 2006 yılları arasında Türkiye'deki uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri arasındaki ilişki çoklu regresyon ve VAR ayrıştırması ile analiz edilmiştir. Analizde üç model kullanılmıştır. Korumasız Faiz Paritesi modeli ile faiz oranlarındaki değişimlerin sermaye hareketlerini çekmede etkili olup olmadığı araştırılmıştır. 2002-2006 döneminde Türkiye'de faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişki yüksek tespit edilmiş ve sermaye girişleri Türk lirasının değer kazanmasına sebep olmuştur. Yapılan diğer analizde 2001 krizinin sonra 2001-2006 döneminde uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen büyüme, özel sektör tüketimindeki değişme ile açıklanma gücünün yüksek olduğu saptanmıştır.

İnandım (2005), analizde kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Türkiye bazında yapılan ekonometrik analiz üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada reel döviz kurları Kalman ve HP filtreleri aracılığıyla ayrıştırılmıştır. Analizin ikinci aşamasında Granger nedensellik testi yapılmıştır. Analizin son aşamasında regresyon analizi yapılmıştır. Analiz üç dönemden oluşmaktadır. Analizde ilk dönem, serbest dalgalı kur sisteminden önceki 1995-2001 dönemidir. Analizdeki ikinci dönem, serbest dalgalı kur sisteminin uygulandığı 2001-2005 dönemidir. Analizdeki üçüncü dönem serbest dalgalı kur sistemi uygulanan dönem ve serbest dalgalı kurdan önceki dönemi kapsayan 1995-2005 dönem olarak belirlenmiştir.

Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türk lirasının değerlendirilmesinde etkili olduğu kesin olarak açıklanamamaktadır. Reel döviz kurlarındaki sapmalara sermaye hareketlerinin neden olup olmadığı kanıtlanamamıştır. HP filtresinden 1995 ve 2005 dönemi için elde edilen sapmaların beklenen oranda sıcak para akımlarından kaynaklanmadığı görülmüştür. 1995 ve 2001 dönemindeki sapmalar beklenen oranda kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmamaktadır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre dalgalı kur sistemi uygulanırken reel döviz kurları kısa vadeli sermaye hareketlerindeki değişimlere aşırı duyarlılık göstermemektedir. Dalgalı kur sistemi uygulanırken doğrudan yabancı yatırımların denge reel döviz kuruna bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

Insel ve Sungur (2003: 27-28), Türkiye’de 1989:III-1999:IV dönemi için sermaye hareketlerinin analiz için belirlenen makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri Granger nedensellik analiziyle araştırılmıştır. Yapılan analizde doğrudan sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi sağladığı saptanmıştır. Diğer sermaye girişleriyle ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik saptanamamıştır. Sermaye hareketlerindeki serbestleşme faiz, döviz kuru ve fiyatlar üzerindeki baskıyı artırmıştır. Özel sektöre verilen kredilerdeki artış harcamaları artırmıştır. Talep ve fiyatlar serbestleşmeyle beraber canlanmış kamu açığı genişlemiş, faiz oranları ve cari işlemlerdeki yükselme ile döviz kurları arasındaki ilişkiye bakıldığında ihtiyaca göre belirlenmiş faiz oranı, kur ve enflasyon ilişkisi ortaya çıkmıştır. Sermaye akımları ekonomik değişkenler üzerinde dönemsel olarak farklılık göstermiştir. Ekonomik istikrarın sağlanmasında sermaye hareketlerinin herhangi bir katkısı yoktur. Ekonomik göstergeler ile sermaye hareketleri arasında uzun dönemde kalıcı bir ilişkinin olmadığı

saptanmıştır. Kısa dönemde değişkenler arasındaki dengesizliklerin anlamlı olan ilişkisinin belirlenmesine ihtiyaç duyulduğu saptanmıştır. Özetle sermaye hareketlerinin finansal ve reel göstergelerde oynaklıkları artırdığı ortaya çıkmıştır.

Keskin (2008: 237-269), çalışmanın yapılış amacı Türkiye için 1992: 01-2007: 07 dönemine ait aylık veriler yardımıyla portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlerle olan ilişkisi kısa ve uzun dönem ARDL modeli ile sekiz farklı model yardımıyla analiz edilmesidir. Kısa ve uzun dönemde kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasında pozitif ilişki varken, portföy yatırımlarının uzun ve kısa dönemde TCMB döviz rezervlerini arttırdığı ve kısa dönemde pozitif ilişki içerisinde olduğu ve istatistiki olarak anlamlı olmadığı saptanmıştır.

Uzun dönemde portföy yatırımları devlet iç borçlanma senetleri faiz oranını negatif şekilde etkilerken, kısa dönemde gecikmeli etkiler nedeniyle etkileşimin yönü kesin olarak saptanamamıştır. Uzun dönemde kısa vadeli sermaye hareketleri mevduat faiz oranlarını yükseltirken, kısa dönemde mevduat faiz oranlarını negatif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır. Portföy yatırımları döviz rezervleri üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir. İktisat öğretisindeki beklentilere uygun olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz rezervleri üzerinde pozitif etkisi bulunmakta fakat istatistiki olarak anlamsız bir sonuç elde edilmiştir.

Portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri ve para arzı değişkenlerinin arasında eşbütünleşme yoktur ve bu model için ARDL modelleri yardımıyla uzun ve kısa dönem ilişkiler incelenememiştir. Uzun dönem katsayıları istatistiki olarak değerlendirildiğinde kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımlarındaki artış cari işlemler dengesinde bozulmalara neden olurken kısa dönemde böyle bir etki gözlenmemiştir. Uzun dönemde portföy yatırımlarının hisse senetlerine yönelimi arttıkça hisse senetlerinin fiyatlarındaki artış doğrudan İMKB endeks getirisini artırırken kısa dönemde de aynı artış yaşanmaktadır. Söz konusu artış uzun dönemde daha fazladır. Uzun dönem ve kısa dönem katsayıları incelendiğinde portföy yatırımlarında meydana gelen artışın İMKB işlem hacmini de arttırdığı saptanmıştır.

Cengiz ve Karacan (2015: 341-342), çalışmanın amacı gelişmekte olan ülkelerde 2008 krizi öncesinde azalan sermaye hareketleri, kriz sonrasındaki DYY'lar, kriz sonrasında portföy yatırımlarının gelişimi, belirleyicileri ve ekonomi üzerindeki

etkilerini incelemektir. Araştırma sonucunda doğrudan yabancı sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelere yeni teknolojiler getirmekte, istihdamı arttırarak işsizliği azaltmakta, rekabet ortamı oluşturmakta, toplam faktör verimliliği ve sermaye birikiminin verimliliğinin artırılmasıyla ekonomik büyümeye ivme kazandırdığı görülmüştür. Döviz kuru ve faiz oranlarındaki istikrarsızlıkların, ödemeler dengesi krizlerinin nedeni portföy yatırımlarındaki aşırı dalgalanmalar olarak gösterilmektedir.

Özetle, ekonomik büyüme ve kalkınma spekülâtif ve aşırı dalgalanma gösteren kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımlarıyla gerçekleştirilememektedir. Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden ziyade teknoloji içeren, katma değeri yüksek olan doğrudan yabancı yatırımlara gereken önemin verilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Kıran (2007: 269-281), 1992-01/2006-10 arasındaki aylık veriler yardımıyla reel efektif döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Hata Düzeltme (VECH) Modeli ve VAR modeline göre incelenmiştir. Analizde etki tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırması yoluyla reel döviz kurunda meydana gelecek bir standart sapmalılık şok karşısında, kısa vadeli sermaye hareketleri uzun vadeli sermaye hareketlerine göre daha çabuk ve daha uzun süreli tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye ekonomisinde büyüme ve uluslararası sermaye girişi arasındaki ilişki 1992:1-2012:2 döneminde zaman serileri yardımıyla incelenmiştir. Büyüme ve sermaye akımları aynı yönde hareket etmektedir. Granger nedensellik analizi sonucunda Türkiye’de yabancı sermaye akımlarının büyümenin nedeni olduğu tespit edilmiştir. Ekonometrik model sonucunda Türkiye’deki ekonomik büyümede yaşanan birçoğunun uluslararası sermaye hareketlerinde yaşanan şoklardan kaynaklandığı anlaşılmıştır. Analiz sonucunda Türkiye’nin ekonomik büyümesini yalnızca yabancı sermaye girişlerine bağımlı olarak sürdürmesi gerektiği ya da volatilitesi düşük büyümenin gerçekleşebilmesi için Türkiye’nin finansman kaynaklarını çeşitlendirmesi, daha istikrarlı yeni stratejiler geliştirmesi gerekmektedir (Söylemez ve Yılmaz, 2012: 1-16).

Vergil ve Karaca (2010), panel veri analizi yardımıyla 1980–2005 döneminde gelişmekte olan ülkelere giren uluslararası sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik büyümesi üzerinde bir etkisinin olup olmadığı test edilmiştir. Analizde elde edilen sonuçlar teorik ve ampirik literatürle örtüşen sonuçlar vermiştir. DYY ve portföy yatırımları ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Kısa vadeli

sermaye yatırımları ise ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Görgülü (2012: 159-164), yabancı yatırım alan ülkelerde masnetme kapasiteleri ve doğrudan yabancı yatırımların yapıları aynı anda alınarak, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye herhangi bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma 1991- 2009 dönemi için OLS ve 2SLS regresyonlarını ilk önce tüm örneklem ve sonrasında alt örneklem gruplarını aşamalı bir şekilde kapsayan modelde panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Tüm örneklem gelişmekte olan 49 ülkeyi kapsamaktadır ve uygulanan analizde yabancı yatırımların yöneldiği ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım yapılarının ve yabancı yatırım alan bu ülkelerin masnetme kapasitelerinin, doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde herhangi bir anlamlı etkisi tespit edilememiştir. Analizden elde edilen diğer bir sonuçta ülkelerin ekonomik büyümelerinin doğrudan yabancı yatırım almalarıyla herhangi bir olumlu etkinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Literatür taramasının ardından alt başlıklarda sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerinin kuramsal ve ekonometrik olarak incelemesine yer verilecektir.

4.2. EKONOMETRİK ANALİZ

Bağımlı ve bağımsız değişkenler iktisadi öncüleme özelliğine ve veri bulunabilirliğine bağlı olarak seçilmiştir. Analiz 1995-2017 arasındaki dönemi kapsamaktadır. Ticari dışa açıklık oranı ve işsizlik oranı Strateji ve Bütçe Başkanlığı'ndan, döviz kuru TCMB'den, doğrudan yabancı yatırımlar UNCTAD'dan, yolsuzluk verileri Uluslararası Şeffaflık Örgütünden (Transparency International) alınmıştır. Modele dâhil edilen değişkenler:

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar

DVKR: Döviz Kuru Oranı

TDA: Ticari Dışa Açıklık

UNP: İşsizlik Oranı

YLSK: Yolsuzluk Algı Endeksi

Çalışmada kurulan model aşağıdaki gibidir:

$$DYY = \beta_0 + \beta_1 DVKR + \beta_2 İŞSİZLİK + \beta_3 TDA + \beta_4 YLSK + u_i \quad (3.1)$$

4.2.1. Analiz Sonuçları

Zaman serilerinde durağanlık önemli bir yere sahiptir. Durağan olmayan zaman serileri kullanıldığında önemli sorunlarla karşılaşmaktadır. Zaman serileri birim kök içeriyorsa ve bu durum göz ardı ediliyorsa bu serilerle oluşturulan modellerin sahte regresyon sonuçları vermesi kaçınılmazdır.

Tablo 15. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	ADF Test İstatistiği		KARAR
	Sabitli	Trendli ve Sabitli	
DYY Düzy Birinci Farkı	I(1) -2,011366 -4,141210 ^{a,b,c}	I(1) -2,053999 0,0210 ^{b,c}	I(1)
DVKR Düzy Birinci Farkı	I(1) -1,482193 -3,650569 ^{b,c}	I -2,356181 -3,613698	I(1)
TDA Düzy Birinci Farkı	I(1) -2,009987 -4,626838 ^{a,b,c}	I(1) -2,928723 -3,952649 ^{b,c}	I(1)
UNP Düzy Birinci Farkı	I(1) -1,737717 -4,181410 ^{a,b,c}	I(1) -2,054218 -4,187392 ^{b,c}	I(1)
YOLSUZLUK Düzy Birinci Farkı	I(1) -1,367544 -3,644713 ^{b,c}	I -2,339610 -3,51298	I(1)

Bu problem ile karşı karşıya kalmamak, sonuçların güvenilir ve yorumlanmasının kolay olması amacıyla serilerin durağanlığı ampirik çalışmalarda sıklıkla kullanılan Augmented Dickey Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP) birim kök testleriyle incelenmiştir. ADF birim kök testi sonucu Tablo 15’de verilmiştir. Tablo 15 incelendiğinde, ADF test istatistiğine göre tüm seriler birinci farklarında durağanlaşmıştır. Seriler birinci fark değerlerinde birim kök içerir şeklinde olan sıfır hipotezi reddedilmiştir. Analize dâhil edilen tüm değişkenler [I(1)]’de durağandır. Değerlerin üslerinde yer alan a, b ve c harfleri sırasıyla %1 anlamlılık seviyesinde, %5 anlamlılık seviyesinde ve %10 anlamlılık seviyesinde durağanlığı ifade etmektedir.

Tablo 16 incelendiğinde, PP test istatistiğine göre ADF birim kök testindeki gibi değişkenler birinci farkları alındığında durağanlaşmıştır. Değerlerin üslerinde yer alan a, b ve c harfleri sırasıyla %1 anlamlılık seviyesinde, %5 anlamlılık seviyesinde ve %10 anlamlılık seviyesinde durağanlığı ifade etmektedir. Çoklu regresyon modeli; çoklu doğrusal bağıntı varsayımı, normallik varsayımı, otokolerasyon varsayımı, değişen varyans varsayımı ve artıkların sıfır olması varsayımına dayanmaktadır. Bütün bu varsayımların sağlanması gerekir.

Tablo 16. PP Birim Kök Testi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	PP Test İstatistiği		KARAR
	Sabitli	Trendli ve Sabitli	
DYY Düzy Birinci Farkı	I(1) -2,100908 -4,137374 ^{a,b,c}	I(1) -2,053999 -4,467895 ^{b,c}	I(1)
DVCR Düzy Birinci Farkı	I(1) -1,736560 -3,647018 ^{b,c}	I -1,995517 -3,611814	I(1)
TDA Düzy Birinci Farkı	I(1) -2,003827 -5,926049 ^{a,b,c}	I(1) -2,942779 -5,634409 ^{b,c}	I(1)
UNP Düzy Birinci Farkı	I(1) -1,749934 -4,461463 ^{a,b,c}	I(1) -2,202880 -4,838591 ^{a,b,c}	I(1)
YSLK Düzy Birinci Farkı	I(1) -1,556000 -3,635696 ^{b,c}	I -2,488028 -3,490700	I(1)

Çoklu doğrusal bağıntı analizinde LOGYLSK, LOGUNP ve sabit terim değişkeninin değeri ile karşılaştırıldığında bireysel olarak anlamsızdır. LOGDVCR ve LOGTDA değişkenleri bireysel olarak anlamlıdır. R-squared'in yorumu ise DYY'daki değişimin %79'luk kısmı LOGYLSK, LOGUNP, LOGDVCR ve LOGTDA tarafından açıklanır şeklinde yapılmaktadır.

Tablo 17. Normallik, Otokorelasyon ve Değişen Varyans Testi Sonuçları

	LOGDYY	LOGDVCR	LOGTDA	LOGYLSK	LOGUNP
Ortalama	0.001021	5.969303	3.635515	1.359281	2.266781
Ortanca	0.300105	1.105257	3.673981	1.386294	2.322388
Maksimum	1.294727	14.22486	3.842691	1.609438	2.639057
Minimum	-1.237874	0.254642	3.233983	1.131402	1.951511
Standart Sapma	0.831158	6.306627	0.171171	0.140817	0.178939
Skewness	-0.233308	0.307799	-0.947652	0.001530	-0.319221
Kurtosis	1.653779	1.161023	2.791701	1.966032	2.537023
Jarque-Bera	1.945455	3.604097	3.484082	1.024553	0.596042
Olasılık	0.378050	0.164961	0.175163	0.599130	0.742286
Toplam	0.023492	137.2940	83.61683	31.26347	52.13596
Sum Sq. Dev.	15.19812	875.0180	0.644593	0.436246	0.704425
Gözlem	23	23	23	23	23

Analiz sonucunda kurulan denklemin katsayıları şu şekildedir:

$$\text{LOGDYY} = -0.076770933209 \cdot \text{LOGDVCR} + 2.05115457699 \cdot \text{LOGTDA} + 0.222447845881 \cdot \text{LOGUNP} - 0.525239779353 \cdot \text{LOGYOLSUZLUK} - 6.7880039538$$

Döviz kurunda meydana gelen %1'lik artış DYY'ları %-0.0767 oranında azaltır. Ticari dışa açıklıkta meydana gelen %1'lik artış DYY'ları %2.0511 oranında artırır. İşsizlikte meydana gelen %1'lik artış DYY'ları %0.2224 oranında artırır. Yolsuzluk algı

endeksinde meydana gelen %1’lik artış DYY’ları %-0.5252 oranında azaltır. Sabit terimin değer değişkenlerdeki değişme sıfır iken doğrudan yabancı yatırımların ortalama değeri -6.7880 birimdir.

Tablo 18. Çoklu Regresyon Analizi Sonuç Tablosu

Dependent Variable: LOGDYY				
Sample: 1995 2017				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGDVKR	-0.076771	0.028270	-2.715609	0.0142
LOGTDA	2.051155	0.793728	2.584205	0.0187
LOGYSLK	-0.525240	1.036821	-0.506587	0.6186
LOGUNP	0.222448	0.700055	0.317757	0.7543
C	-6.788004	3.255358	-2.085179	0.0516
R-squared	0.795571	Mean dependent var		0.001021
Adjusted R-squared	0.750142	S.D. dependent var		0.831158
S.E. of regression	0.415461	Akaike info criterion		1.270803
Sum squared resid	3.106938	Schwarz criterion		1.517650
Log likelihood	-9.614237	Hannan-Quinn criter.		1.332884
F-statistic	17.51252	Durbin-Watson stat		1.680159
Prob(F-statistic)	0.000005			

Tablo 19’ a göre çoklu doğrusal bağıntı olup olmadığına karar verirken “centered VIF” değerinin 1 ile 5 arasında değer aldığı anda çoklu doğrusal bağıntı yoktur deriz eğer; “centered VIF” değerinin 1 ile 5 arasında değilse çoklu doğrusal bağıntı vardır denilmektedir.

Tablo 19. Çoklu Doğrusal Bağıntı

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
FARKDVKR	0.000799	7.846171	4.051501
FARKTDA	0.630003	1111.891	2.352710
FARKYOLSUZLUK	1.074998	267.3805	2.716932
LOGUNP	0.490078	337.5457	2.000045
C	10.59736	1412.100	NA

Normal dağılım testi olarak kullanılan Jarque-Bera testinin sonuçları değerlendirildiğinde çalışmaya dâhil edilen serilerin Jarque-Bera testindeki probability değerlerinin 0,05 önem düzeyinden büyük olduğu görülmüştür.

Tablo 20’de otokorelasyonun varlığını araştırmak için LM testine yer verilmiştir. Bu testin hipotezleri şöyledir: H_0 otokorelasyon yoktur, H_1 otokorelasyon vardır. Tabloda Prob Chi-Square değerlerinin 0.05’ten büyük olduğunda H_0 hipotezi, olasılık değerlerinin 0.05’ten küçük olduğunda H_1 kabul edilmektedir.

Tablo 20. Otokorelasyon

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.236525	Prob. F(1,17)	0.6329	
Obs*R-squared	0.315613	Prob. Chi-Square(1)	0.5743	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Sample: 1995- 2017				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGDVKR	-0.001110	0.028980	-0.038300	0.9699
LOGTDA	0.022600	0.812446	0.027817	0.9781
LOGYOLSUZLUK	-0.011852	1.059815	-0.011183	0.9912
LOGUNP	-0.104182	0.746776	-0.139509	0.8907
C	0.173949	3.345846	0.051989	0.9591
RESID(-1)	0.128583	0.264389	0.486338	0.6329
R-squared	0.013722	Mean dependent var	3.43E-16	
Adjusted R-squared	-0.276359	S.D. dependent var	0.375798	
S.E. of regression	0.424562	Akaike info criterion	1.343942	
Sum squared resid	3.064304	Schwarz criterion	1.640158	
Log likelihood	-9.455338	Hannan-Quinn criter.	1.418440	
F-statistic	0.047305	Durbin-Watson stat	1.891529	
Prob(F-statistic)	0.998406			

Çoklu regresyon analizinin diğer bir varsayımı da hata terimlerinin değişen varyansa sahip olmasıdır. Hipotezler şu şekildedir; H_0 sabit varyans var, değişen varyans yok, H_1 sabit varyans yok, değişen varyans vardır. Tablo incelendiğinde Prob F İstatistik değeri 0.05 önem düzeyinden büyük olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmektedir. H_1 hipotezi red edilmektedir.

Tablo 21. Değişen Varyans

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	0.579763	Prob. F(4,18)	0.6811	
Obs*R-squared	2.625036	Prob. Chi-Square(4)	0.6224	
Scaled explained SS	2.523683	Prob. Chi-Square(4)	0.6404	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.916397	1.995289	-0.960461	0.3495
LOGDVKR	0.015114	0.017328	0.872244	0.3946
LOGTDA	0.663277	0.486495	1.363379	0.1896
LOGYOLSUZLUK	0.070796	0.635493	0.111403	0.9125
LOGUNP	-0.241013	0.429081	-0.561696	0.5813
R-squared	0.114132	Mean dependent var	0.135084	
Adjusted R-squared	-0.082728	S.D. dependent var	0.244725	
S.E. of regression	0.254646	Akaike info criterion	0.291777	
Sum squared resid	1.167204	Schwarz criterion	0.538623	
Log likelihood	1.644569	Hannan-Quinn criter.	0.353858	
F-statistic	0.579763	Durbin-Watson stat	2.146034	
Prob(F-statistic)	0.681107			

Çoklu regresyon analizinin diğer bir varsayımı da artıkların normal dağılım gösterdiği varsayımdır. Yapılan çalışmada bu varsayımda sağlanmıştır. Analizin bir sonraki aşamasında döviz kuru oranı, ticari dışa açıklık, işsizlik oranı ve yolsuzluk algı endeksi değişkenlerinin, doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkileri VAR yöntemi ile değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi ortaya konmaya çalışılmış fakat normallik varsayımı sağlanamadığı için analiz yapılamamıştır.

Özetle doğrudan yabancı yatırımların nedeni olarak modele dâhil edilen değişkenler çoklu regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Model tahmin sonuçlarından ve istatistiki tanı bulgularından anlaşıldığı üzere model bir bütün olarak anlamlıdır. Başka bir ifadeyle, otokorelasyon, artıklar normal dağılmakta, çoklu doğrusal bağıntı sorunu, değişen varyans sorunu yoktur, tanımlama hatası içermemektedir.

4.3. SERMAYE HAREKETLERİ VE İŞSİZLİK

Ülke içinde istihdam yaratılmıyor, işgücü üretime kanalize edilemiyorsa bu problem doğrudan yabancı yatırımların ülkeye çekilmesi ile çözülebilmektedir. Ülkede ihracatı arttırmaya yönelik politikalar uygulandığında üretimin yapılabilmesi için istihdam sağlanması gerekecektir. Çok uluslu şirketler yatırımlarını işçi maliyetleri düşük olduğu ülkelere yönlendirmektedir. Bu istihdamı artırıcı etki yaratmaktadır (Şahin, 2016: 104). İşgücü üretim sürecinin en önemli yapı taşıdır. İşgünün üretime katılmaması işsizlik kavramı olarak bilinmektedir. Üretimde istihdam edilen kişinin artması çıktı ve geliri de artırmaktadır. İstihdam edilen kişilerin bilgi ve becerilerinin yüksek olması katma değer yaratacak ve ücretlerin yükselmesi istihdam koşullarını iyileştirecektir. İşsizliğin az olması gelir adaletinin daha adil dağıldığının bir kanıtıdır. Bu durumda bireylerin refah seviyeleri de artmaktadır. Yaratılan istihdamla önce üretim artmakta sonra büyüme ve kalkınma gerçekleşmektedir (Noyan Yalman ve Koşaroğlu, 2017: 192).

Peker ve Göçer (2010), 2000Q1-2009Q4 arası dönemde yabancı doğrudan yatırımların işsizlik üzerine olan etkisi Türkiye bazında değerlendirilmiştir. Uzun dönemde yabancı doğrudan yatırımların işsizlik arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Türkiye'deki işsizliğin azalmasında yabancı doğrudan yatırımların herhangi bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Kısa dönemde ise, yabancı doğrudan yatırımlar ile işsizlik arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Özelleştirmelerin yabancı yatırımcıları çekmesi, ilk başlarda tam istihdama ulaşabilmek için istihdamı azaltıcı

politikalar izlenmesi, daha sonra ekonomik konjonktüre bağılı olarak yeni bireylerin istihdamı etkilediğı düşüncesiyle desteklenmiştir. Şahin (2016), SADC ülkelerinde (Lesotho, Madagaskar, Mozambik, Namibya, Güney Afrika, Tanzanya ve Zimbabve) 1992-2013 döneminde panel dinamik en küçük kareler yöntemi ile doğrudan yabancı yatırımların istihdama etkisi araştırılmış ve pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Koyuncu ve Çınar (2009: 324-325), 1980-2005 döneminde Türkiye’de dışa açıklık ile işgücü verimliliği arasındaki ilişki ile DYY ve işgücü verimliliği arasındaki uzun dönemli ilişki analiz edilmiştir. Analiz sonucunda Ticari dışa açıklığın işgücü verimliliğini yaklaşık %40 oranında, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının işgücü verimliliğini yaklaşık %20 oranında açıkladığı tespit edilmiştir. Bağcı (2016), yılında yaptığı çalışmada doğrudan yabancı yatırımların işsizlik üzerindeki etkisinin literatür taraması yardımıyla saptamaya çalışmıştır. Türkiye’de DYY’ların işsizlik üzerinde nötr veya negatif etkiye sahip olduğu görülmüştür. Türkiye’ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar genellikle şirket evliliği veya mevcut şirketlerin satın alınması şeklinde olduğundan işsizliği azaltmada herhangi bir rol üstlenmemektedir.

4.4. SERMAYE HAREKETLERİ VE TİCARİ DİŞA AÇIKLIK

Dış ticaret hacmi kavramsal olarak dar olmakla beraber temelde iki şekilde ölçülmektedir. Birincisi, politika yansıması temelli ölçüm yöntemidir. Bu yöntemde tarife dışı engeller uygulanmaz ve hesaplanması için ülkeler uygun verilere sahip değildir. İkincisi, (İthalat+ihracat)/GSYİH şeklinde hesaplanmakta ve dış ticaret hacmi çıktı temelli ölçüm yöntemi olarak adlandırılmaktadır (Spilimbego vd., 1999: 96’dan akt. Koyuncu ve Çınar: 2009: 312).

Ticareti özendirici politikalarla ticari dışa açıklık oranları iyileştirilmektedir. Ticaret ortamının yatırımcılar tarafından pozitif olarak algılanması yatırımların ticaretin özendirildiğı bu ülkelere yönlendirmesine sebep olacaktır. Finansal ve ticari olarak dışa açık ülkelerin, kısıtlı olarak dışa açık ülkelere göre gerek siyasi gerek ekonomik olarak üstün olması piyasadaki rekabet edebilme gücünü artırmaktadır. Ülkeler rekabet güçlerini artırmak, büyümelerini sürdürülebilir hale getirmek, üretimi arttırmak, istihdamı artırmak teknoloji yoğunluklu sermayeyi ülkelere çekebilmek gibi nedenlerden dolayı dışa açılmakta ve bunu ev sahibi ülkelere çok uluslu şirketlerle gerçekleştirebilmektedirler (Şahbaz vd., 2016: 1009). Aşağıdaki çalışmalar dışa açıklık ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki en küçük kareler yöntemiyle

incelenmiştir. Schmitz ve Bieri'nin 1972 yılında ABD'de 1952 ile 1966 yılları için yaptığı çalışmada dışa açıklık ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Kar ve Tatlıöz'ün 2008 yılında Türkiye'de 1980-2003 döneminde pozitif (Kar ve Tatlıöz, 2008), 2009 yılında Tarı ve Bıdırı'nın 1990 yılı ile 2006 yılı arasında yaptığı çalışmada dışa açıklık ile DYY'lar arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir (Karış ve Ayla, 2018: 259-260).

Karış ve Ayla (2018), Türkiye'de 1980-2016 dönemini kapsayan analizde ticari dışa açıklıktan DYY'lara doğru tek yönlü nedenselliğin varlığı tespit edilmiştir. Değişkenler arasında uzun dönemli ilişki saptanmıştır (Karış ve Ayla, 2018).

4.5. SERMAYE HAREKETLERİ VE YOLSUZLUK ALGI ENDEKSİ

Doğrudan yabancı yatırımlar ile yolsuzluk arasındaki ilişki iki hipotez çerçevesinde incelenmektedir. Birincisi, yolsuzluğun doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumlu etki bıraktığını savunan Tekerlekleri Yağlama Hipotezidir (Gezikol ve Tunahan, 2018: 121). Bu hipoteze göre araştırma yapan Drabek ve Payne ülkelerin şeffaflığını %1 oranında artırdığında doğrudan yabancı yatırımların %40 artacağı tespit edilmiştir. Ülkede alınan kararların daha şeffaf olması yatırımcıların bilgi kaybına uğramaması yatırımcıları teşvik etmektedir (Drabek ve Payne, 2002'den akt. Gezikol ve Tunahan, 2018: 121). İkincisi, yolsuzluğun doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz etki bıraktığını savunan Tekerleklerin Kuma Saplanması Hipotezidir. Bu çalışmalara örnek olarak şunlar verilebilmektedir.

Wei (2001) ve Teizeira ve Grande (2012) yılında yaptıkları çalışmalarda ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlardan çok kültürel benzerlikleri olan ülkelerle ortak girişim yapmaktadırlar. Bunun nedeni yatırımcının ortağı olacağı ülkedeki engelleri aşabilecek bir ortağa sahip olması ve daha az riskli olması gösterilmiştir (Gezikol ve Tunahan, 2018: 121).

Şahbaz vd. (2016), 1980-2015 döneminde Türkiye ekonomisi için yaptıkları zaman serisi analizinde uzun dönemde dışa açıklık ve doğrudan yabancı yatırım girişlerinin yolsuzluğu azalttığı tespit edilmiştir. Nedensellik analizi sonucunda DYY'dan yolsuzluğa, yolsuzluktan DYY'a doğru çift yönlü nedensellik, dışa açıklıktan yolsuzluğa doğru tek nedenselliğin, dışa açıklıktan da DYY girişlerine doğru nedenselliğin varlığı tespit edilmiştir. Başar (2004)'ın 58 ülke için 1995-2001 yılları arasında yaptığı çalışmada yolsuzlukların yabancı yatırımları olumsuz etkilediği

sonucuna ulaşılmıştır (Aydoğuş vd., 2005: 18). Hem olumlu hem de olumsuz etki bırakan çalışmalarda olmaktadır.

Egger ve Winner (2006), doğrudan yabancı yatırımlar ekonomiyi canlandırmakta, aksi durumda yolsuzluğu artırmaktadır. Brada vd. (2017) yılında yaptıkları çalışmada yatırım yapılan ülkede yolsuzluğun çok olması maliyetleri artırmaktadır. Bu durum DYY'ları azaltmaktadır. Şirketler yolsuzluk oranı kendi ülkelerinden yüksek ülkelere yatırım yapmaktansa, yolsuzluk oranları birbirine yakın ülkelere yatırım yapmayı tercih etmektedirler sonucuna ulaşılmıştır (Gezikol ve Tunahan, 2018: 121).

Ay vd. (2016: 84-85), on gelişmekte olan ülke için 1995-2013 döneminde demokrasi ve yolsuzluğun DYY'a olan etkisi analiz edilmiş ve uzun dönemde eşbütünleşik olduğu tespit edilmiştir. Eşbütünleşik katsayılar yorumlandığında olsuzluk düzeyinin azalması doğrudan yabancı yatırımları arttırmaktadır. Panel veri analizi sonucunda on gelişmekte olan ülkede de demokrasinin artması ve yolsuzluğun azalmasının DYY'ı pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Nedensellik analizi sonucuna göre kısa dönemde yolsuzluktan DYY'a doğru tek yönlü nedensellik saptanmıştır. Uzun dönemde ise demokrasi ve yolsuzluktan DYY'a doğru tek yönlü nedensellik saptanmıştır.

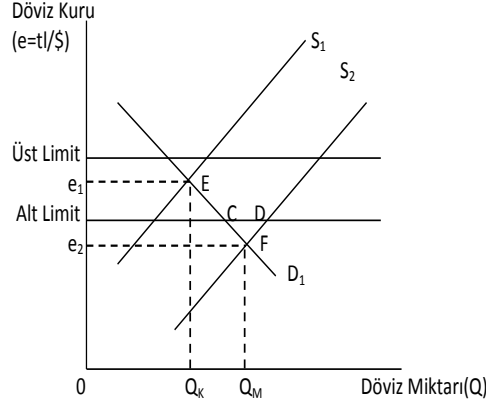
4.6. SERMAYE HAREKETLERİ VE DÖVİZ KURU

Sermaye hareketlerinin kur üzerindeki etkisini görebilmek için döviz piyasasının hangi kur sistemini (sabit ya da esnek) benimsediğine bakılmalıdır. Döviz kuru merkez bankasının müdahalesine göre ya da piyasada oluşan döviz arz ve talebine göre oluşmaktadır. Sabit kur sistemi, kur merkez bankası tarafından belirlenir. Merkez bankası gerekli hallerde nominal kurunu yükselterek devalüasyon, gerekli hallerde nominal kurunu dşurerek revalüasyon yapmaktadır. Esnek döviz kuru sisteminde ise döviz kuru piyasada oluşan döviz arz ve talebine göre belirlenmektedir. Türkiye'de 1980 yılına kadar sabit döviz kur sistemi uygulanmış fakat sonrasında esnek döviz kuru sistemine geçilmiştir (nsal, 2011: 143-144).

Aşağıdaki şekilde esnek kur sisteminde, mal, hizmet ve sermaye akımlarından kaynaklanan döviz arzı ve döviz talebi eğrilerinin kesişiminden oluşan döviz piyasasının dengeye gelişi gösterilmiştir. şekle göre piyasa dengesini sağlayan kur iki eğrinin kesiştiği E noktasında sağlanıyor. Arz eğrisi sermaye akımlarında meydana

gelen artışla S1 konumundan S2 konumuna gelmiş yani paralel sağa kaymıştır. Esnek kur sisteminde döviz piyasasında F noktasında denge sağlanmış olur. F noktasında, döviz kuru e_1 'den e_2 'ye düşmüş, döviz miktarı ise Q_K 'dan Q_M 'ye yükselmiştir.

Sekil 2. Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru



Şekil 2 yardımıyla esnek kur sisteminde sermaye girişleri, döviz kurunu düşürdüğü ve ulusal paraya değer kazandırdığı görülmektedir. Esnek kur sisteminde uluslararası sermaye girişleri ve çıkışları yapılan varsayıma göre yabancı sermaye hareketleri kur değişimlerinden bağımsızdır. Yani, yabancı sermaye giriş ve çıkışları döviz kurundan etkilenmemektedir. Fakat toplam döviz arz ve talebinin bir bölümünü oluşturduğu için döviz kurunu etkilemektedir. Eğrilerin hareketi şu şekilde olur: eğer ülkeden dışarıya sermaye çıkışı artmışsa, döviz talebi artar, ödemeler bilançosu alt hesabı olan sermaye hesabı açık verir ve kur yükselir, ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır (Keskin, 2008; Seyidoğlu, 2015).

Esnek kur sisteminde ithal malları ithalatçı ülke için pahalı duruma geldiğinden ithalatı caydırır, yüksek kur yüksek gelir beklentisinde olan ihracatçıların mal ve hizmet ihracına özenmesini sağlar. Sermaye bilanço bu durumda fazla vermekte ve açık cari işlemler fazlasıyla nötrlenerek denge yeniden sağlanmaktadır. Ülkeye sermaye girişi yaşandığı durumda da bu mekanizmanın tersi işlemektedir (Seyidoğlu, 2015: 486).

Döviz talebini arttırmada ülkeye giren kısa ve uzun vadeli sermaye, mal ve hizmet ihracatı, döviz arzı ve ülkeden çıkan sermaye etkili olmaktadır (Seyidoğlu, 2015: 484). Sabit kur sisteminde ise sermaye girişi döviz arzını arttıracığı için merkez bankalarının piyasaya müdahale etmediği durumlarda döviz kuru e_1 'den e_2 'ye düşmektedir. Bu durumda kur merkez bankalarının belirlediği alt sınırın altına düşmekte bu sınırın korunması için merkez bankaları CD kadar döviz arz fazlasını satın alarak fazlalığı ortadan kaldırmaktadırlar. Merkez bankasının müdahalesi sonucunda döviz

kuru düşmez ve ulusal para değerlenmez yorumu yapılabilmektedir (Seyidoğlu, 2015; Keskin, 2008).

Saraçoğlu vd. (2015: 108), Türkiye için yapılan çalışmada küresel finansal kriz ve FED çıkış sinyali dönemleri dikkate alınmıştır. Değişken olarak sermaye hareketleri, döviz kuru, faiz ve enflasyon seçilmiş ve aralarındaki ilişki analiz edilmiştir. FED çıkış sinyali sonrasında faizden döviz kuruna doğru nedensellik olduğu görülmüş, sermaye hareketlerindeki değişmeleri faiz ve döviz kurunun açıklamasındaki önemi artmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KRİZLERİN NEDENİ OLARAK ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE ÜLKE RİSKİ İLE İLGİLİ MODEL ÇALIŞMASI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Kriz ile ilişkilendirilebilecek birçok makroekonomik göstergenin olması ve çalışmaya sınır çizilmesi gerektiğinden, çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, portföy yatırımlarının, diğer yatırımların, işsizlik oranı, döviz kuru ve uluslararası rezervlerin krizler üzerindeki etkisi incelenecektir.

Çalışmada, ekonometrik analize dâhil edilen finansal değişkenler, makroekonomik değişkenlerdeki değişmelerin doğrudan yabancı sermaye hareketleri üzerindeki etkileri konusundaki kuramsal açıklamalar ve literatürde ki diğer çalışmalarda yer verilen değişkenler dikkate alınarak belirlenmiştir. Böylelikle çalışmada kriz öncü göstergesi olarak bileşik öncü göstergeler indeksi, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, işsizlik oranı, döviz kuru ve uluslararası rezervler ile etkileşim içinde olduğu kabul edilen değişkenler kullanılmıştır.

Bu bölümde ilk olarak, çalışmada kullanılan zaman serisi verileri ve özellikleri tanıtılmakta, sonrasında krizlerin etkilerini inceleyen literatür taramasına yer verilmektedir. Daha sonra çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem ve veri seti açıklanmaktadır. Sonraki alt bölümde, çalışmada kullanılan değişkenlere ait birim kök testi sonuçları ve probit analizinin sonuçları ve son alt bölümde elde edilen bulguların yorumlarına yer verilmiştir.

1. EKONOMETRİK YÖNTEM

1.1. ZAMAN SERİLERİNDE DURAĞANLIK

Zaman serileri, rassal bir değişkenin zaman içinde aldığı değerlerin sıralanması ile oluşturulur. Zaman serisi verileri genelde yıllık, altı aylık, üç aylık, aylık, haftalık ve günlükdür. Zaman serileri geçmiş dönem verilerinden etkilenme eğilimi gösterirler. Bu analizin yapılış amacı seriyi oluşturan herhangi bir süreç (yani ana kütle) modelini tanımlamak için bu sürecin gerçekleşen değerlerini (örneklemi) kullanmaktadır. Yani, zaman serisi modelleri daha çok öngörü amacıyla kullanılmaktadır (Çakmur Yıldız, 2011: 242; Tarı, 2014: 373; Çepni, 2015: 29-30). Bir zaman serisi geleneksel modellerdeki gibi nedensellik içermek zorunda değildir. Teorik bir modele dayanmak zorunda olmamaları kuramsız modeller olarak anılmalarına sebep olmuşlardır (Tarı,

2014: 373). Konjonktür, trend, değişim hareketlerindeki düzensizlikler ve mevsim zaman serileri üzerinde etkiye sahiptir. Zaman serilerinin genellikle sabit, mevsimsellik ve trend bileşenlerinin var olup olmaması serilerin deterministik özellikleridir. Serilerin durağan olup olmadıkları da stokastik özellikleri ile ilişkilendirilir (Tarı, 2014).

Ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar elde edilebilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Eğer seriler durağan değil de trendli ise ilişki gerçeklikten uzak sahte regresyon şeklinde ortaya çıkar. Yani, Y değişkenine meyil kazandıran etkenler X değişkenleri ile de ilişkili ise sahte regresyon ortaya çıkar ve yüksek r^2 ile kendini gösterir. Zaman serilerinde serilerin durağan olmadıklarını $E(Y_t) = \mu$ (4.1) sabit aritmetik ortalama, $Var(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$ (4.2) sabit varyans, $\gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)]$ (4.3) gecikme mesafesine bağlı kovaryans (bütün t değerleri için, k=gecikme mesafesi) şeklinde sıralanan üç şart sağlanmadığı için süreç durağan değildir (Çakmur Yıldıztan, 2011: 244).

Serilerin durağan olup olmadıklarını anlamak için serinin zaman yolu grafiğinin incelenmesi ve otokorrelasyon fonksiyonu kavramına korelogram testi denilmektedir ve bu testin yapılması gereklidir. Durağan olmayan serilerin farkı alınarak durağan hale getirilmekte ve serilerin kaçınıcı dereceden farkının alınması gerektiği kısmı otokorrelasyon olarak bilinmektedir (Çakmur Yıldıztan, 2011: 244-245).

1.1.1. Birim Kök Testleri

Otokorrelasyon fonksiyonu (ardışık bağımlılık fonksiyonu, autocorrelation function, ACF) değerlerinin yavaşça azalması bir seride trendin olmadığını göstermektedir. Serinin birim kök içerip içermediği bazı testlerle daha kolay anlaşılabilir (Kutlar, 2009: 317-319).

1.1.1.1. Dickey – Fuller (DF) Birim Kök Testi

Dickey – Fuller birim kök sınaması 1979 yılında Dickey ve Fuller tarafından Monte Carlo simülasyon çalışmalarına dayanılarak boş hipotez altında zaman serisinin oluşum sürecinde birim kökün varlığını τ tav istatistikleri için kritik değerlerini tabloştürmüştür. Bu tabloya τ tablosu adı verilmiş ve literatürde Dickey Fuller testi olarak bilinmektedir.” (Çakmur Yıldıztan, 2011: 245).

$Y_t = PY_{t-1} + u_t$ (4.4) denklemdeki u_t stokastik bir hata terimidir. Model otoregresif bir modeldir. Eğer regresyondaki $P=1$ ise birim kök sorunu vardır ve denklem $Y_t = Y_{t-1} + u_t$ (4.5) şekline dönüşür. Eğer regresyondaki $P<1$ ise geçmiş

dönemlerde yaşanmış şokların belli bir dönem etkili olsalar bile, bu etki zamanla azalacak ve tamamen yok olacaktır. Bu denklem $\Delta Y_t = (P - 1)Y_{t-1} + u_t$ (4.6), 4,5'de ki denklemin her iki tarafından $Y_t - 1$ çıkarılmış halidir. $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$ (4.7) denklemindeki $(\delta = P - 1)$ 'dir. Bu durumda $P=1$ ise $\delta=0$ olacaktır. $\delta=0$ olduğunda $\Delta Y_t = (Y_t - Y_{t-1}) = u_t$ (4.8) ve serinin farkı alınarak seri durağan hale getirilmiştir.

Denklemin hipotezleri birinci denkleme göre $H_0: P = 1$ ve dördüncü denkleme göre $H_0: \delta = 1$. Değerlendirme için τ istatistiği kullanılır. T testi sıfır etrafında dağılmadığı için değerlendirmede kullanılamaz. (τ) istatistiğinin mutlak değeri DF veya MacKinnon DF'nin mutlak eşik değerinden büyükse H_0 hipotezi yani serinin durağan olduğu kabul edilir. Eğer (τ) istatistiğinin mutlak değeri DF veya MacKinnon DF'nin mutlak eşik değerinden küçükse seri birim köke sahiptir, H_0 reddedilir ve H_1 kabul edilir.

DF birim kök sınavasında kullanılan denklemler şu şekildedir:

$$\text{Sabit terimsiz ve trendsiz test denklemi: } \Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (4.9)$$

$$\text{Sabit terimli ve trendsiz test denklemi: } \Delta Y_t = b_0 + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (4.10)$$

$$\text{Sabit terimli ve trendli test denklemi: } \Delta Y_t = b_0 + b_1 t + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (4.11)$$

Denklemlerdeki t trend değişkenini, Δ fark işaretini sembolize eder (Çakmur Yıldız, 2011: 245-246; Tarı, 2014: 387-389).

1.1.1.2. Çoğaltılmış Dickey Fuller Birim Kök Testi (ADF)

DF denklemlerindeki u_t otokolerasyonsuz ve sabit varsayanslı olduğu durumlarda DF testi uygulanır. Serilerin logaritması alınarak varyansı stabilize edilmektedir. DF denklemlerinde otokolerasyon sorunu ile karşılaşırsa bunu yok etmek için ADF denklemleri tahmin edilmelidir. Hata teriminin otokolerasyonsuz olmasını sağlamak amacıyla minimum sayıda gecikmeli bağımlı değişkenin bağımsız değişken olarak kullanılması gerekmektedir. Bu oluşturulan denklem optimum gecikmeli denklemdir. Hangi gecikme sayısı otokolerasyonu ortadan kaldırır o sayı da optimum gecikme sayısıdır. Hata terimi otokolerasyonlu ise ADF test denklemi şöyle yazılabilir:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.12)$$

Eğer τ istatistiği kritik değerden daha negatifse serinin birim kökü yoktur, H_0 hipotezi reddedilir (Çakmur Yıldıztan, 2011: 246-247; Tarı, 2014: 390).

1.1.1.3. Phillips – Perron Birim Kök Testi

DF test istatistiğinde seriler üzerinde trendin etkisini ve bu etkiye bağlı olarak ortaya çıkabilecek hata terimlerinin standart hatasının farklı olmasına bağlı etkilerin olmayışı Phillips Perron tarafından eleştirilmiş ve 1988'de hata terimleri ile ilgili olan eksikliği geliştirmişlerdir. Aşağıda PP birim kök testinin denklem modellerine yer verilmektedir:

$$Y_t = m_0 + m_t^* y_{t-1} + e_t \quad (4.13)$$

$$Y_t = m_0^* + m_t^* y_{t-1} + m_2^*(t - T/2) + e_t \quad (4.14)$$

T gözlem sayısını, e_t hata terimlerinin dağılımını göstermektedir. Hata teriminin beklenen ortalaması sifıra eşit kabul edilmektedir. Phillips Perron tarafından hata terimleri arasında içsel bağıntının olmaması yani homojenlik varsayımının terk edilmesinin nedeni Phillips Peron testinde hata terimlerinin zayıf bağımlılığın yani heterojen dağılımın varlığının kabul edilmesidir. PP testi DF testinin hata terimleri konusundaki sınırlayıcı varsayımlarından hata terimlerinin geçmişte aldığı değerlerin hareketli ortalama olarak kullanılmasından dolayı vazgeçmişlerdir (Kutlar, 2007: 477). PP testi hipotezleri $H_0: \alpha = 0$ ve $H_1: \alpha < 0$ şeklinde kurulur ve temel hipotez birim kök vardır şeklindedir (Çağlayan ve Saçaklı, 2006: 125).

2. YAPAY DEĞİŞKENLİ MODELLER

Regresyon modellerinde değişkenlerin araştırma döneminde kesik veya kopuk bir seyir izlememeleri yani istikrarlı bir seyir izlemeleri istenmektedir. Bu durumda ele alınan örneklem içindeki değişkenler, farklı politik dönemler, farklı iklim bölgeleri, farklı gelir, yaş grupları, cinsiyet, savaş ve barış yılları gibi farklı değişimlerden kaynaklı olarak birden fazla farklı değerler alabilirler.

Ekonometik modellerde bu faktörlerin etkisini ölçmek için sıfır ve bir değerleri alan yapay değişkenler kullanılır. Yapay değişkenli modeller, bağımlı değişkenlerin

yapay değişken oldukları bağımlı yapay değişken modeller ve bağımsız değişkenlerin yapay değişken oldukları bağımsız yapay değişken modelleri alt başlıkları şeklinde ele alınmaktadır (Tarı, 2014: 213; Timur, 2019: 47). Oluşturacağımız modelde bağımlı değişkenimiz kriz olduğundan bağımlı yapay değişkenli model dikkate alınmaktadır.

Eğer ülkede kriz varsa değişken ‘1’ değerini ülkede kriz yoksa değişkenin ‘0’ değeri olmak üzere, bağımlı değişken toplamda iki farklı değer alacaktır. Modelde bağımlı değişken iki durumlu bir değişkendir. İki durumdan birinin tercih edilmesi nedeniyle bu modeller ikili tercih modelleri olarak adlandırılmaktadırlar. Bu modelde amaç tercih, tercih olasılığının belirlenmesidir (Tarı, 2014: 245).

2.1. PROBIT ANALİZİ

Fayda teorisi ve rasyonel tercih davranışına dayandırılan modellere Probit model denilmektedir. Doğrusal olmayan normal birikimli dağılım fonsiyonundan yararlanılarak tahmin edilmektedir. Seçenekler arasında en çok fayda sağlayanın seçimine dayanmaktadır. Tahmin yapılabilmesi için fonsiyonun doğrusallaştırılması gerekmektedir. Literatürde Normit model olarak da adlandırılmaktadır (Cebeci, 2012; Tarı, 2014; Güriş vd., 2017). Normal birikimli olasılık fonsiyonu,

$$P_i = F(Z_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{Z_i} e^{-s^2/2} ds \quad (4.15)$$

olarak ifade edilebilmektedir. Fonsiyondaki s, $s \sim N(0,1)$ olan tesadüfi değişkendir. En çok benzerlik metoduyla Probit model tahmini yapılmaktadır. Bu model için benzerlik fonsiyonu,

$$L = \sum [Y_i \log F(\beta_0 + \beta_1 X_i) + (1 - Y_i) \log [1 - F(\beta_0 + \beta_1 X_i)]] \quad (4.16)$$

olacaktır (Güriş vd., 2017: 355-356).

Tahmin edilen probit modeller de belirlilik katsayısı (R^2) modelin uyum iyiliği hakkında bilgi vermektedir. Belirlilik katsayısı doğrusal modellerde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü ifade ederken, doğrusal olasılık, probit ve logit modellerde zayıf bir ölçüdür. İki tercihli modeller için Stata programında Pseudo- R^2 adıyla, Eview-s programında McFadden adıyla anılan ölçüler kullanılmaktadır (Cebeci, 2012; Güriş vd., 2017: 361; Uslu, 2019).

2.1.1. Probit Model İçin Marjinal Etkiler Analizi

Logit ve probit modellerde katsayılar doğrudan yorumlanamadığı için yalnızca bağımsız değişkenlerin işaretine bakılarak, bağımlı değişkenin gerçekleşme olasılığının pozitif ya da negatif yönde etkilendiği ortaya konulmaktadır. Bu modellerde katsayıların yorumlanabilmesi için; bağımsız değişkenlerin ortalamaları kullanılarak, marjinal etkiler hesaplanmaktadır (Güriş vd., 2017; Uslu, 2019: 168).

$$\text{Olasılık, } P(y = 1|x) = F(x\beta) \quad (4.17)$$

dir. Burada F ; birikimli dağılım fonksiyonunu, x^k 'ya göre türevi alınırsa probit model için marjinal etki,

$$\frac{\partial P(y = 1|x)}{\partial x_k} = f(x\beta)\beta_k \quad (4.18)$$

olarak hesaplanmaktadır. Burada, $f(x\beta)$ standart normal dağılımın birikimli dağılım fonksiyonunu ifade etmektedir (Güriş vd., 2017: 356).

3. LİTERATÜR

Toraman ve Yürük (2014), kredi derecelendirme kuruluşları asimetric bilgiyi önlemek adına kurulmuş olmalarına rağmen verdikleri notlarla ülkeler ve şirketler üzerinde baskı oluşturmakta ve finansal piyasaları etkilemektedirler. Dünyanın birçok ülkesindeki fonlar derecelendirme kuruluşlarının görüş niteliğinde verdiği notlarla değerlendirilmektedir. Yapılan çalışmalarda dünyada yaşanan krizleri öngörmede kredi derecelendirme kuruluşlarının yanıltıcı notlar vermesi skandallarla sonuçlanmıştır. Bu kuruluşların krizleri ön görmede ve yatırımcıyı riskten koruma konusunda yetersiz kaldığı görülmüştür.

Şirketlerin iflasını açıklamadan önce derecelendirme kuruluşlarından çok yüksek notlar almış olmaları notların objektifliği ve güvenilirliği konusunda şüphe uyandırmıştır. Derecelendirme kuruluşları dünyada yaşanan 2008 krizi, Meksika krizi, Rusya krizi, Asya krizi ve Arjantin krizlerine ilişkin öngöründe bulunamamıştır. Bu durum kredi notlarına olan güveni azaltmıştır.

Oktar ve Dalyancı (2010: 15-18), analizde 1992:01-2009:10 dönemi için aylık verilerin yıllık %'de değişim oranları kullanılmıştır. Türkiye'de yaşanan krizleri açıklamak için kullanılan değişkenler, TCMB bileşik öncü göstergeler indeksi, İMKB-

100, ABD dolar kuru (TL/\$), cari işlemler dengesi açığı, reel efektif döviz kuru, sanayi üretimi ve uluslararası rezervlerdir. Analiz sonucunda krizleri açıklamada analize dâhil edilen değişkenler anlamlıdır. Modeldeki katsayılara bakıldığında sanayi üretiminin, uluslararası rezervlerin ve bileşik öncü göstergeler endeksinin yükselmeye, cari işlemler açığının, İMKB100 endeksinin ve ABD dolar kurunun düşmeye devam etmesi hâlinde finansal krizlerin yaşanma ihtimali azalmaktadır. Yükseliş yönünde seyir izleyen değişkenlerin düşüş, düşüş yönünde seyir izleyen değişkenlerin yükseliş yönünde hareket etmesi finansal kriz olma olasılığını artırabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Erkan ve Demircioğlu (2011: 209-237), doğrudan yabancı yatırımlar ülke ekonomisinin gelişmesinde önemli etkilere sahiptir. Yatırımcılar yatırım yapmadan önce yatırım yapacakları ülke hakkında bilgi sahibi olmak istemekte ve bunun için kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen ülke kredi notlarını dikkate almaktadır. Doğrudan yabancı yatırım yapmak isteyen yatırımcılar ülke kredi notlarını dikkate almaktadır ve bu durum kredi notlarının DYY üzerinde doğrudan etkidir. Çalışma da derecelendirme şirketlerinin Türkiye hakkında verdikleri notlarla Türkiye'ye giren yabancı sermaye yatırım miktarı ve ülkenin dış borçlanma yapısı karşılaştırıldığında kredi notlarının bu işlevi her zaman yerine getiremediği ve çoğu zaman dikkate alınmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Vergili vd. (2018: 629-636), çalışma Türkiye'de Ocak 2006 - Kasım 2017 dönemi için yapılmıştır. Bu dönemdeki Standard&Poors tarafından verilen ülke kredi notları ile DYY arasında uzun dönemdeki ilişkinin tespiti için Johansen eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Uzun dönemde ülke kredi notları ile DYY arasında ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Değişkenler kendi aralarında eşbütünleşik olduğu için sonrasında bir hata düzeltme modeli oluşturulmuştur. Bu modelde kısa dönemdeki dalgalanmaların yaklaşık üç ayda uzun dönem dengesine yaklaşacağı tespit edilmiştir. Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ülkenin kredi notlarını dikkate aldığı sonucunu ortaya koymuştur. Cebeci (2012: 142-143), çalışmada Türkiye'de 1988-2009 dönemindeki makroekonomik değişkenlerin krizleri açıklayıcılığı probit model yardımıyla incelenmiştir. Finansal baskı endeksi oluşturulmuştur.

$$FBE = \left(\begin{array}{c} \frac{TL}{\$} \\ nominal döviz \\ kuru \% değişimi \end{array} + \begin{array}{c} TL faiz oranı \\ \% değişimi \end{array} + \begin{array}{c} Net uluslararası \\ rezervler \\ \% değişimi \end{array} \right) \quad (4.19)$$

Çalışmada belirlenen eşik değerleri de aşağıdaki gibidir:

$$FBE \geq \mu + 1,5\sigma \rightarrow \text{finansal kriz var}, D = 1 \quad (4.20)$$

$$FBE < \mu + 1,5\sigma \rightarrow \text{finansal kriz yok}, D = 0 \quad (4.21)$$

Eşik değer belirlenirken yer verilen μ ortalama varsayım gereği sıfır kabul edilmektedir. Eşik değer standart sapmanın 1,5 katı olarak kabul edilmiştir. Finansal krizler için oluşturulan indeks bağımlı değişken olurken döviz kuru, enflasyon oranı, endüstriyel üretim endeksi, işsizlik oranı, faiz oranı, GSYİH ve ithalat bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Yapılan analize göre ithalat ve faiz oranı değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmüştür. Analize dâhil edilen işsizlik oranı, enflasyon, gayri safi milli hâsıla, döviz kuru ve endüstriyel üretim endeksi değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Döviz kuru ve endüstriyel üretim endeksindeki bir artış şokların artmasında etkili olmamakla beraber, işsizlik oranı, enflasyon oranı, gayrisafi milli hâsıla, ithalat ve faiz oranı değişkenleri şokları azaltmada en fazla paya sahiptir sonucuna ulaşılmıştır.

Doğan ve Akçayır (2016), çalışmada Türkiye'nin ülke kredi notlarının ülkeye giren ve ülkeden çıkan sermaye üzerinde olumlu ya da olumsuz bir etkisinin olup olmadığı 1992:02-2015:01 dönemi için çeyreklik veriler yardımıyla ekonometrik yöntemlerle tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucuna göre sermaye ile ülke kredi notları arasında eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisi olduğu ve rating notlarının ülkeye giren net sermaye üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada derecelendirme indeksleri ve toplam sermaye hareketlerinin GSYİH'ya oranından oluşan iki seri kullanılmıştır. Uzun dönemde karşılaştırmalı ülke derecelendirme indeksi 1 puan arttığında net sermaye hareketlerinin GSYİH içindeki payı yaklaşık %1,75 oranında artmaktadır. Kısa dönemde ise hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır.

Çolak (2017: 72-73), çalışmada 2005:1 ve 2016:9 dönemindeki aylık verilerle TÜFE, GSYİH, doğrudan yabancı yatırımlar ve işsizlikten oluşan makroekonomik değişkenler ile Moody's in Türkiye için açıkladığı kredi notları arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Değişkenler arasındaki ilişki Johansen eşbütünleşme testi, ADF birim kök testi ve Granger nedensellik testi yardımıyla araştırılmıştır. Seriler arasındaki ilişkinin Eşbütünleşme testi sonucunda uzun dönemli bir ilişki olduğu görülmüştür. Fakat makroekonomik değişkenler ve kredi notları arasında nedensellik ilişkisi

saptanamamıştır. Açıklanan kredi notlarıyla Türkiye'nin makroekonomik değişkenleriyle açıklanan kredi notları arasında nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Nedensellik testinden elde edilen diğer sonuca göre tüketici fiyat endeksi işsizliğin nedeniyken, GSYİH'nın da işsizliğin nedeni olduğu tespit edilmiştir. Türkiye'de yapılan derecelendirme faaliyetlerinin objektiflikten uzak siyasi kaygılarla hareket eden bir yapıda olduğu yapılan çalışmayla desteklenmiştir. Literatür taraması yapılırken DYY'nin kriz nedeni olduğu konusunda yapılan araştırmalar incelenmiştir. Thanoon ve Baharumshah tarafından 2005 yılında yapılan çalışmada Malezya gibi gelişmekte olan ülkelerin iktisadi büyümelerinin hızını kısa vadeli sermaye hareketleri belirlemektedir. Hindistan gibi bazı gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere sebep olduğu tespit edilmiştir (Thanoon ve Baharumshah, 2005: 7).

Felstein vd. 2010 yılında yaptığı çalışmada bir grup ülkede kriz dönemlerinde makroekonomik değişkenlerde bozulmaların yaşandığı, doğrudan yabancı sermaye akımlarının da nasıl değişeceğini araştırmışlardır. Yapılan araştırmada para krizlerinin yaşandığı dönemde para piyasalarında spekülasyon atakları yaşanmaktadır. Bu dönemde enflasyon, para arzı, bütçe ve ticaret dengesi gibi makro verilerin olumsuz etkilenmesi doğrudan sermaye akımlarında azalmalara ve kaçışlara neden olduğu ortaya konulmuştur (Felstein vd., 2010'dan akt. Göksu, 2015: 60-61). Literatür taraması sonucunda, kriz dönemlerinde DYY'larda beklenmedik çıkışlar yaşanmaması nedeniyle kriz nedeni olarak görülmemektedir. Kriz sonrası dönemde ekonomilerdeki kırılmalıkların düzeltilmemesi durumunda sermaye akımlarının o ülkeden çıkabileceği görülmüştür (Göksu, 2015: 139-140).

Hardy ve Pazarcıbaşıoğlu'nun 1998'de yapmış oldukları çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere bankacılık krizlerinin öncü göstergelerini belirlemek için yaptıkları çalışmada çok sayıda makroekonomik değişken kullanılmıştır. 1999 yılında yaptıkları diğer çalışmada ise yurtdışı kaynaklı gelişmelerin kriz olasılığını artırdığını tespit etmişlerdir. Analiz sonucunda kredi miktarı, sermaye girişler ve faiz oranındaki artışın büyüme oranlarını azalttığı ve kriz olasılığını arttırabileceği görüşü ileri sürülmüştür. Bunun paralelinde Eichengreen ve Rose'un 1998 yılında yaptığı çalışmada gelişmekte olan piyasalarda bankacılık krizlerinde dış faktörlerin üstlendiği rol ön plana çıkarılmıştır. Çalışmada dünya büyüme oranları yavaşlama eğilimindeyken, dünya faiz oranlarının artış eğiliminde olması gelişmekte olan ülkelere kriz olma ihtimalini arttırmaktadır. Bankacılık krizini tetikleyen iç faktörler ülkenin ekonomik büyümesinin

yavaşlaması ve reel döviz kurunda aşırı değerlenme şeklinde öne çıkmaktadır. Yapılan çalışmalarda krizin belirleyicilerinin net bir belirleyici faktör olmadığı belirtilmiştir (Işık vd., 2004: 50; Arı ve Özkeskin, 2016: 47-48).

2007 yılında Von Hagen ve Ho tarafından yapılan çalışmada şiddetli durgunluk, yüksek enflasyon, bütçe açıklarının yüksek olması ve döviz kurlarının aşırı değerlenmesinin bankacılık krizlerinin yaşanma ihtimalini arttığı görülmüştür. Bankacılık krizine neden olan diğer bir değişkenin de açık mevduat sigorta sistemi olduğu tespit edilmiştir (Von Hagen ve Ho, 2007'den akt. Arı ve Özkeskin, 2016: 48).

Yılmaz ve Kaya (2007: 6-7), yaptıkları çalışmada para krizlerini logit model ve sinyal yaklaşımı yardımıyla öngörmeye çalışmışlardır. Kriz kukla değişkeni olarak Finansal Baskı Endeksi (FBE) oluşturmuşlardır. Bu endeks;

$$FBE = TL|\$ nominal döviz kuru \% değişimi + TL faiz oranı \% değişimi - et uluslararası rezervler \% değişimi \quad (4.22)$$

Kriz bağımlı değişkenin sıfır değeri mi yoksa bir değeri mi alacağı aşığıdaki eşik kriteri değerine göre oluşturulmuştur.

$$FBE \geq \mu + 1,5\sigma \rightarrow para krizi (pk)var, D = 1 \quad (4.23)$$

$$FBE < \mu + 1,5\sigma \rightarrow para krizi(pk)yok, D = 0 \quad (4.24)$$

Eichengreen (1996: 20-23) tarafından ileri sürülen “Spekülatif Baskı İndeksi (SPE)”, faiz oranı (FO), nominal döviz kuru (NDK) ve rezervlerdeki (RZV) ağırlıklı ortalama değişmelere göre oluşturulmaktadır. Bu endeks;

$$SPE = \frac{\left(\frac{\Delta NDK}{NDK}\right) - \mu_{NDK}}{\sigma_{NDK}} + \frac{\left(\frac{\Delta FO}{FO}\right) - \mu_{FO}}{\sigma_{FO}} - \frac{\left(\frac{\Delta RZV}{RZV}\right) - \mu_{RZV}}{\sigma_{RZV}} \quad (4.25)$$

şeklindedir. Kriz bağımlı değişkenin sıfır değeri mi yoksa bir değeri mi alacağı aşığıdaki eşik kriteri değerine göre oluşturulmuştur.

$$SPB_t \geq 1,5\sigma_{SPB} + \mu_{SPB} \rightarrow kriz var, Kriz = 1 \quad (4.26)$$

$$SPB_t < 1,5\sigma_{SPB} + \mu_{SPB} \rightarrow kriz yok, Kriz = 0 \quad (4.27)$$

Krizlerin öngörüsünde baskı endeksleri ile ilgili bilgiye Ural ve Acar Balaylar (2007: 52-54)'ın yaptığı çalışmadan ulaşılmıştır. Bankacılık sektörü kırılmalılık endeksleri Kibritçioğlu tarafından ileri sürülmüştür. Banka dış yükümlülüklerinin (B), özel sektöre verilen kredilerin (Ö), ve banka mevduatlarının standartlaştırılmış değerlerinin ortalamasına (M) göre oluşturulmuştur.

$$BSK = \frac{\frac{\ddot{O} - \mu_{\ddot{O}}}{\sigma_{\ddot{O}}} + \frac{B - \mu_B}{\sigma_B} + \frac{M - \mu_M}{\sigma_M}}{3} \quad (4.28)$$

İndeks yukarıdaki formül yardımıyla oluşturulmuştur. Bankacılık sektörü orta derecede kırılmalılık diyebilmemiz için indeks değerinin $-0,5 < BSK_t < 0$ arasında, bankacılık sektörü yüksek derecede kırılmalılık diyebilmemiz için indeks değerinin $BSK_t < -0,5$ 'den küçük değer alması gerekmektedir. Para piyasası dalgalanma indeksi (PPD), 1999 yılında Kaminsky ve Reinhart tarafından ileri sürülmüştür. R sembolü ile rezervler ve K sembolü ile nominal döviz kuru gösterilmiş ve ağırlıklı ortalamalarındaki değişmelere göre oluşturulmaktadır. Ağırlık, döviz kuru değişmeleri oranının standart sapmasının (óK), rezerv değişmeleri oranının standart sapmasına (óR) oranını göstermektedir.

$$PPD = \frac{\Delta K}{K} - \left[\frac{\sigma_K}{\sigma_R} * \frac{\Delta R}{R} \right] \quad (4.29)$$

Kriz bağımlı değişkenin sıfır değerini mi yoksa bir değerini mi alacağı aşağıdaki eşik kriteri değerine göre oluşturulmuştur.

$$PPDt \geq 2,5\sigma PkD + \mu PPD \rightarrow \text{kriz var, Kriz} = 1 \quad (4.30)$$

$$PPDt < 2,5\sigma PPD + \mu PPD \rightarrow \text{kriz yok, Kriz} = 0 \quad (4.31)$$

TCMB tarafından Aşırı Risk İndeksi (ARİ) oluşturulmuştur. İndeks, kur riski göstergesi olarak banka dış yükümlülüklerinin (YUK), likidite risk göstergesi olarak banka mevduatlarının (MEV), faiz riski göstergesi olarak banka menkul değerler cüzdanının (MDC) ve kredi risk göstergesi olarak özel sektöre verilen kredilerin (ÖSK) standartlaştırılmış değerlerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır

$$ARİ = \frac{\frac{\ddot{O}SK - \mu_{\ddot{O}SK}}{\sigma_{\ddot{O}SK}} + \frac{YUK - \mu_{YUK}}{\sigma_{YUK}} + \frac{MDC - \mu_{MDC}}{\sigma_{MDC}} + \frac{MEV - \mu_{MEV}}{\sigma_{MEV}}}{4} \quad (4.32)$$

şeklindedir. Kriz bağımlı değişkenin sıfır değeri mi yoksa bir değeri mi alacağı aşağıdaki eşik kriteri değerine göre oluşturulmuştur. İndeks değeri $-0,63 < ARİ_t < 0$ arasındaysa finansal piyasalar orta derecede kırılıgandır. İndeks değeri $ARİ_t \leq -0,63$ arasındaysa finansal piyasalar yüksek derecede kırılıgandır. TCMB aşırı risk indeksinde hesaplamasında yer alan özel sektöre verilen krediler hesaplamadan çıkartılarak yerine tasfiye alacaklardaki (TSF) değişimler eklenmiştir. Böylelikle Aşırı Risk İndeksi (ARİ2) yeniden türetilmiştir. İndeks hesaplamasında şu formül kullanılmaktadır:

$$ARİ2 = \frac{\frac{TSF - \mu_{TSF}}{\sigma_{TSF}} + \frac{YUK - \mu_{YUK}}{\sigma_{YUK}} + \frac{MDC - \mu_{MDC}}{\sigma_{MDC}} + \frac{MEV - \mu_{MEV}}{\sigma_{MEV}}}{4} \quad (4.33)$$

Kriz bağımlı değişkenin sıfır değeri mi yoksa bir değeri mi alacağı aşağıdaki eşik kriteri değerine göre oluşturulmuştur. İndeks değeri $-0,58 < ARİ2_T < 0$ arasında değer alırsa finansal piyasaların orta derecede kırılıgandır, indeks değeri $ARİ2_t \leq -0,58$ arasında değer alırsa finansal piyasaların yüksek derecede kırılıgandır olduğu anlaşılmaktadır.

4. VERİ SETİ VE YÖNTEM

4.1. VERİ SETİ

Çalışmada, 2002: Ocak-2015: Aralık dönemini kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Değişkenler Doğrudan Yabancı Yatırımlar (V_1), Portföy Yatırımları (V_2), Diğer Yatırımlar (V_3), Finansal Risk (V_4), Ekonomik Risk (V_5), Reel Efektif Döviz Kuru (V_6), İşsizlik Oranı (V_7), Uluslararası Rezervler (V_8), ICRG tarafından yayınlanan ülke riski göstergesi olarak yayınlanan ekonomik risk ve finansal risk modele dâhil edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar negatif değerler içerdiğinden analize ham halleri ile dahil edilmiştir. Modele dâhil edilen değişkenler;

V_1 =Doğrudan yabancı yatırımlar,

V_2 =Portfy yatırımlar,

V_3 =Diğer yatırımlar,

V_4 =Finansal risk,

V_5 =Ekonomik risk,

V_6 =Reel döviz kuru,

V_7 =İşsizlik oranı,

V_8 =toplam rezervler

Bağımlı ve bağımsız değişkenler iktisadi öncüleme özelliğine ve veri bulunabilirliğine bağlı olarak seçilmiştir. Döviz kuruna ayrı bir reelleştirme işlemi yapılmamıştır. Analizdeki bağımlı değişken iki değer alabilen nitel bir değişkendir ve bu değişkenin DYY, toplam rezervler, finansal risk, diğer yatırımlar, ekonomik risk, reel döviz kuru, işsizlik oranı gibi bağımsız değişkenlerle ilişkisinin tespiti hedeflenmektedir. Kriz, kukla değişkeni olarak MBÖNCÜ-SÜE (bileşik öncü göstergeler endeksi) belirlenmiştir. 2008 krizinin küresel bir kriz olması Türkiye'yi de etkilemiştir. Veri seti dikkate alındığında kriz dönemlerindeki oranlar göz önünde bulundurularak iktisadi faaliyetteki kısa dönem hareketler ve özellikle dönüş noktaları hakkında bilgi vermeyi amaçlayan bileşik öncü göstergeler endeksi, iktisadi faaliyetteki artış veya azalışlar hakkında bilgi verirken, artış veya azalışların büyüklüğüne dair bilgi vermemektedir. Endeksin 100 üzerinde (altında) olması iktisadi faaliyetlerin uzun dönem eğiliminin üzerinde (altında) olduğunu göstermektedir.

Bileşik endeksler ekonomiyi daha geniş bir bakış açısıyla tüm sektörleri temsil eden göstergelerden meydana getirilmektedir. Bu endeksler birey endekslere göre hatalarını azaltma, ortadan kaldırma özelliği taşımaktadır. Bileşik endeksler ekonominin dip ve tepe dönüş noktaları hakkında önceden bilgi vermektedir. Buna ek olarak ekonomide yaşanacak bir daralmanın veya genişlemenin haberini önceden vererek, ekonomik karar alıcıların gerekli tedbirleri almalarına olanak sağlamaktadır. Bileşik endeks oluşturma girişimlerinin fikir babası Burns ve Mitchell'in ABD'de Uluslararası Ekonomik Araştırma Bürosu'ndaki (NBER) çalışmaları olmuştur. Conference Board tarafından yapılan endeks dâhil edilebilecek gösterge seçiminde şunlara dikkat edilmektedir (Coşgun, 2017).

- Genel konjonktür devresine uygunluk,
- Öncü, eşanlı, geciken endeks olma durumuna göre tutarlı zamanlama,
- Konjonktür teorileriyle ekonomik anlamlılık,

- Güvenilir veri toplama sürecinden geçerek istatistiksel mükemmellik,
- Aylık hareketlerde durgunluk (aydan aya birbiriyle çakışan sinyaller vermemesi),
- Yayınlanma zamanlamasında birbiriyle ve referans seriyile uygunluk.

Diğer bir öncü kuruluş ise Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD)'dir. Endeks ilk olarak 1970'lerde oluşturulmuştur. Ekonomide kısa dönemli analizlere fırsat vermesi bu endeksi önemli bir araç haline getirmiştir. Uzun dönemde meydana gelen dalgalanmalar büyüme çevrimleri olarak ifade edilmektedir (Demirhan, 2014: 2-3).

2002 yılında da OECD ve TCMB ile ortak yürütülen çalışmada ekonomideki dalgalanmaları önceden tahmin edebilmek için bileşik öncü göstergeler endeksi (MBÖCÜ-SÜE) oluşturulmuştur. OECD'nin 2008 yılında devresel analiz ve bileşik öncü göstergeler sisteminde bazı değişiklikler uygulanması OECD tarafında açıklanan MBÖCÜ-SÜE ile TCMB tarafından yayınlanan MBÖCÜ-SÜE arasında farklılıklara neden olmuştur. Bu farklılıkların ortadan kaldırılması için 2014 yılında OECD sistemi ile uyumlu hale getirilmiştir. TCMB ve OECD'nin yayınladığı endeksler arasında yapılan uyumlaştırmayla Türkiye için yayınlanan bileşik öncü göstergeler endeksleri arasında tutarlılık sağlanmıştır. MBÖCÜ-SÜE'yi oluşturanlar şunlardır (Demirhan, 2014: 2-4);

- Elektrik üretim miktarı,
- Satış miktarı ile ağırlıklandırılmış hazine ihalesi faiz oranı,
- Ara malları ithalatı,
- TCMB iktisadi yönelim anketi-Mamul mal stok miktarı ile ilgili soru,
- TCMB iktisadi yönelim anketi- Toplam istihdam miktarı ile ilgili soru,
- TCMB iktisadi yönelim anketi- İç piyasadan alınan yeni siparişlerin miktarı ile ilgili soru,
- TCMB iktisadi yönelim anketi- İhracat piyasalarından alınan yeni sipariş miktarı ile ilgili soru.

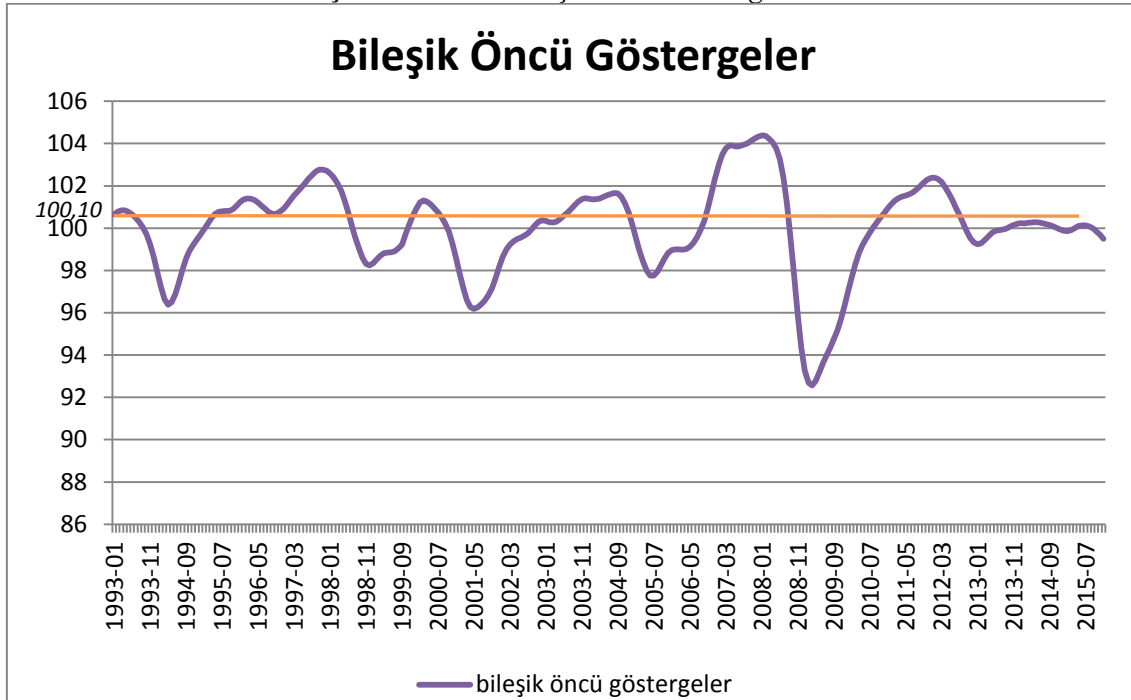
Krizlerin öngörüsünde bileşik öncü göstergeler endeksi oluşturma çalışmalarının yanında bu verilerden yararlanarak ileride yaşanacak herhangi bir resesyona yönelik somut bilgi elde etmek için akademik çalışmalar yapılmıştır. İlk olarak basit göz kararı

modeli olarak bilinen ve bileşik öncü göstergeler endeksinin 2 veya 3 ay düşmesi durumunda resesyona yaşanabileceği sinyallerini vermektedir. 1994 yılında Philip Klein ve Michael Niemira yaptıkları çalışmada basit göz kararı modeline bir eşik kriteri ilave etmişlerdir. Bileşik öncü göstergeler endeksindeki 2 veya 3 aylık düşmenin en az %1,3 olması yaklaşan resesyondan bahsedebilmek için gereklidir (Coşğun, 2017). Analize temel teşkil eden model ise Philip Klein ve Michael Niemira adlı iktisatçıların 1994’de yapmış olduğu ve finansal kriz öncesi dönemi kapsayan çalışmasıdır. TCMB tarafından yayınlanan bileşik öncü göstergeler endeksi analize kriz kukla değişkeni olarak dâhil edilmiştir. Şekil 3’te bileşik öncü göstergeler için serinin ortalaması alınarak bir eşik değeri belirlenmiştir. Eşik değerler,

$$MBÖNCÜ - SÜE = \begin{cases} MBÖNCÜ - SÜE < 100,10 ; 1 \text{ ise Kriz Var} \\ MBÖNCÜ - SÜE > 100,10 ; 0 \text{ ise Kriz Yok} \end{cases} \quad (4.34)$$

şeklinde tanımlanmıştır. Tezin amacına uygun olarak krizin bağımlı, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, finansal risk ve ekonomik riskin bağımlı değişken olarak modele dahil edilmiş ve sonrasında logit- probit analizi yapılmıştır ve sonuçlar yeterli düzeyde anlamlı çıkmadığı için modele açıklayıcı değişken olarak döviz kuru, işsizlik oranı ve rezervler dahil edilmiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar Strateji ve Bütçe Başkanlığı’ndan, uluslararası rezervler verisi TCMB’den, reel döviz kuru ve işsizlik oranı FRED’den elde edilmiştir.

Şekil 3. TCMB Bileşik Öncü Göstergeler



Bağımsız değişken olarak modele dâhil edilen ülke riski verileri ICRG'dan elde edilmiştir. Analizde değişkenlerin durağanlıklarını sınamak için E-views 9 programı, Probit model içinde StataMP13 (64bit) paket programından yararlanılmıştır.

4.2. YÖNTEM

Çalışmanın bu bölümünde uygulanan ekonometrik yöntemlerle Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, işsizlik oranı, döviz kuru ve uluslararası rezervler arasındaki ilişki incelenmiştir. Ekonometrik yöntem olarak zaman serisi yaklaşımı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesinden önce serilerin durağan olup olmadığına Augmented Dickey Fuller ve Phillips Perron birim kök testleriyle bakılmıştır. Sonrasında sermaye hareketlerinin, ülke riskinin ve makroekonomik değişkenlerin kriz olma olasılığı arasındaki ilişki Probit Analizi yardımı ile test edilmiştir. Bu tezde kullanılan model, kriz literatüründe yer alan, krizlerin öngörüsünü inceleyen çalışmalar (Şen, 2005; Ural ve Acar Balaylar, 2007; Yaşar Akçalı, 2014; Akkaya ve Kantar, 2018; Dibo ve Ulusoy, 2018; Bülbül, 2018) ve bunun yanında tez için oluşturulmuş olan teorik çerçeve değerlendirilerek kurulmuştur. Çalışmada ortaya konulan model ekonometrik analizin yapılış amacına uygun yani daha önceden belirtilen araştırma sorularını cevaplamaya yönelik oluşturulmuştur. Probit analizde kullanılacak model şu şekildedir:

$$D_0 = \beta_0 + \beta_1 V_1 + \beta_2 V_2 + \beta_3 V_3 + \beta_4 V_4 + \beta_5 V_5 + \beta_6 V_6 + \beta_7 V_7 + \beta_8 V_8 + u_i \quad (4.35)$$

$$D_1 = \beta_0 + \beta_1 V_1 + \beta_2 V_2 + \beta_3 V_3 + \beta_4 V_4 + \beta_5 V_5 + \beta_6 V_6 + \beta_7 V_7 + \beta_8 V_8 + u_i \quad (4.36)$$

D_0 kukla değişkeni krizin olmadığı durumu ifade ederken, D_1 kukla değişkeni ise krizin olduğu durumu ifade etmektedir.

5. UYGULAMA SONUÇLAR

5.1. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI

ADF birim kök testi sonuçlarına göre, V_2 , V_3 ve V_3 değişkenleri düzeyde durağan iken V_1 , V_5 , V_6 , V_7 ve V_8 değişkenlerinin birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir.

Tablo 22. ADF Birim Kök Test İstatistiği Sonuçları

DEĞİŞKENLER	ADF Test İstatistiği		KARAR
	Trendsiz	Trendli	
V ₁ Düzyey Birinci Farkı	I(1) -2,707689 -14,12285 ^{a,b,c}	I(1) -2,702402 -14,08592 ^{a,b,c}	I(1)
V ₂ Düzyey Birinci Farkı	I(0) -8,711372 ^{a,b,c} -9,691187 ^{a,b,c}	I(0) -8,826738 ^{a,b,c} -9,706646 ^{a,b,c}	I(0)
V ₃ Düzyey Birinci Farkı	I(0) -11,56220 ^{a,b,c} -16,36891 ^{a,b,c}	I(0) -11,87342 ^{a,b,c} -16,31817 ^{a,b,c}	I(0)
V ₄ Düzyey Birinci Farkı	I(0) -4,701750 ^{a,b,c} -14,59048 ^{a,b,c}	I(0) -4,993485 ^{a,b,c} -14,54423 ^{a,b,c}	I(0)
V ₅ Düzyey Birinci Farkı	I(1) -2,097482 -12,33040 ^{a,b,c}	I(1) -2,503112 -12,31731 ^{a,b,c}	I(1)
V ₆ Düzyey Birinci Farkı	I(1) -1,533264 -8,982573 ^{a,b,c}	I(1) -0,032022 -9,339545 ^{a,b,c}	I(1)
V ₇ Düzyey Birinci Farkı	I(1) 0,954402 -13,19509 ^{a,b,c}	I(1) -2,706751 -13,15479 ^{a,b,c}	I(1)
V ₈ Düzyey Birinci Farkı	I(1) -1,924855 -10,14785 ^{a,b,c}	I(1) -0,269239 -10,32820 ^{a,b,c}	I(1)

Dolayısıyla, V₂, V₃ ve V₄ değişkenleri I(0), V₁, V₅, V₆, V₇ ve V₈ değişkenleri ise I(1)'dir. Serilerin birim kök içerip içermediğine karar verilirken prob değerinin 0,05'ten küçük olması gerektiği kriteri göz önünde bulundurulmuştur.

Tablo 23'teki PP birim kök testi sonuçlarına göre, V₁, V₂, V₃ ve V₄ değişkenleri düzeyde durağan iken V₅, V₆, V₇ ve V₈ değişkenlerinin birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Dolayısıyla, V₁, V₂, V₃ ve V₃ değişkenleri I(0), V₅, V₆, V₇ ve V₈ değişkenleri ise I(1)'dir.

Tablo 23. PP Birim Kök Test İstatistiği Sonuçları

DEĞİŞKENLER	PP Test İstatistiği		KARAR
	Trendsiz	Trendli	
V₁ Düzyey Birinci Farkı	I(0) -11,34801 ^{a,b,c} -55,12329 ^{a,b,c}	I(0) -11,50817 ^{a,b,c} -57,08151 ^{a,b,c}	I(0)
V₂ Düzyey Birinci Farkı	I(0) -9,0080019 ^{a,b,c} -58,12329 ^{a,b,c}	I(0) -9,106579 ^{a,b,c} -60,80096 ^{a,b,c}	I(0)
V₃ Düzyey Birinci Farkı	I(0) -11,84511 ^{a,b,c} -99,39743 ^{a,b,c}	I(0) -12,04287 ^{a,b,c} -97,84911 ^{a,b,c}	I(0)
V₄ Düzyey Birinci Farkı	I(0) -4,717110 ^{a,b,c} -15,69647 ^{a,b,c}	I(0) -5,149769 ^{a,b,c} -15,64487 ^{a,b,c}	I(0)
V₅ Düzyey Birinci Farkı	I(1) -2,203024 -15,25018 ^{a,b,c}	I(1) -2,959560 -15,74711 ^{a,b,c}	I(1)
V₆ Düzyey Birinci Farkı	I(1) 1,576626 -9,180566 ^{a,b,c}	I(1) -0,127317 -9,322295 ^{a,b,c}	I(1)
V₇ Düzyey Birinci Farkı	I(1) -0,989301 -13,19496 ^{a,b,c}	I(1) -2,953388 -13,15651 ^{a,b,c}	I(1)
V₈ Düzyey Birinci Farkı	I(1) -1,1800945 -10,221557 ^{a,b,c}	I(1) -0,644484 -10,33674 ^{a,b,c}	I(1)

5.2. LOGİT ANALİZİ SONUÇLAR

Tablo 24'te ki Probit model sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımları, finansal risk, işsizlik oranı ve uluslararası rezerv değişkenleri istatistiksel olarak anlamsız sonuç vermiştir. Bunun yanında ekonomik risk ve reel döviz kuru değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı sonuç vermiştir. Bu tür modellerde Mc Fadden R2 değeri yeterli derecede sonuç vermiştir. Kurulmuş olan Probit modelin anlamlı olup olmadığına bakmak için $Probit > \chi^2 = 0,0020$ değerinin 0,05 kritik değerinden küçük olması gerekmektedir. Yani LR (p) $0,0020 < 0,05$ olması modelin anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Probit modelin tahmin edilmesinin ardından StataMP13 programında marjinal etkiler hesaplanmıştır.

Elde edilen marjinal etkilere göre; Tablo 25 yorumlandığında, her bağımsız değişkende ayrı ayrı olmak üzere doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, finansal risk, ekonomik risk, reel döviz kuru ve rezervlerde meydana gelen

%1'lik artış sırasıyla kriz olma olasılığını %0,0000126, %0,00209, %0,00131, %8,42691, %1,51356, %165,868, %0,00235 oranında artırmaktadır. İşsiz oranında meydana gelen %1'lik artış diğer değişkenden ayrı olarak kriz olma olasılığını %0,00000218 azaltmaktadır.

Tablo 24. Probit Analizi Sonuçları

Probit Model Tahminleri						
Loglikelihood=-90,107331			Probit >chi2=0,0020			
LR chi2(8)=24,39			Pseudo R2=0,1365			
KRİZ	Coef.	Std. Err.	Z	P>z	%95 coenf. İnterval	
V1	0,000000368	0,0000833	0,04	0,965	-0,0001596	0,000167
V2	0,000061	0,000056	1,09	0,274	0,0000488	0,0001708
V3	0,000038	0,0000433	0,88	0,379	0,0000467	0,0001228
V4	0,2455876	0,0918314	0,48	0,631	0,135876	0,2240964
V5	0,0441102	0,0637659	3,85	0,000	0,1206088	0,3705665
V6	4,833933	2,174923	2,22	0,026	0,5711625	9,096704
V7	-0,0000000636	0,0000000772	-0,82	0,410	0,000000215	0,0000000877
V8	0,0000684	0,0000445	1,54	0,125	-0,0000189	0,0001557
cons	-8,630992	2,106857	-4,10	0,000	-12,76036	-4,501628

Ancak Probit modelin marjinal etkilerinin sonuçlarına bakıldığında DYY'lar, ekonomik risk, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve toplam rezerv değişkenleri anlamsız olarak elde edilmiştir. Döviz kuru ve finansal risk değişkenlerinin anlamlı ve önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre; işsizlik oranının kriz olma olasılığının azalmasında en fazla paya sahip olduğunu, krizlerin olma olasılığının artmasında ise döviz kurunun etkili olduğunu söylememiz mümkündür.

Tablo 25. Probit Tahmini Sonrası Marjinal Etkiler

Probit Tahmini Sonrası Marjinal Etkiler							
Y=Pr(Kriz)(tahmin)							
=0,29150296							
B.lı Değ.	dy/dx	Std. Err.	Z	P>z	%95 coenf. İnterval		X
V1	0,000000126	0,00003	0,04	0,965	-0,000055	0,000057	-9,32335
V2	0,0000209	0,00002	1,09	0,276	0,000017	0,000059	-803,575
V3	0,0000131	0,00001	0,88	0,379	0,000016	0,000042	-1447,22
V4	0,0842691	0,02188	3,85	0,000	0,041385	0,127153	32,997
V5	0,0151356	0,03151	0,48	0,631	0,046623	0,76895	0,050898
V6	1,65868	0,74629	2,22	0,026	0,195984	3,12137	0,009254
V7	-0,0000000218	0,00000	-0,82	0,410	0,000000074	0,000000030	8094,09
V8	0,0000235	0,00002	1,54	0,125	0,00000065	0,000053	593,917

Tablo 26'daki Probit modelin sınıflandırma tablosunun yorumu şu şekildedir; duyarlılık ölçüsü yani gerçekte doğru iken bizim doğru bulma olasılığımız $\frac{22}{53} * 100 = \%41,51'$ dir.

Tablo 26. Probit Model Sınıflandırma Tablosu Sonuçları

CLASSIFIED	TRUE		TOPLAM
	D	~D	
+	22	7	29
-	31	107	138
TOPLAM	53	114	167
Sensitivity	Pr (+ D)	% 41,51	
Specificity	Pr (- ~ D)	% 93,86	
Positive predictive value	Pr (D +)	% 75,86	
Negative predictive value	Pr (~ D -)	% 77,54	
False + rate for true ~D	Pr (+ ~ D)	% 6,14	
False – rate for true D	Pr (- D)	% 58,49	
False + rate for classified +	Pr (~ D +)	% 24,14	
False - rate for classified -	Pr (D -)	% 22,46	
Correctly Classified	% 77,25		

Hassaslık ölçüsü (Pr (-|~D))yani gerçekte sıfır iken bizim sıfır bulduğumuz $\frac{107}{114} * 100 = \%93,86$ 'dır. Pozitif öngörme değeri (Pr(D|+)) yani gerçekte sıfır iken bizim sıfır bulduğumuz $\frac{22}{29} * 100 = \%75,86$ 'dır. Negatif öngörme değeri (Pr(D|-)) yani gerçekte sıfır iken bizim sıfır bulduğumuz $\frac{107}{138} * 100 = \%77,54$ 'dır. False +rate for true ~D, yanlış girilmeyen sıfır kodları yani doğru kodlanan sıfırlar $\frac{7}{114} * 100 = \%6,14$ 'dür. False – rate for true D, yanlış kodlanan 1'lerin toplamda kodlanan 1'lere oranı yani $\frac{31}{53} * 100 = \% 58,49$ 'tür. False + rate for classified +, doğru kodlanan 0'ların doğru kodlanan 1'lere oranı $\frac{7}{29} * 100 = \%24,14$ 'tür. False - rate for classified -, $\frac{31}{138} * 100 = \% 22,46$ 'dır. Modelin kriz olma olasılığını açıklamadaki başarısı $\frac{22+107}{167} * 100 = \% 77,25$ 'dir.

SONUÇ

1980’li yıllar itibariyle başlayan finansal serbestleşme ülkelerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmek için dış kaynaklara ihtiyaç duyması, kendi sermayelerini diğer ülkelerde daha karlı yatırımlara yönlendirmek istemeleri ve gelişmiş, gelişmekte olan ülkelerin aynı kanaatte olması bu sürece hız kazandırmıştır. Bu sürecin olumlu ve olumsuz birçok sonucu olmuştur. Bu etkiler akademik çalışmalarda geniş yer tutmaktadır.

Dünyada sermaye hareketleri serbestleştikten önce ve sonra birçok kriz yaşanmıştır. Yaşanan bu krizlerin tek nedeni olmamakla birlikte sorunun çıktığının ilk göstergeleri olarak 1929 krizinde borsada büyük çöküşün yaşanması, 1973 krizi petrol krizi, Latin Amerika Krizinde büyümeyi ve kalkınmayı planlayan ülkelerin dış borçlara uyum sağlayamamasıdır. ERM krizinde ülkelerin eşzamanlı hareket etmek ve bunu tek bir para birimi ile gerçekleştirme temeline dayanmaktadır. Ortak para biriminin, asimetrik şoklar ve spetülatif ataklar karşısında değerini koruyamamasından kaynaklanmaktadır. Dünya’da yaşanan bazı krizler ve türleri; 1994 Meksika krizi, 1998 Rusya krizi, 2008 Mortgage krizi ve 1997 Güney Doğu Asya krizi üçüncü nesil kriz olarak adlandırılan bankacılık krizi, 1995 Arjantin krizi para krizi, 2001 Arjantin krizi para ve bankacılık krizi şeklinde sıralanabilir. Türkiye’de yaşanan krizler ve türleri; 1994 krizi para krizi, Kasım 2000 krizi Şubat 2001 krizleri bankacılık krizleri şeklinde sıralanabilir.

Türkiye’de ve dünyada sermaye girişleri krizlerin nedeni olurken, sermaye çıkışları krizlerin sonucu olmaktadır. Bunun yanında kur, faiz, enflasyon, işsizlik, bankacılık sektöründen kaynaklanan sıkıntılar, yanlış politika uygulamaları ve makroekonomik değişkenlerdeki bozulmalarda krizlere neden olmaktadır. Ekonomi bir bütün olarak değerlendirildiğinden değişkenler birbirinden bağımsız düşünülemez.

Çalışmanın amacı Türkiye’de yaşanan krizlere doğrudan yabancı yatırımların ve ülke riskinin neden olup olmadığının araştırılmasıdır. DYY’ın, portföy yatırımları ve diğer yatırımlara göre uzun vadeli ve büyük hacimli olması gerçeğinden yola çıkılarak üçüncü bölümde; ticari dışa açıklık, işsizlik oranı, döviz kuru ve yolsuzluk algı endeksi verilerinin DYY’lar üzerindeki etkilerine ilişkin ön analiz yapılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda, Türkiye’ye yönelen doğrudan yabancı yatırımların belirlenen makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi, 1995-2017 dönemini kapsayan yıllık

verilerden yararlanılarak, zaman serilerine bağı olarak çoklu doğrusal regresyon analizi ile araştırılmıştır. Krizlerin nedenine ilişkin asıl modele dördüncü bölümde yer verilmiştir.

Çoklu doğrusal bağıntı analizinde LOGYLSK, LOGUNP ve sabit terim değişkeninin değeri ile karşılaştırıldığında bireysel olarak anlamsızdır. LOGDVKR ve LOGTDA değişkenleri bireysel olarak anlamlıdır. R-squared'in yorumu ise DYY'daki değişimin %79'luk kısmı LOGYLSK, LOGUNP, LOGDVKR ve LOGTDA tarafından açıklanmaktadır şeklinde yapılmaktadır. Analiz sonucunda kurulan çoklu doğrusal regresyon denkleminin katsayılarının yorumu şu şekilde yapılmaktadır. Her bir bağımsız değişken için ayrı ayrı olmak üzere döviz kurunda ve yolsuzluk algı endeksinde meydana gelen %1'lik artış DYY'ları sırasıyla %-0.0767 ve %-0.5252 oranında azaltırken, ticari dışa açıklık ve işsizlikte meydana gelen %1'lik artış DYY'ları sırasıyla %2.0511 ve %0.2224 oranında artırır. Sabit terimin diğer değişkenlerdeki değişmesi sıfır iken doğrudan yabancı yatırımların ortalama değeri -6.7880 birimdir.

Yapılan çalışmalara bakıldığında yapılan analizler farklı olsa da çalışmalardan elde edilen sonuçlar benzerlik göstermektedir. Bu çalışmalar şu şekilde sıralanabilir. Kar ve Tatlısöz (2008)'de dışa açıklık oranı ile doğrudan yabancı sermaye hareketleri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Döviz kuru ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Kızılkaya ve Ay (2016), Türkiye'de yolsuzluğun azalması doğrudan yabancı yatırımları arttırmaktadır. Başar (2004), yolsuzluk DYY'lar üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Aydoğuş vd. (2005), yolsuzlukla mücadele edilmesi DYY'ları attırıcı yönde etki edebilir. Turan Koyuncu (2010), DYY girişleri ticari dışa açıklıktan anlamlı derecede etkilenmektedir. Genç (2015), ticari dışa açıklık, doğrudan yabancı yatırım girişlerini pozitif etkilemektedir. Saraçoğlu vd. (2015), döviz kurunun sermaye hareketlerindeki değişimleri açıklamaktadır.

Dördüncü bölümde DYY'lar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, finansal risk, ekonomik risk, reel döviz kuru, işsizlik oranı ve toplam rezervlerin Türkiye'de yaşanan krizleri açıklayıcılığı araştırılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda, Türkiye'de yaşanan krizlerin seçilmiş makroekonomik değişkenler tarafından etkilenip etkilenmediği, 2002-2015 arasındaki döneme ilişkin aylık veriler kullanılarak, Probit analizi ile araştırılmıştır. Probit model sonuçlarına göre, DYY'lar, portföy yatırımları, diğer yatırımları, finansal risk, işsizlik oranı ve uluslararası rezerv değişkenleri

istatistiksel olarak anlamsızdır. Ekonomik risk ve reel döviz kuru değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı önemli olarak elde edilmiştir.

Değişkenlere ait marjinal etkiler yardımıyla krizlerin etkilenmelerinin derecesine de bakılmıştır. Elde edilen marjinal etkilere göre; doğrudan yabancı yatırımlarda, portföy yatırımlarında, diğer yatırımlarda, finansal riskte, ekonomik riskte, reel döviz kuru ve toplam rezervlerde ayrı ayrı meydana gelen %1'lik artış kriz olma olasılığını arttırmaktadır. Döviz kurunda ve işsizlik oranlarında ayrı ayrı meydana gelen %1'lik artış kriz olma olasılığını azaltmaktadır. Elde edilen marjinal etkilere göre; her bağımsız değişkende ayrı ayrı olmak üzere DYY, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, finansal risk, ekonomik risk, reel döviz kuru ve toplam rezervlerde meydana gelen %1'lik artış sırasıyla kriz olma olasılığını %0,0000126, %0,00209, %0,00131, %8,42691, %1,51356, %165,868, %0,00235 oranında arttırmaktadır. İşsiz oranında meydana gelen %1'lik artış diğer değişkenden ayrı olarak kriz olma olasılığını %0,00000218 azaltmaktadır.

Probit modelin marjinal etkilerinin sonuçlarına göre DYY'lar, ekonomik risk, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve toplam rezerv değişkenleri anlamsız kabul edilmektedir. Finansal risk ve döviz kuru değişkenleri ise anlamlı kabul edilmektedir.

Tahmin sonuçlarına göre; işsizlik oranının kriz olma olasılığını büyük oranda azaltırken, kriz olma olasılığını döviz kuru büyük oranda arttırmaktadır. Yapılan çalışmalara bakıldığında yapılan analizler farklı olsa da çalışmalardan elde edilen sonuçların bazıları sonuçlar bakımından farklılık gösterirken bazı çalışma sonuçları benzerlik göstermektedir. Bu çalışmalar şu şekilde sıralanabilir. Oktar ve Dalyancı (2010), bileşik öncü göstergelerin yükselmesi ve ABD dolar kurunun düşmesi finansal kriz olma olasılığını azaltmaktadır. Bu çalışma elde edilen sonuçlar bakımından farklılık göstermektedir. Cebeci (2012), döviz kuru artışı ekonomide şokların artmasında etkili olmamaktadır. İşsizlik oranı şokların azalmasında en fazla paya sahiptir. Arı ve Özkeskin (2016), aşırı değerli döviz kurunun bankacılık krizi olma olasılığını arttırdığı görülmüştür. Yapılan çalışmalarda görülmüştür ki krizlere neden olan kesin bir değişken veya eşik bir değer yoktur. Yapılan çalışmaların genel olarak krizlerin öncü göstergelerinin tahminine yöneliktir.

KAYNAKÇA

- Alantar, D. (2008). Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(81), 1-10.
- Ali Avcı, M. ve Altay, N. O. (2013). Finansal Krizlerin Sinyal Yaklaşımı İle Öngörülmesi: Türkiye, Arjantin, Tayland ve İngiltere İçin Bir Analiz. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (14), 47-58.
- Acar, Ş. B. (2013). *Risk Yönetimi ve Kontrol Faaliyetleri*, https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/08/risk_yonetimi_kontrol_faaliyetleri_safak_birol_acar.pdf, (Erişim Tarihi: 20.05.2020).
- Altıntaş, H. (2004). Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (22), 39-61.
- Akalın, U. S. (2009). Keynes ve Genel Teori Üzerine Kısa Bir Not. *Toplum ve Demokrasi*, 3 (6-7), i-vii.
- Akarçay, M. (2016). Kredi Temerrüt Swapları, Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri ve 2008 Küresel Krizi. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 1(1-2), 23-39.
- Akçay, S. (2006). Kurumsal Faktörlerin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Etkisi: Ampirik Bir Kanıt. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(2), 15-33.
- Akgüç, Ö. (2009). Kriz Nedenleri ve Çıkış Yolları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (42), 6-11.
- Akdeve, E. ve Karagöl, E. T. (2013). Geçmişten Günümüze Türkiye'de Teşvikler Ve Ülke Uygulamaları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (37), 329-350.
- Akdiş, M. (2001). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler. <http://www.geocities.ws/ceteristr2/makdis.htm>, (Erişim Tarihi: 20.07.2019).
- Akkaya, M. (2016). Türk Tahvillerinin CDS Primlerini Etkileyen İçsel Faktörlerin Analizi. *Maliye Finans Yazıları*, (107), 130-145.
- Aksoylu, E. ve Görmüş, Ş. (2018). Gelişmekte Olan Ülkelerde Ülke Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları: Asimetrik Nedensellik Yöntemi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 14(1), 15-33.
- Arı, T. (2007). *Irak, İran, ABD ve Petrol*, Alfa Basım Yayım: İstanbul.
- Arı, A. ve Özkeskin, N. (2016). Türkiye'de Bankacılık Krizlerinin Nedenleri: Ekonometrik Bir Yaklaşım. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 53(622), 45-60.
- Apak, S. (2002). Arjantin Ekonomik Krizi ve Türkiye. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (14), 41-47.
- Aslan, N., Terzi, N. ve Siampan, E. (2014). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(10), 15-32.
- Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye'de Serbestleşmenin Tasarruflar Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXIII(2), 75-89.
- Ay, A., Kızılkaya, O. ve Akar ve T. (2016). Gelişmekte Olan Ülkelerde Yolsuzluk ve Demokrasi'nin DYY Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir İnceleme. *Business and Economics Research Journal*, 7(3), 73-88.
- Ayaydın, H., Pala, F. ve Barut, A. (2016). Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 5(10), 66-75.
- Aydın, G. K., Hazar, A. ve Çütcü, İ. (2016). Kredi Temerrüt Takası İle Menkul Kıymet Borsaları Arasındaki İlişki: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Uygulamaları. *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 1-22.

- Aydoğuş, İ., Kutlu, E. ve Yıldırım, S. (2005). Yolsuzluk ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, VII(2), 1-21.
- Aytekin, İ. (2014). *Petrol Krizi Sonrasında Seçilmiş Dünya Ülkelerinin Ortadoğu Politikaları: Oyun Teorisi Uygulaması*. (Yüksek Lisans Tezi). Niğe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğe.
- Bağcı, E. (2006). Doğrudan Yabancı Yatırımların İşsizlik Üzerindeki Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Analiz. *İstanbul Üniversitesi 15. Ulusal İşletmecilik Kongresi*, 1-10.
- Bahçeci, A. S. (1997). *Ortodoks Ve Heteredoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri Ve 1994 Türkiye Deneyimi*. (Uzmanlık Tezi). Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ekonomik Modeller Daire Başkanlığı, Ankara.
- Balkanlı, A. O. (2002). Küresel Ekonomik Belirleyici Faktörleri Üzerine *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 13-26.
- Banco De Mexico, (2009). *Exchange Rate Regimes in Mexico since 1954*, file:///C:/Users/Q/Downloads/Documents/%7BA363683E-9B8D-C3A9-610C E2153 395E4B8%7D.pdf, (Erişim Tarihi: 18.08.2019).
- Başar, S. (2004). Yolsuzlukların Doğrudan Yabancı Yatırımlar(Dyy) Üzerine Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 19(222), 66-76.
- Bayar, Y. (2014). Euro Bölgesi Borç Krizi İle Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizinin Karşılaştırılmalı Analizi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(22), 211-231.
- Bayat, T. ve Tüfekçi, A. (2009). Türkiye’de ve Arjantin’de Yaşanan 2001 Ekonomik Krizlerinin ve Krizden Çıkış Yollarının Karşılaştırılmalı Analizi. *e-Journal of New World Sciences Academy*, 4(1), 72-91.
- Bayrak, M. ve Kanca, O. C. (2013). 2008 Yılı Küresel Finans Krizinin Türkiye’de Bazı Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi ve Uygulanan Maliye Politikalarının Cevabı. 28. *Türkiye Maliye Sempozyumu: Küresel Kriz ve Maliye Politikaları*, 84-110.
- BERİ, (2019a). *Publications*. <http://www.beri.com/Publications/BRS.aspx>, (Erişim Tarihi: 25.09.2019).
- BERİ, (2019b). *What We Do*. <http://www.beri.com/About-BERI/What-We-Do.aspx>, (Erişim Tarihi: 25.09.2019).
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Bezirci, M. (1998). *Ülke Riskinin Ölçülmesi ve Türkiye Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Bocutoğlu, E. ve Ekinci, A. (2009). Genel Teori, Küresel Kriz ve Yeniden Maliye Politikası. *Maliye Dergisi*, 156(1), 66-82.
- Bouchet, M. H., Clark, E. ve Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment A Guide to Global Investment Strategy*. England: Wiley Finance.
- Bülbül, H. (2018). *Finansal Kriz Modelleri Çerçevesinde Türkiye’nin Kriz Öngörü Modelinin Geliştirilmesi*. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Cebeci, İ. (2012). Krizleri İncelemede Kullanılan Nitel Tercih Modelleri: Türkiye İçin Bir Probit Model Uygulaması: (1988-2009), *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 62(1), 127-146.
- Cengiz, V. ve Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (15), 327-344.
- Çağlayan, E. ve Saçaklı, İ. (2006). Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Sıfır

- Frekansta Spektrum Tahmincisine Dayanan Birim Kök Testleri İle İncelenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 20(1), 121-137.
- Çalışkan, Ö. V. (2003), Uluslararası Finansal Krizler. *Ekonomik Yaklaşım Derneği*, 14(44-46), 225-240.
- Çakmur Yıldıztan, D. (2011). *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri Makro Ekonomik Verilerle*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Çam, A. V. (2010). *Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İMKB' ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*. (Doktora Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Çam, A. V. (2015). *Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama*, Almanya: Türkiye Alim Kitapları.
- Çepni, E. (2015). *Ekonomik ve Finansal Göstergeler Rehberi*, Ankara: Seçkin Yayınları.
- Çetin, M. ve Seker, F. (2013). Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve İhracat İlişkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Nedensellik Analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(1), 121-142.
- Çeviş, İ. 2004. Para Krizlerine Ampirik Yaklaşım, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Çiğdem Tufan, H. (2016). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler: Türkiye Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Niğde.
- Çinko, L. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXVI(1). 117-131.
- Çolak, Y. (2017). Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenleri ile Kredi Notları Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *International Journal of Economics*, 1(1), 61-74.
- Coşgun, Ö. (2017). *Ekonomik Gelişmelerin Öncü Göstergeler Yardımıyla Tahmini: Türkiye Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Van.
- Delice, G. (2002). Arjantin'de Finansal Reformlar Ve 2001 Krizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 3(2), 162-186.
- Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (20), 57-81.
- Demir, M. ve Sever, E. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(29), 214-239.
- Demirci, N. (2005). *Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.
- Demirgil, E. (2005). *Küreselleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi: Asya Krizi Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Dibo, M. ve Ulusoy, A. (2018). Türkiye'de 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Dış Borçlarla İlişkisinin Analizi. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi*, (15), 27-39.
- Doğan, B. ve Akçayır, Ö. (2016). Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 134-157.
- Durmuş, S. (2010). Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (5), 31-46.
- Ecevit, E. (2001). *Post-Keynesyen İktisadın Temel Önergeleri ve Diğer İktisadi Görüşlere Getirdiği Eleştiriler*. (Yüksek Lisans Tezi). Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2011). *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*.

- İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2014). *Ödemeler Dengesini Okumak*. 14 Ocak 2014, <http://www.mahfi-egilmez.com/2014/01/odemeler-dengesini-okumak.html?m=1>.
- EIU, (2019a). *Our History*. <https://economistgroupcareers.com/our-history/>, (Erişim Tarihi: 26.09.2019).
- EIU, (2019b). *Country Risk Service*. <https://www.eiu.com/handlers/publicDownload.ashx?mode=m&fi=risk-section/country-risk-service.pdf>, (Erişim Tarihi: 26.09.2019).
- EIU, (2019c). *Risk Briefing*. <https://www.eiu.com/handlers/publicDownload.ashx?mode=m&fi=risk-section/risk-briefing.pdf>, (Erişim Tarihi: 26.09.2019).
- Eichengreen, B., Rose, A. K. & Wyplosz, C. (1996). Contagious Currency Crises, *NBER Working Paper*, 5681.
- Emeç, H. (2001). Türkiye’de Bölgelerarası Tüketim Harcamaları Tobit Model Yaklaşımı. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(2), 61-73.
- Emir, M. ve Bank, S. (2009). Uluslararası Sermaye Akımları ve Risk İlişkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (41), 53 – 63.
- Erataş, F. ve Öztekin, D. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 57-64.
- Eren, F. M. (2010). *Ekonomik Krizler ve Kriz Göstergeleri:1990 Sonrası Dünyada Yaşanan Krizler ve Türkiye Karşılaştırması*. (Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Erden, L. ve Çağatay, O. (2011). Türkiye’de Cari İşlemler ve Sermaye Hesapları Arasındaki İlişki. *H.Ü. İktisat ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 29(2), 49-67.
- Erdil, T. B. (2008). *Finansal Türevler ve Kredi Temerrüt Swaplarının Teori ve Uygulamaları*. (Doktora Tezi). Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Erkan, N. (1997). *Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Erkan, M. ve Demircioğlu, M. Y. (2011). Türkiye’ye Verilen Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisinin Yıllar İtibariyle İncelenmesi. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(1), 209-239.
- Erkan, Ç., Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, M. V. (2012). Türkiye’nin Dış Borçlarının Analizi (1980-2012). *International Conference on Eurasian Economies*, 312-318.
- Euromoney, (2012). Euromoney Country Risk Methodology. <https://www.euromoney.com/article/b12kfxqyksh1h/euromoney-country-risk-methodology>, (Erişim Tarihi: 25.09.2019).
- Euromoney, (2019a). Euromoney Country Risk Methodology. <https://www.euromoney.com/country-risk/methodology#AboutUs>, (Erişim Tarihi: 25.09.2019).
- Euromoney, (2019b). *ECR Survey Results Q2 2019: China, Mexico, Turkey’s Wobbles Spotlight Risks*. <https://www.euromoney.com/article/b1g7nfgchrbrf8/ecr-survey-results-q2-2019-china-mexico-turkeys-wobbles-spotlight-risks>, (Erişim Tarihi: 25.09.2019).
- Evliyaoğlu, T. (2010). *2008 Krizi Sonrasın Yeniden Yapılanan Dünya Ekonomisi*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Fitch IBRA D&P, (2019). *Rating Definitions*. <https://www.fitchratings.com/site/definitions>, (Erişim Tarihi: 24.09.2019).
- Fidan, M. M. (2011). Kobi Kredi Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği. *Maliye ve Finans Yazıları*, (90), 41-57.
- Fontaine, P. (2012). *Europe in 12 Lessons*, Belgium: Europe Commission Directorate-General for Communication Publications.

- Genç, E. (2015). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği*. (Doktora Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Gerlach, S. ve Tillman, P. (2012). *Capital Flows: Where Do We Stand?. Exchange Rate Appreciation, Capital Flows and Excess Liquidity: Adjustment and Effectiveness of Policy Responses* (Ed: V. Pontines and R. Siregar), 3-33, Malaysia: Seacen Press.
- Gezikol, B. ve Tunahan, H. (2017). Algılanan Yolsuzluk İle Dış Ticaret ve Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişkinin Uluslararası Endeksler Bağlamında Ekonometrik Analizi. *The Journal of Research, Statistics, Econometrics and Management Information Systems*, 6(1), 117-132.
- Gögebakan, R. (2014). *Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri: Türkiye Ve Yunanistan Örneği*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gök, A., Yamak, T. ve Saygın, E. (2018). Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Yolsuzluk Üzerindeki Belirleyici Etkisi: MENA Bölgesi İçin Panel Veri Araştırması. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi (Prof. Dr. Harun Terzi Özel Sayısı)*, 287-302.
- Gökalp, M. F. ve Baydur C. M. (2004). Serbest Ticaret Politikasının Türkiye Deneyimi: Bir Başarı Öyküsü mü?. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(4), 60-83.
- Gökgöz, E. (2006). *Riske Maruz Değer (VaR) ve Portföy Optimizasyonu*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu(SPK).
- Görgülü, M. E. (2012). *Doğrudan Yabancı Yatırımların Gelişmekte Olan Ülkelerin Ekonomik Büyümelerine Etkileri: Panel Veri Analizi*. (Doktora Tezi), Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Görmüş, Ş. ve Aksoylu, E. (2017). Ülke Riskinin Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swaplarını Etkileyen Faktörler: Asimetrik Nedensellik Yöntemi. *Second International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS)*, 201-229.
- Göksu, G. (2015). *Türkiye’de Yaşanan Finansal Kriz Dönemlerinde Uluslararası Brüt Sermaye Hareketlerinin Analizi*. (Doktora Tezi). Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Gövdere, B. (2003). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği. *Dış Ticaret Dergisi*, 28, 1-11.
- Göze Kaya, D. ve Durgun Kaygısız, A. (2015). 2008 Küresel Krizi ve Sonrasında Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarına Genel Bir Bakış. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11(26), 171- 194.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 107-134.
- Günçavdı, Ö., B. Michael and M. Andrew (1999), The Response of Private Investment to Structural Adjustment-A Case Study of Turkey. *Journal of International Development*, 11(2), 221-239.
- Güntay, T. (2013). *Küresel Krizin Finansal Piyasalara Etkisi*. (Yüksek Lisans Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Gür, T. H. (2000). Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(2), 119-139.
- Gürış, S., Çağlayan Akay, E. ve Gürış, B. (2017). *EViews İle Temel Ekonometri*, İstanbul: Der Yayınları.

- Güvel, E. A. (1998). Türkiye Ekonomisinin Kısa Dönem Analizi (1987-1997): Makro Politikalar ve Ekonomik Dalgalanmalar Üzerine Ekonometrik Bir İnceleme. *Halle (Saale) : Universitäts- und Landesbibliothek Sachsen-Anhalt*, 8, 17-42.
- Hancı, G. (2013). *Kredi Temerrüt Takaslarının (CDS), Kriz Değişkenleriyle İlişkisi: PIGS Ülkeleri ve Türkiye Kapsamında Bir Araştırma*. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hiç, M. (2001). Ekonomik Kriz Anatomisi, Sonuçlar ve Alınacak Dersler. *Yeni Türkiye Dergisi*, 1(41), 518-523.
- ICRG, (2019a). *International Country Risk Guide*. <https://epub.prsgroup.com/products/international-country-risk-guide-icrg> (Erişim Tarihi: 01.09.2019)
- ICRG, (2019b). *International Country Risk Guide Methodology*. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> (Erişim Tarihi: 01.09.2019)
- ICRG, (2019c). <https://epub.prsgroup.com/products/icrg/international-country-riskguide-icrg#> (Erişim Tarihi: 01.09.2019).
- Institutional Investor, (2019a). *Careers*. <https://www.institutionalinvestor.com/Careers>, (Erişim Tarihi: 25.09.2019).
- Institutional Investor, (2019b). *Institutional Investor Definition*. <https://www.investopedia.com/terms/i/institutional-investor-index.asp>, (Erişim Tarihi: 25.09.2019)
- Işık, S., Duman, K. ve Korkmaz, A. (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması. *D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, 19(1), 45-69.
- İleri, H. (2004). Ülke Riski Analizi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 1(2), 155 – 124.
- İnan, A. (2002). Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi. *Bankacılar Dergisi*, (42).
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- İnsel, A. ve Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III-1999:IV. *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*, 2003/8.
- Kaminsky, G. L. & Reinhart C. (1999). Twin Crises: The Cause of Banking Balance Payments Problems. *American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Kar, M. ve Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *KMÜ İİBF Dergisi*, 2008(1), 436-458.
- Kara, F. (2006). *Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi*. (Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Karabıçak, M. (2002). Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Ortaya Çıkan Yönelim ve Tepkiler. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 7(1), 115-131.
- Karabıyık, L. ve Anbar, A. (2006). Kredi Temerrüt Swapları ve Kredi Temerrüt Swaplarının Fiyatlandırılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (31), 0-0.
- Karabulut, G. (2002). *Finansal Krizlerin Nedenleri*, İstanbul: Der Yayınları.
- Karaçor, Z. (2006). Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat) 2001 Krizinin Öğrettikleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (16), 379-391.
- Karadağ, A. (1995). *Ödemeler Dengesi Sorununa Parasalcı Yaklaşım ve Türkiye Örneği*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Karagöl, E. T. ve Mihçioğur, Ü. İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. *Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı*, Seta Rapor, No: 7, 1-36.
- Karagöz, K. (2007). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişimlerini Belirleyen Faktörler: 1970-2005. *Journal of Yaşar University*, 2(8), 929-948.

- Karagül, M. ve Masca, M. (2008). Uluslararası Sermaye Hareketleri, Kriz Etkisi ve Muhtemel Önlemler. *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Uluslararası Sempozyumu Bildirileri Kitabı, Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İİBF*, 341-361.
- Karış, Ç. Ve Ayla, D. (2018). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ticari Dışa Açıklık İlişkisinin Ekonometrik Analizi. *Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(16), 255-271.
- Kaya, H. P. (2019). Politik ve Finansal Riskin BIST İmalat Sektörünün Performansı Üzerindeki Etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 15(1), 30-45.
- Kaya, A., Güngör, B. ve Özçomak, M. S. (2014). Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk Midir? Borsa İstanbul Örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(1), 74-87.
- Kaya, V. ve Yılmaz, O. (2007). Para Krizleri Öngörüsünde Logit Model ve Sinyal Yaklaşımının Değeri: Türkiye Tecrübesi. *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tatışma Belgesi*, No: 2007/1.
- Kayarkaya, O. (2006). *1980 Sonrası Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Bu Krizlerin Getirdiği Bir Sonuç Olarak Banka Konsolidasyonları*. (Yüksek Lisans Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Kazaz, D. (2020). *Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyüme ve Karbon Emisyonu: Yeşil ve Kahverengi Alan Yatırımlarının Etkisinin Karşılaştırması*. (Yüksek Lisans Tezi). Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Edirne.
- Keskin, H. Ü. (2004). *Ekonomik Krizlerde Küresel Güçler: 2001 Türkiye Ekonomik Krizi*. (Yüksek Lisans Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Keskin, N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. (Doktora Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Keskin, Ş. (2020). *Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Belirleyicileri: Türk Finans Sektörü Üzerine Bir Uygulama*. (Yüksek Lisans Tezi). Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Zonguldak.
- Kılıcı, E. N. (2017). CDS Primleri İle Bir Ülkenin Ekonomik ve Finansal Değişkenleri Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği. *Global Journal of Economics and Business Studies*, 6(12), 145–154.
- Kıran, B. (2007). Türkiye’de Reel Döviz Kuru İle Kısa Vadeli ve Sermaye Hareketleri İlişkisi, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 22(1), 269-283.
- Kızılkaya, O. (2017). *Para Krizlerinin Tahmininde Logit-Probir Modelleri Ve Yapay Sinir Ağları: Türkiye Örneği*. (Doktora Tezi). İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Kibritçioğlu, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, 1(41), 174-182.
- Kont, B. (1998). *Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)*, (Ed: V. Serin), İstanbul: Alfa Basımevi.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Koyuncu, C. ve Çınar, İ. T. (2009). Ticari Dışa Açıklık ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İşgücü Verimliliğine Etkisi: 1980-2005 Türkiye Uygulaması. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 23(1), 309-326.
- Koyuncu, M. ve Şenses, F. (2004). Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri. *Çalışma ve Toplum*, 3, 11-52.

- Kök, R., Ekinci, R. ve Yalçınkaya, E. A. (2015). Ülke Riski Bileşenlerinin Bankacılık ve Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, 1993-2015. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19(2), 151-171.
- Kök, R., Ekinci, R. ve Yalçınkaya, E. A. (2017). Ülke Riski Bileşenlerinin Reel Sektör Üzerindeki Etkisi: Azerbaycan-Kazakistan-Rusya ve Türkiye Örneği. *Bilig*, (83), 281-302.
- Kula, F. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(2).
- Kunt, A. S. ve Taş, O. (2008). Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye'nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama. *İTÜ Dergisi*, 5(1), 78-89.
- Kuştepe, Y. ve Gülcan, Y. (2002). Türkiye'de Makroekonomik İstikrar ve Özelleştirme, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 2(2), 15-27.
- Kutlar, A. (2009). *Uygulamalı Ekonometri*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Kutlu, S. ve Horváth, L. (2017). Post Keynesyen Makro İktisadın Metodolojik Temelleri Üzerine Bir İnceleme. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(1), 95-129.
- Mangır, F. (2006). Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. (Doktora Tezi). *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (16), 459-472.
- Mangır, F. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: 2001-2006 Türkiye Örneği*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Minsky, Hyman P. (1995), Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism. *Hyman P. Minsky Archive*, Paper 69, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/69, (Erişim Tarihi: 12.07.2019).
- Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *NBER Working Paper Series 5600, National Bureau Of Economic Research*, 1-49.
- Moody's, (2019a). *Moody's Rating Symbols and Definitions*. <https://www.moody's.com/sites/products/productattachments/moodys%20rating%20symbols%20and%20definitions.pdf>, (Erişim Tarihi: 13.09.2019).
- Moody's, (2019b). *Moody's Corporation*. <https://www.moody's.com/Pages/atc.aspx>, (Erişim Tarihi: 13.09.2019).
- Moosa, I. ve Cardak B. A. (2006). The Determinants of Foreign Direct Investment. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(2), 199-211.
- Mut, R. (2010). *Ortadoğu'da Ekono2019bmi – Politik Bir Kırılma Noktası: 1973 Petrol Krizi*. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Ortadoğu Araştırmaları Enstitüsü, İstanbul.
- Noyan Yalman, İ. ve Koşaroğlu, Ş. M. (2017). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme Ve İşsizlik Üzerindeki Etkisi. *Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi*, 1(2), 191-205.
- Oğuz, E. (2005). *Bankacılık Krizleri, Yeniden Yapılandırma Programları ve Türk Bankacılık Sektörü*, İzmir: Esiad Yayınları.
- Okay, G. (2010). *Mortgage Sistemi Ve Mortgage Kredilerinin Gelişimini Etkileyen Faktörlerin Analizi: Türkiye Örneği*. (Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 29(2), 1-22.
- Onur, S. (2005). Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 127-152.

- Oral, İ. O. ve Yılmaz, C. (2017). Finansal ve Politik Risk Endeksinin BIST Sınai Endeksi Üzerindeki Etkisi, *Karadeniz Uluslararası Bilimsel Dergi*, 33(33), 192-202.
- Ordu, M. (2008). *Ödemeler Bilançosundaki Dengesizliklerin Ekonomik Gelişme Üzerine Olan Etkileri*. (Yüksek Lisans Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Öcal, F. M. ve Atay Polat, M. (2012). Küresel Düzeyde Sermaye Hareketlerini Etkilemede Tobin Vergisi: Türkiye Örneği, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 0(40), 67-94.
- Öniş, Z. (2002). *Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF'ye Karşılaştırılmalı Bir Bakış*. <https://slidex.tips/download/neo-lyberal-kresellemenyn-sinirlari-trkyye-aisindan-arjantyn-kryzy-ve-imf-ye-kar>, (Erişim Tarihi : 23.07.2019).
- Örnek, İ. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63(2), 199-217.
- Öz, S. (2009). *Büyük Bunalım Deneyimi Işığında Küresel Kriz*. https://eaf.ku.edu.tr/wp-content/uploads/2019/06/eaf_pn0903.pdf, (Erişim Tarihi: 13.09.2019).
- Özbay, P. (1997). Avrupa Para Birliği ve Euro. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Araştırma Genel Müdürlüğü*, Ankara.
- Özer, M. (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Özmen, E. ve Yalçın, C. (2007). Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye'de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu, TCMB, *Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, No: 07.
- Özmen, Ç. (2011). *Finansal Piyasaların Serbestleşmesinin Finansal Krizlere Etkileri ve Türkiye'deki Durum*. (Yüksek Lisans Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Öztürk, S. ve Saygın, S. (2017). 1973 Petrol Krizinin Ekonomiye Etkileri ve Stagflasyon Olgusu, *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12), 1-12.
- Peker, O. ve Göçer, İ. (2012). Yabancı Doğrudan Yatırımların Türkiye'deki İşsizliğe Etkisi: Sınır Testi Yaklaşımı. *Ege Akademik Bakış*, 10(4), 1187-1194.
- Rosier, B. (1991). *İktisadi Kriz Kuramları*, (N. Yentürk çev.). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Saraçoğlu, M., Kuzu, M. ve Kocaoğlu, F. (2015). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki Etkileşimlerin Küresel Ekonomi Politik Çerçevesinde Analiz. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 1(2), 75-110.
- Savaşman, S. A. (2010). *Kredi Türevlerinin Bankacılık Sektöründeki Kredi Riskine Etkisi Üzerine Bir Analiz*. (Yüksek Lisans Tezi). Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.
- Seyidoğlu, H. (2015). *Uluslararası İktisat Teori ve Politika ve Uygulama*, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Söylemez, A. O. ve Yılmaz, A. (2012). Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi - Büyüme İlişkisi. *MPRA*, 33(2), 47-66.
- Sözlerin Soyağacı, Çağdaş Türkçe'nin Etimolojik Sözlüğü, (b.t.). Mayıs 3, 2019, <https://www.nisanyansozluk.com/?k=kriz>.
- Susam, N. ve Bakkal, U. (2008). Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?, *Maliye Dergisi*, (155), 72-88.
- S&P, (2018). *S&P Global Rating Code of Conduct*. https://www.standardandpoors.com/en_US/delegate/getPDF;jsessionid=71B1516DBD1EC7F628E5FCD2C38ECC39?articleId=2001716&type=COMMENTS&subType=REGULATORY, (Erişim Tarihi: 11.09.2019).

- S&P, (2019c). *Our History*. <https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-histo>, (Erişim Tarihi: 11.09.2019).
- S&P, (2019a). *S&P Global Rating Definitions*. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, (Erişim Tarihi: 11.09.2019).
- S&P, (2019b). *Who We Are*. <https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-history>, (Erişim Tarihi: 12.09.2019).
- SPK, (2019). *Derecelendirme Kuruluşları Şirket İletişim Bilgileri*. <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/SirketIletisim/Index/dkdd>, (Erişim Tarihi: 29.09.2019).
- Şahbaz, A., Buluş, A., Kaleci, F. (2016). Dışa Açıklık, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Yoksulluk İlişkisi: Türkiye Örneği. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 15(4), 1106-1117.
- Şahin, L. (2016). Doğrudan Yabancı Yatırımların İstihdama Etkisinin Ampirik Analizi: SADC Ülkeleri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 103-118.
- Şen, H. Ve Aktan, C. C. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri, *Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, 2(42), 1225-1230.
- Şimşek, F. (2012). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkisinin Büyüme Bazlı Analizi (1980-2009)*. (Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Tarı, R. (2015). *Ekonometri*, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Taylor, M. P. & Sarno L. (1997). Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants. *The World Bank Economic Review*, 11(3), 451–70.
- Tezcanlı, M. V. (1994). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları.
- TCMB, (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/098cd40c-d8e3-4197-8e31-3a4d0a9fbda7/kuresel.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-098cd40c-d8e3-4197-8e31-3a4d0a9fbda7-m3fBaj9>, (Erişim Tarihi: 21.12.2006).
- TCMB, (2013). *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB, (2019a). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri*, www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+manu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/odemeler+dengesi+istatistikleri (16.06.2019).
- TCMB, (2019b). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri*. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9/BOPMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9-m5aW6Oz>, (Erişim Tarihi: 01.04.2019).
- Thanoon, M. A. ve Baharumshah, A. Z. (2005). Savings, Growth, and Foreign Capital in Malaysia, Emerging Markets in Financial Crisis: Capital Flows, Savings, Dept and Banking Reform (Aberdeen). 7-15.
- Turan Koyuncu, F. (2010). Türkiye’de Seçilmiş Makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Yapısal Var Analizi: 1990-2009 Dönemi, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), 55-62.
- Turan, Z. (2011). Finansal Piyasalar Ve Küreselleşme. *Mevduat Dergisi*, (162).
- Turgut, A. (2006-2007). Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler. *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, 20(4-5), 35-46.
- Togay, S. (1994). Post-Keynezyen Teoride Para Arzının İçselliği, *Ekonomik Yaklaşım*, 5(13), 47-66.

- Toprak, D. (2008). 5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun 24 Ocak 1980 Kararları Işığında Değerlendirilmesi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(2), 313-333.
- Toraman, C. ve Yürük, M. F. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri, *BEU. SBE. Dergisi*, 3(1), 127-154.
- Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, M. V. (2011). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye. *Akademik Bakış Dergisi*, (25), 1-24.
- Türe, H., Gökten, S. ve Başer, F. (2016). Politik Risk ve Ekonomik Gelişmişlik Arasındaki İlişkinin İncelenmesinde Kapsamlı Bir Yaklaşım. *İşletme Araştırmaları Dergisi (Journal of Business Research-Türk)*, 8(4), 187-201.
- Türe, H., Koçak, D. ve Doğan, S. (2016). Multimoora Yöntemi İle Ülke Riski Değerlendirmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(5), 824-844.
- TDK, (2019). *Türk Dil Kurumu Online Sözlük*. http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5ccc293a5bf162.40663702, (Erişim Tarihi: 03.05.2019).
- Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası, (2019). *Kredi Derecelendirme Notları*. http://www.kalkinma.com.tr/kredi-derecelendirme-notlari_27062019.aspx, (Erişim Tarihi: 13.09.2019).
- Ural, M. (2003). Finansal Krizler ve Türkiye. *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, 18(1), 11-28.
- Ural, M. ve Acar B. (2007). Bankacılık Sektöründe Yüksek Risk Alımı ve Baskı İndeksleri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44(509), 47-57.
- Uzunoğlu, S., Alkin, K. ve Gürlesel, C. F. (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları.
- Ülke Riski Etmenlerinin Yapay Sinir Ağları Kullanılarak Belirlenmesi: Türkiye Örneği*, (b.t). Eylül 30, 2019, <http://genderi.org/ulke-riski-etmenlerinin-yapay-sinir-aglari-kullanilarak-belirl.html>.
- Ünsal, M. E. (2013). *Makro İktisat*, Ankara: İmaj Yayınevi.
- Varlık, S. ve Varlık, N. (2015). Ülke Risk Primi Şokunun Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, *Bankacılar Dergisi*, (95), 3-16.
- Vergili, G., Öztürk, M. B. ve Balat, A. (2018). Türkiye'nin Ülke Kredi Notları İle Doğrudan Yabancı Yatırımları Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Standard&Poors Örneği, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(25), 629-637.
- Yapraklı, S. ve Güngör, B. (2007). Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 62(02), 199-218.
- YASED, (2019). *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2018 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu*. https://www.yased.org.tr/ReportFiles/2019/YASED_UDY_Yilsonu_Raporu_2018.pdf, (Erişim Tarihi: 17.04.2020).
- Yavaş, H. (2007). *1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri Ve Çözüm Önerileri*. (Yüksek Lisans Tezi). Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yavuz, S. ve Tokucu, E. (2006). Post Keynesyen İktisat ve Belirsizlik. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 21(1).
- Yay, T., Yay, G. G. ve Yılmaz, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.

- Yazıcı, M. (2007). *Bankalarda Kobi Kredilerini Değerlendirmeye İlişkin Bir Yaklaşım: Yapay Sinir Ağları*. (Doktora Tezi). Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yıldırım, E., Lopcu, K., Çakmaklı, S. ve Özkan, Ö. (2010). Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Bir Model: Türkiye Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 10(4), 1269-1277.
- Yıldırım, H. H, Yıldız, C.ve Aydemir, Ö. (2018). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye İçin Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016, *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(109), 9-30.
- Yılmaz, C. ve Meydan, C. (2019). Finansal ve Politik Risk İle Borsa İstanbul (Bist) Yabancı Yatırımcı İşlem Hacmi Arasındaki İlişki. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 647, 125-144.
- Yılmaz, H. H. ve Biçer, M. (2013). Ekonomik Kriz Sürecinde Alınan Ekonomik Tedbirlerin Meşruluğu/Kamuoyu Desteği: Yunanistan Örneği. 28. *Türkiye Maliye Sempozyumu: Küresel Kriz ve Maliye Politikaları: Tebliğler Kitabı, Tokat: Gazi Osmanpaşa Üniversitesi*, 34-61.
- Yücel, E. (2019). Doğrudan Yabancı Yatırımlara İlişkin Türk Mevzuatının Değerlendirilmesi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 18(71), 1467-1482
- Yüksel, Ö. (2011). *Makroekonomik Değişkenlere Dayalı Kredi Riski Modellemesi ve Stres Testi Analizi*. (Yüksek Lisans Tezi). TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Zübeyir, T. (2011). Dünyadaki Ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri Ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(1), 56-80.

ÖZGEÇMİŞ

Fatma ÇİÇEK, 1994 yılında Manisa'nın Akhisar ilçesinde doğdu. İlk ve orta öğrenimini tamamladıktan sonra eğitim hayatına Akhisar Anadolu Ticaret Meslek ve Ticaret Meslek Lisesi'nde devam etmiştir. 2014 yılında Dumlupınar Üniversitesi Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası Bölümünden ikincilikle mezun olmuştur. Yaz stajlarını T.C. Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve T.C. Ziraat Bankası'nda yapmıştır. 2017 yılında Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisat bölümünden mezun olmuştur. 2017-2018 eğitim öğretim yılında ise Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında yüksek lisans eğitimine başlamıştır.