

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**ÜLKE RİSKİNİN ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETİ ÜZERİNE
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS

Ayça BAYRAKDAR

ŞUBAT 2013

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

**ÜLKE RİSKİNİN ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETİ ÜZERİNE
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS

Ayça BAYRAKDAR

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mustafa EMİR

ŞUBAT 2013

TRABZON

ONAY

Ayça Bayrakdar tarafından hazırlanan “lke Riskinin Uluslararası Sermaye Hareketi zerine Etkileri: Türkiye rneği” adlı bu çalışma 29.03.2013 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda (Oybirliği/Oyçokluğu) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme/Finans (Anabilim/Bilim) dalında **yüksek lisans tezi** olarak kabul edilmiştir.

İmza

.....

Doç. Dr. Halil İbrahim BULUT (Başkan)

İmza

.....

Prof. Dr. Mustafa EMİR (Danışman)

İmza

.....

Prof. Dr. Harun TERZİ

Yukarıda imzaların, adı geçen oğretim üyelerine ait olduklarını onaylıyorum./..../.....

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içerisindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

İmza

Ayça BAYRAKDAR

18.02.2013

ÖNSÖZ

Bu çalışmada, ülke riski kavramı ele alınarak ülke riskinin kaynaklarını belirleyen faktörler üzerinde durulmuş ve ülke riskinin ölçülmesi konusuna yer verilmiştir. Ayrıca ülke riskinin uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki etkileri araştırılmaya çalışılmış ve Türkiye’de ülke riski ile ilgili olarak sermaye hareketliliği değerlendirilmiştir.

Bu çalışmanın hazırlanmasında bana destek olan ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Prof. Dr. Mustafa EMİR’e, bana emeği geçen değerli hocalarıma, eğitim hayatım boyunca maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen tüm aile bireylerime ve yanımda olan arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Ayça BAYRAKDAR

18.02.2013

İÇİNDEKİLER

| | |
|---------------------------|------|
| ÖNSÖZ | IV |
| İÇİNDEKİLER..... | V |
| ÖZET | IX |
| ABSTRACT | X |
| TABLolar LİSTESİ..... | XI |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | XII |
| KISALTMALAR LİSTESİ | XIII |
| | |
| GİRİŞ..... | 1-2 |

BİRİNCİ BÖLÜM

| | |
|--|-------------|
| 1. RİSK VE ÜLKE RİSKİ KAVRAMLARI..... | 3-13 |
| 1.1. Risk Kavramı..... | 3 |
| 1.2. Ülke Riski Kavramı | 4 |
| 1.2.1. Ülke Riskinin Tarihsel Süreci..... | 6 |
| 1.2.2. Ülke Riski ve Diğer Risk Kavramları..... | 9 |
| 1.2.3. Ülke Riskinin Sınıflandırılması | 10 |
| 1.2.3.1. Borcun Reddi ve Geri Ödeyememe | 11 |
| 1.2.3.2. Borcun Yeniden Müzakeresi..... | 12 |
| 1.2.3.3. Borcun Ertelenmesi veya Moratoryum..... | 12 |
| 1.2.3.4. Teknik Ödeyememe | 12 |
| 1.2.3.5. Transfer Olanaksızlığı..... | 12 |

İKİNCİ BÖLÜM

| | |
|--|--------------|
| 2. ÜLKE RİSKİ İLE İLGİLİ TEMEL BİLEŞENLER | 14-56 |
| 2.1. Ülke Risk Analizi ve Ülke Riskinin Belirleyen Faktörler | 14 |

| | |
|---|----|
| 2.1.1. Ülke Risk Analizinin Amacı..... | 14 |
| 2.1.2. Ülke Riskinin Belirlenmesi..... | 15 |
| 2.1.3. Ülke Riskini Belirleyen Faktörler..... | 15 |
| 2.1.3.1. Ekonomik ve Finansal Faktörler..... | 15 |
| 2.1.3.1.1. Ekonomik Faktörler..... | 15 |
| 2.1.3.1.1.1. Cari İşlemler/Ödeme Dengesi..... | 17 |
| 2.1.3.1.1.2. Borç Servis Oranı..... | 18 |
| 2.1.3.1.1.3. Uluslararası Rezervler..... | 19 |
| 2.1.3.1.1.4. Ekonomik Gelişme..... | 19 |
| 2.1.3.1.1.5. Enflasyon Oranı..... | 20 |
| 2.1.3.1.1.6. Para Arzındaki Büyüme..... | 21 |
| 2.1.3.1.1.7. Bütçe Açığı..... | 21 |
| 2.1.3.1.1.8. Gayri Safi Milli Hasıla GSMH..... | 21 |
| 2.1.3.1.1.9. Yurt içi Tasarruflar..... | 22 |
| 2.1.3.1.1.10. GSYİH'nın İhracatı Karşılama Oranı..... | 22 |
| 2.1.3.1.2. Finansal Faktörler..... | 22 |
| 2.1.3.1.2.1. Dış Borç Stoku / GSMH..... | 23 |
| 2.1.3.1.2.2. Dış Borç Stoku / İhracat..... | 23 |
| 2.1.3.1.2.3. Dış Borç Servisi / GSMH..... | 23 |
| 2.1.3.1.2.4. Dış Borç Servisi / İhracat..... | 24 |
| 2.1.3.1.2.5. Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku..... | 24 |
| 2.1.3.1.2.6. Yıllık Faiz Oranı..... | 25 |
| 2.1.3.1.2.7. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı..... | 25 |
| 2.1.3.1.2.8. Döviz Rezervlerinin İthalatı Karşılama Oranı..... | 25 |
| 2.1.3.2. Sosyo-Politik Faktörler..... | 26 |
| 2.1.3.2.1. Politik Risk Faktörleri..... | 26 |
| 2.1.3.2.2. Sosyal Faktörleri..... | 28 |
| 2.2. Ülke Riski ve Finansal Krizler..... | 29 |
| 2.2.1. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller..... | 31 |
| 2.2.2. Türkiye'de 1980 Sonrası Yaşanan Finansal Krizler ve Ülke Riskine Etkileri..... | 33 |
| 2.3. Ülke Riskinin Ölçülmesi..... | 38 |
| 2.3.1. Ülke Riski Ölçülmesinin Önemi..... | 38 |

| | |
|--|----|
| 2.3.2. Ülke Riski Ölçülürken Dikkate Alınan Etmenler | 43 |
| 2.3.3. Ülke Riskini Ölçmede Kullanılan Metotlar | 47 |
| 2.3.4. Ülke Riskini Ölçen Kurumlar | 48 |
| 2.3.4.1. Derecelendirme (Rating) Şirketleri | 48 |
| 2.3.4.2. Ülke Risk Ölçüm Kuruluşları | 55 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

| | |
|--|--------------|
| 3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ | 57-88 |
| 3.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanım ve Türleri | 57 |
| 3.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı | 57 |
| 3.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi | 59 |
| 3.1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri | 66 |
| 3.1.3.1. Özel Sermaye Hareketleri | 66 |
| 3.1.3.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar | 67 |
| 3.1.3.1.2. Portföy Yatırımları | 68 |
| 3.1.3.2. Diğer Sermaye Hareketleri | 70 |
| 3.1.3.3. Resmi Sermaye Hareketleri | 71 |
| 3.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler | 72 |
| 3.2.1. Makro-Ekonomik Faktörler | 72 |
| 3.2.1.1. Ödemeler Dengesi | 73 |
| 3.2.1.2. Enflasyon | 74 |
| 3.2.1.3. Döviz Kurları | 74 |
| 3.2.1.4. Faiz Oranları | 75 |
| 3.2.1.5. Ekonomik Büyüme | 75 |
| 3.2.1.6. Tasarruf ve Sermaye Açığı | 76 |
| 3.2.1.7. İstihdam Açığı | 76 |
| 3.2.2. Mikro-Ekonomik Faktörler | 77 |
| 3.2.3. Sosyal Faktörler | 78 |
| 3.2.4. Teknoloji Transferi | 79 |
| 3.2.5. Bilgi Açığı | 79 |
| 3.2.6. Vergi Açığı | 79 |

| | |
|--|---------------|
| 3.3. Ülke Riskinin Uluslararası Sermaye Hareketi Üzerindeki Etkileri | 80 |
| 3.3.1. Ekonomik Risk Faktörlerinin Etkisi | 80 |
| 3.3.2. Finansal Faktörlerin Etkisi | 83 |
| 3.3.3. Politik Faktörlerin Etkisi..... | 85 |
| 3.3.4. Sosyal ve Kültürel Nedenler | 86 |
| 3.4. 1992-2010 Döneminde Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri | 86 |
| | |
| SONUÇ | 88-93 |
| YARARLANILAN KAYNAKLAR | 94-103 |
| ÖZGEÇMİŞ | 104 |

ÖZET

Gelişen ekonomilerde küreselleşmeyle birlikte uygulanan mali ve ticari serbestleşme politikaları bu ülkelere uluslararası sermaye yatırımlarını artırmaktadır. Bu yatırımlar birçok gelişmekte olan ülkenin geçiş ve gelişim süreçlerinde önemli bir rol oynamaktadır. Uluslararası sermaye yatırımları yapılacak ülkedeki teşvik edici şartlar kadar, bu ülkelerin risk derecesi de bir o kadar etkilidir. Bu anlamda ülke riskini etkileyen ekonomik, finansal, sosyal ve politik faktörlerin, ayrıca faiz, kur, enflasyon ve sermaye piyasalarındaki dalgalanmaların sermaye hareketleri üzerindeki etkisi özellikle bu kararlarda oldukça önemlidir.

Bu çalışmada, ülke riski kavramı ele alınarak ülke riskinin kaynakları belirtilmiş, bu riski hangi kuruluşların ölçtüğü ve riskin ölçülmesi ile ilgili olarak kullanılan modellere yer verilmiştir. Ayrıca uluslararası anlamda ülke riskinin uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, ülke riskinin sermaye hareketlerini önemli ölçüde etkilediği yargısına varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Risk, Ülke Riski, Ülke Riskini Etkileyen Faktörler, Finansal Kriz, Uluslararası Sermaye Hareketleri

ABSTRACT

Globalization and continuing rapid financial as well as commercial liberalization policies have increased capital investments for the developing countries. These kinds of investments have crucial role in developing countries and especially in transition economies.

A foreign investment decision is affected by the country risks level as well as host government policy toward determining risk level of a country. There are several economic indicators such as interest rates, exchange rates, inflation rates and fluctuations in capital markets for foreign investors to determine risk level of a country.

In this study, the concept of risk has been analyzed regarding the sources of a country's risk, models and instructions measuring country's risk, and the effects of country's risk on the flows of international capital. The conclusion is that country's risks are fundamentally important for international capital flows.

Key Words: Risk, country risk, international capital flows, Turkey.

TABLolar LİSTESİ

| <u>Tablo Nr.</u> | <u>Tablonun Adı</u> | <u>Sayfa Nr.</u> |
|------------------|--|------------------|
| 1 | Ülke Riskini Belirleyen Önemli Ekonomik Değişkenler | 16 |
| 2 | Dünyadaki Başlıca Derecelendirme Şirketleri | 50 |
| 3 | Derecelendirmede Kredi Notları /Sembolleri, Anlamları | 51 |
| 4 | 1992- 2012 Yılları Arasında Türkiye'ye Verilen Bazı Kredi Notları | 52 |
| 5 | Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kullandıkları Kriterler ve Bu Kriterlerin Kredi Notuna Etkileri | 56 |
| 6 | 1992-2010 Döneminde Türkiye'de Uluslararası Sermaye Hareketleri... | 87 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| <u>Şekil Nr.</u> | <u>Şekil Adı</u> | <u>Sayfa Nr.</u> |
|------------------|------------------------|------------------|
| 1 | Finansal Krizler | 33 |

KISALTMALAR LİSTESİ

| | |
|--------|--|
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| AB | : Avrupa Birliği |
| AGÜ | : Az Gelişmiş Ülkeler |
| BDDK | : Bankacılık Düzenleme Ve Denetleme Kurulu |
| DPT | : Devlet Planlama Teşkilatı |
| DAC | : Kalkınma İçin Yardım Komitesi |
| GOÜ | : Gelişmekte Olan Ülkeler |
| GSYİH | : Gayri Safı Yurt İçi Hasıla |
| GSMH | : Gayri Safı Milli Hasıla |
| IMF | : Uluslararası Para Fonu |
| KİT | : Kamu İktisadi Teşebbüsü |
| NAFTA | : Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması |
| OPEC | : Petrol İhraç Eden Ülkeleri |
| OECD | : Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü |
| TCMB | : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası |
| TÜFE | : Tüketici Fiyat Endeksi |
| TEFE | : Toptan Eşya Fiyat Endeksi |
| UNCTAD | : Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı |
| EIU | : Economist Intelligence Unit |

GİRİŞ

Günümüzde uluslararası entegrasyonun sağlanmasında önemli boyutlara erişildiği bir dünyada ülkeler birbirleriyle sıkı bir ilişki içindedirler. Bu nedenle ülkeler arasındaki ekonomik ilişkinin devamı için sermayenin serbest bir şekilde dolaşması gerekmektedir. Sermayenin serbest bir şekilde dolaşması da ülkelerin birbirlerine yatırım yapmasıyla mümkündür.

Küresel ekonomik sistem dahilinde ülkelerin ekonomik faaliyetlerini devam ettirebilmek için ihtiyaç duydukları fonları yabancı ülkelere temin etmeleri onların ülke riski kredi notlarına bağlıdır. Menkul kıymet piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yabancılar tarafından alınacak yatırım kararları o ülkelerin ülke riski notlarına göre değerlendirilmektedir. Yatırım kararlarını önemli ölçüde etkileyen ülke riski ekonomik, sosyal ve politik faktörler dikkate alınarak belirlenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notu ülkelerin borç ödeme gücünü, ekonomik, politik istikrar durumunu gösterir.

Ülke riski faktöründen önemli derecede etkilenen uluslararası sermaye hareketleri, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri için, gelişmiş ekonomileri yakalamada önemli bir faktördür. Ülkeler günümüzde, yerel piyasalarının dünya piyasasının bir parçası olduğunun bilincinde hareket etmektedir. Bu durum, son yıllarda önemi artan küreselleşmenin de bir sonucudur. Küreselleşme ile uluslararası serbest ticaretin hacmi büyük ölçüde artmış ve bu artışa uluslararası sermaye hareketleri önemli ölçüde katkı sağlamıştır.

Günümüzde, gelişmekte olan ülkeler arasında uluslararası sermayeyi kendi ülkelerine çekmek için yoğun bir rekabet yaşamaktadır. Özellikle 1980 sonrası dünyadaki ekonomik liberalleşme akımları sonucunda, bu rekabet daha da artmıştır. Bu nedenle uluslararası sermayenin önündeki engeller hükümetler tarafından büyük ölçüde kaldırılmaya çalışılmaktadır. Ancak ülke riski kavramı bu engeller arasında en önemli faktördür.

Bu çalışmanın amacı ülke riski kavramını ve ölçülmesini inceleyerek ülke riskinin uluslararası sermaye hareketine ne tür etkileri olduğunu ortaya koymaktır.

Bir çok ülke için hesaplanan ülke riski kavramından sadece Türkiye için belirlenen ülke riski araştırmaya dahil edilmiştir. Bu risk hesaplanmasında sadece ülke riskinin uluslararası sermaye hareketi üzerine etkileri belirlenmiştir.

“Ülke riskinin uluslararası sermaye hareketi üzerindeki etkileri” adlı bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, risk ve ülke riski kavramı üzerinde durulmuş, ülke riskinin tarihi süreç içerisinde önem kazanma nedenleri irdelenmiş ve sınıflandırmaya tabi tutulmuştur.

İkinci bölümde, ülke riski analizi ve ülke riskini belirleyen faktörler, ülke riskinin önemi, ölçülmesi ve ölçmede kullanılan metotlar üzerinde ayrıntılı bir şekilde durulmuştur. Ayrıca bu bölümde finansal kriz konusu incelenmiş ve finansal krizin ülke riskine etkileri ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, uluslararası sermaye hareketi, uluslararası sermaye hareketini etkileyen faktörler ve ülke riskinin uluslararası sermaye hareketi üzerindeki etkileri kavramları incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.RİSK VE ÜLKE RİSKİ KAVRAMLARI

1.1.Risk Kavramı

Risk kavramı ile ilgili çeşitli tanımlamalar yapılmıştır. Genel anlamda risk, gelecekte ne olacağı hakkında bugünkü belirsizlik olarak tanımlanmaktadır¹.

Farklı bir tanımlamaya göre risk, gelecekte karşılaşılabilecek olan ve amaçların gerçekleştirilmesini engelleyebilecek tehditler/olumsuzluklar veya amaçlara ulaşmayı kolaylaştırabilecek fırsatlar olarak ifade edilmektedir². Bu tanım, riskle ilgili iki farklı boyutu ortaya koymaktadır. Bunlardan birincisi; “gelecekte olma ihtimali”, diğeri ise “fırsat veya tehdittir”.

Belirli bir durumda, tanımlanmış veya tanımlanmamış çok sayıda sorun söz konusu olabilmektedir. Ancak bu sorunlar mevcut bir durumun ifadesidir ve risk kapsamında değerlendirilmemektedir. Dolayısıyla risk, şu anda var olanlara değil gelecekte ortaya çıkma ihtimali olan durumlara işaret etmektedir. Bu farklılığın önemi, mevcut sorunlar için geliştirilecek çözümler ile risklere karşı üretilecek karşılıkların farklı yaklaşım ve yöntemleri gerekli kılmasından kaynaklanmaktadır.

Risk ile ilgili ikinci boyut olan fırsat veya tehdit ise, daha farklı bir durumu ifade etmektedir. Risk kelimesi yaygın olarak tehdit kelimesi ile aynı anlamda kullanılmaktadır. Ancak risk kavramı, aynı zamanda fırsatları da içermektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde risk, gelecekle ilgili kritik/hassas bir durumu ifade etmektedir. Bu durum şu şekilde açıklanabilmektedir: Gelecekte karşılaşılan bazı durumlar amaçlara ulaşmada engel olabilmekte ve bazı durumlar amaçlara ulaşmada yeni fırsatlar sunabilmekte ve kolaylaştırabilmektedir.

¹ Bryan Coyle, **Introduction to Currency Risk**, United Kingdom: Financial World Publishing, 2000, s.2

² Onur Derici, Zekeriya Tüysüz, Aydın Sarı, Kurumsal Risk Yönetimi ve Sayıştay Uygulaması, **Sayıştay Dergisi**, (65), <http://dergi.sayistay.gov.tr/icerik/der65m12.pdf> (25.03.2012).

Diğer bir tanımlamada risk, bir olayın ya da olaylar setinin ortaya çıkma olasılığıdır. Risk kelimesi çoğunlukla negatif ya da istenmeyen bir olayı ifade etmektedir³.

Risk en basit tanımıyla herhangi bir işleme ilişkin kaybın ortaya çıkması veya bir gider ya da zararın vuku bulması nedeniyle ekonomik faydanın azalması ihtimalini ifade etmektedir. Potansiyel sorun, tehlike veya kaybı gösteren bir kavramdır. Diğer taraftan, bir tehlikeye yol açabilecek bir olayın ortaya çıkma olasılığı, ayrıca idarenin kişilere verdiği zararların giderilmesini nesnel ölçülere dayandıran bir kuramdır⁴.

Yukarıdaki, tanımlamalardan anlaşıldığı gibi risk gelecekle ilgili tehditler ve fırsatlar olarak değerlendirilebilmektedir.

1.2. Ülke Riski Kavramı

Risk kavramında olduğu gibi ülke riski kavramını da farklı boyutlarda tanımlamak mümkündür.

Ülke riski çalışma konusu ile bağlantılı olarak şu şekilde tanımlanabilmektedir: Bir ülkenin belirli ölçüde kendi etkinliğindeki olaylar neticesiyle dış borç yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığıdır.⁵

Diğer şekilde ülke riski yabancı bir ülkedeki mevcut ekonomik, politik ve sosyal şartlardan kaynaklanan uluslararası borçlanmayla ilgili bir kavramdır⁶. Genel anlamda, politik ve sosyal risk unsurları ödeme yeteneğinden ziyade ülkenin ödeme isteksizliğinden kaynaklanmaktadır. Ekonomik riskin kaynağını ise borçlu ülkenin borç yükümlülüğünü yerine getirememesi nedeniyle doğabilecek zarar tehlikesi oluşturur.

Ülke riski ile ekonomik, sosyal ve politik göstergeler arasında olduğu gibi, verimlilik arasında da bir ilişkiden söz edilebilmektedir. Uluslararası piyasalarda işlem gören tahvillerin veriminin, tahvili çıkaran ülkenin kredi riskine göre değişmesi bunun bir

³ Faik Çelik, **Risk Yönetimi Genel Yaklaşımı ve Bankacılık Uygulamaları**, Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002, s.3.

⁴ Şenol, Babuşçu, **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi**, Ankara: Akademi Yayıncılık, 2005, s.3

⁵ Mustafa Cem Kırankabeş, "Ülke Riski Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi", **Mevzuat Dergisi**, 102, s.24.

⁶ Michael Melvin and Don Schlagenhauf, "A Country Risk Index: Econometric Formulation and an Application to Mexico", **Economic Inquiry**, 23(4), 1985, s.601.

göstergesidir. Bu değişme genel olarak, tahvil veriminin ülke riski puanı düştükçe azalma eğilimi göstermesi şeklindedir.

Ülke riski ile ilgili yapılan bu tanımlamalarda görülmektedir ki, bu anlamda gerçekleştirilecek yatırımlar ülke riskinden önemli ölçüde etkilenmektedir.

Dolayısıyla ülke riski ile ilgili olarak, yatırımcılar, hem doğrudan hem de dolaylı olarak bir ülke ekonomisinin ekonomik, politik ve finansal durumundan etkilenmektedirler. Ekonomik, politik, finansal ve benzeri çevresel faktörlerin değişkenliğinden kaynaklanan ve bütün ekonomik birimleri aynı yönde fakat değişik derecede etkileyen bu sistematik riskler, yatırım aracı sayısının artırılıp azaltılması veya çeşitlendirilmesi ile değiştirilememekte ya da ortadan kaldırılamamaktadır⁷.

Ülke riski, bir ülkedeki kredi yükümlüleri ya da o ülkeye yapılan yatırımlar açısından önemli etkiler yaratabilecek şekilde ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal koşullarıyla bağlantılı tüm riskleri içermektedir. Bu riskler bir ülkenin ilişkide olduğu diğer ülkelerle birlikte ülkedeki diğer bütün finansal kurumların performansına zarar vermektedir.

Yatırımcılar karlılıklarını sürdürmek için finansal piyasalardaki globalleşmeyi ve risklerin bir ülkeden diğerine ya da bölgesel bazda yayılma etkisini dikkate almak durumundadırlar. Bu açıdan ülke riski ekonomik, finansal ve politik risk alt başlıklarına ait değişkenler dikkate alınarak belirlenmektedir. Bu kapsamda ekonomik risk, bir ülkenin ekonomik güçlerini ve zayıflıklarını değerlendirme imkanı sunmaktadır. Bu risk türü, kişi başına Gayri safi yurt içi hasıla(GSYİH), reel GSYİH' deki yıllık büyüme, enflasyon oranı, bütçe dengesi/GSYİH ve cari hesap/GSYİH gibi makro ekonomik değişkenler göz önüne alınarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan finansal risk primi, bir ülkenin yurtdışı resmi, ticari ve finansal borcunu ödeyebilme kabiliyetini değerlendirme imkanı sunmaktadır. Finansal risk, dış borç/GSYİH, dış borç servisi/ihracat gibi dış borç göstergeleri, ithalata ödenen net likidite ve döviz kuru istikrarı gibi makro değişkenleri içermektedir. Politik risk ise, ev sahibi ülkenin politik durumunun birçok makro değişken kapsamında ölçümünü sağlar. Bu kapsamda politik risk, hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluklar, askeri kanadın siyasete

⁷ Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul: Beta Yayınevi, 1991, s.104

müdahalesi, dini ve etnik gerginlikler, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verebilirlik, bürokrasinin kalitesi değişkenleri göz önüne alınarak değerlendirilmektedir⁸.

Ülke riski kavramı ayrıntılı olarak değerlendirilmiş, bu anlamda faydalanılan faktörler göz önünde bulundurulmuş ve sonuç olarak yatırım kararı verilirken ülke riskinin boyutları ayrıntılı bir şekilde değerlendirilmiştir.

1.2.1. Ülke Riskinin Tarihsel Süreci

Ülke riski analizinin tarihçesi incelendiğinde bu uygulama ülkeler arası borç verme işlemlerinin ilk örneklerine kadar uzanmaktadır. Ülkelerin borçlarının temerrüde düşmesinin ilk örnekleri Doğu Akdeniz ülkelerinin M.Ö. 4.yy' da borçlanmalarında yaşanmıştır⁹.

14.yy' da yatırımcılar, borçlu ülkenin finansal durumu hakkında yetersiz bilgi veya borç alan ülkenin borcunu geri ödeme istekliliği veya yeteneğinin yetersiz değerlendirilmesi nedeniyle birçok zarara uğramıştır. Genellikle o dönemin koşulları dikkate alındığında, ülkenin geri ödemedeki yetersizliği yanlış mali yönetim, verimsiz hasat, yeni savaşla ilgili verimsiz harcamalar gibi belirli ülke faktörlerinin bileşiminden kaynaklanmaktadır. Diğer dönemlerde ise dünya genelinde gerçekleşen ihraç piyasalarındaki düşük artış, ticaret hadlerindeki azalma veya spekülatif borç hareketleri ülke riski faktörüne etki etmiştir. Bu anlamda bir ülkenin borcunu geri ödemedeki isteksizliği sözleşmedeki şartlara uyulmamasından sonuçlanan bu ekonomik olaylarla ilişkilendirilebilmektedir. Ayrıca yurtiçi veya bölgesel politik istikrarsızlık ülkenin borcunu ödemedeki isteksizliğinin diğer tehlikeleridir¹⁰.

Önceki yüzyıllarda dış borçlarla ilgili risk analizleri günümüzdeki kadar bilimsel değildi. Ülke riski analizleri uzmanlar yerine başka kurumlar tarafından yapılıyordu. Bu durum, uluslararası şirketlerde uluslararası risk bölümlerinin kurulması ile birlikte uluslar arası borç verme akımının yaşandığı 20.yy sonlarına kadar devam etti.

⁸ M.Kabir Hassan, N.C Maroney, H.M. El-Sady, A. Telfah, "Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in The Middle East and Africa", **Economic Systems**, 27, 2003, s.63.

⁹ H.J.Bitterman, **The Refunding of International Debt**, Durham: Duke University Press, 1973, s.12.

¹⁰ Ronald L. Solberg, **Country Risk Analysis A Handbook**, London and New York: Routledge, 1992, s.10-11

Uluslararası borç veren bankaların ilk olarak karşılaştıkları risk transfer riskiydi. Dolayısıyla 1950’li yıllarda Euro-Dolar piyasasının gelişmeye başlaması ile birlikte birçok ülkelerden şirketler kredi kullanmak için Euro-Dolar piyasalarına başvurmaya başlamıştır. Bu noktada kredilerin uluslararası boyut kazanmasını takiben, dış borç veren bankalar, kredi verdikleri şirketin yerleşik bulunduğu ülke hükümetlerinin kambiyo rejimini sıkılaştırması sonucu faiz ve anapara ödemelerinin transfer edilememesi riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Ülke riski bu açıdan değerlendirildiğinde yukarıda bahsedilen transfer riski olarak kabul edilebilmektedir.

Ülke riski, 1960 ve 1970’li yıllarda çokuluslu şirketlerin karşı karşıya kaldıkları ülke riskleri (kamulaştırma, haciz, kar transferlerini engelleme vb.) ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin incelenmesiyle literatüre girmiştir.

1960’ların ortalarından itibaren az gelişmiş ülke hükümetlerinin borç almak için Euro-Dolar piyasalarına başvurmaya başlamasıyla işin içine hükümet garantileri girmiş ve borç verenler açısından transfer riski bu yönüyle ortadan kalkmıştır. Ancak bu aşamada da borçlu ülke hükümetlerinin anapara ve faiz ödemeleri için gerekli miktarlarda konvertibl döviz kazanamamaları sorunu ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda borçlu ülkelerin ekonomik durumlarındaki bozulmalar borç verenleri riske sokmaya başlamış ve hükümlerlik riski (devletin ödeme zorluğuna düşme riski) uluslararası kredi veren kurumlar açısından önem kazanmaya başlamıştır. Bazı kurumlar ortaya çıkan bu yeni riski değerlendirmek amacıyla yeni teknikler ararken, dış yatırım tecrübesine sahip çokuluslu şirketlerin uyguladıkları metotlara yönelmişler ve bu riski ifade ederken onların kullandıkları ‘politik risk’ terimini de kullanmaya başlamışlardır¹¹.

Gelişen süreçte uluslararası bankaların az gelişmiş ülkelerde yerleşik şirketlere hükümet garantisi olmaksızın borç vermeye başlamalarıyla politik risk terimi bankalar açısından var olan riski anlatmakta yetersiz kalmıştır. Çünkü uluslararası bankalar borç verdikleri ülkenin borçlarına hizmet kapasitelerini değerlendirirken, çokuluslu şirketlerin aksine politik risk faktörlerinin yanı sıra sosyal ve ekonomik faktörleri de göz önüne almak zorunluluğuyla karşı karşıya kalmışlardır. Bunların sonucunda 1970’lerde ülke riski kavramı finansal literatürde bugünkü şekliyle yerini almıştır. Dolayısıyla kavram 1970’lerden sonra daha geniş bir yelpazede incelenmiştir.

¹¹ Krishan G.Saini, Philip S. Bates, (1984), "A Survey of the Quantitative Approaches to Country Risk Analysis," **Journal of Banking and Finance**, 8(2), 1984, s.341.

1980'li yıllarda birçok gelişmekte olan ülke, borç krizleri ile karşı karşıya kalmıştır. Krizlerin ortaya çıkmasında ülke riskinin önemli bir faktör olduğunun belirlenmesi ile birlikte ülke riski literatürde yoğun bir şekilde incelenmeye başlanmıştır. Bu dönemde borç krizleri ile birlikte, çeşitli ülke riski analizleri yapılmaya başlanmıştır. Bu kapsamda borçlarla ülke riski arasındaki ilişki araştırma konusu olarak değerlendirilmiştir¹².

1990'lı yıllarda ise 1994 Meksika, 1997 Asya, 1999-2002 Latin Amerika finansal krizleriyle birlikte, ülke riski literatürde üçüncü evrimini yaşamış ve finansal krizlerde erken uyarı değişkeni olarak ele alınmaya başlanmıştır. Ayrıca, 1980 ve 1990'lı yıllarda başta ABD olmak üzere pek çok Avrupa ülkesinde ve Japonya'da hisse senedi fiyatlarında umulmadık bir dalgalanma görülmüştür. Birçok araştırmacı bu dalgalanmaların ülke riskinden kaynaklanabileceğini ifade etmiştir¹³.

Diğer taraftan, 1980 ve 1990'lı yıllarda uluslararası mali piyasalarda yaşanan değişim süreci, bir taraftan karmaşık ve değişken işlemler ortaya çıkararak piyasalarda belirsizliği artırmış öte yandan dinamik ve rekabetçi finans sektöründeki piyasa katılımcılarının eskisinden daha büyük risklerle karşı karşıya kalmasına neden olmuştur. Bu değişim ve risk artışlarında etkin olan faktörler; uluslararası piyasaların küreselleşmesi, uluslararası piyasaların giderek daha da değişken olması ve karmaşık yapıya yeni yatırım alternatiflerinin ortaya çıkmasıdır. Bu faktörler, ülke risklerinin artmasında önemli rol oynamışlardır¹⁴.

Bu gelişmeler ise, ekonomik, finansal ve politik risk gibi makro ekonomik değişkenlerden oluşan endekslerle hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye yönelik çalışmaların artmasına neden olmuştur.

Sonuç olarak dünya genelinde yaşanan ekonomik, politik ve finansal olaylar ülke riski kavramının her dönem daha farklı ve artan oranda algılanmasına ve değerlendirilmesine neden olmuştur.

¹² Saini ve Bates, a.g.m., s.345

¹³ Hassan vd., a.g.e., s.63

¹⁴ David Beim, Charles Calomiris, **Emerging Financial Markets**, New York: McGraw Hill, 2001, s.344-345

1.2.2. Ülke Riski ve Diğer Risk Kavramları

Ülke riski kavramı ile ilgili bir kavram kargaşası yaşanmaktadır. Söz konusu kavram genel anlamı ile transfer risk, ticari risk ve politik risk gibi sözcükler ile birlikte veya onların yerine kullanılmaktadır. Durumu açıklığa kavuşturmak için diğer risk türlerinin tanımı gerekmektedir.

Hükümlanlık riski ülke riskinden daha geniş bir kavramdır. Bu risk, bir devletin hükümetine verilen kredilerin geri ödenmesinin taşıdığı belirsizlikle ilgili bir risktir. Farklı bir tanımlamaya göre, hükümetin milli politika veya devletin yapısındaki bir değişiklik nedeniyle mevcut borçlarını geri ödememesi olasılığını içermektedir. Özellikle Afrika ülkeleri açısından hükümlanlık riski oldukça yüksek düzeydedir¹⁵.

Transfer riski, belli bir ülkenin kendi ekonomik politikalarının bir parçası olarak yabancı yatırımcılarına ya da kreditorlerine sermaye, kar payı, faiz ödemeleri gibi haklarına getirebileceği kısıtlama riskidir¹⁶.

Ticari risk, işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan ve bu faaliyetlerle birlikte yönetimde alınan kararlar sonucunda karşılaşılan risklerdir.

Politik risk ise, ülkeye verilen krediyi geri alma konusunda yalnızca politik nedenlerden dolayı o ülke tarafından sınırlandırılmasıyla kreditorün maruz kaldığı risktir. Farklı bir tanımlamaya göre politik risk, *“her türlü siyasi olaydan dolayı (terör, ihtilal, devalüasyon, ithalat ve gümrük kontrolleri gibi) yerleşik ülkede veya ülke dışındaki uluslararası işletme işlemlerindeki aktif veya kar potansiyellerinin kaybolma ihtimalidir”*¹⁷.

Yukarıda yapılan risk tanımlamalarından farklı olarak ülke riski, bir ülkenin borçlarını ödeyememe ya da ödemedeki isteksizliğinin olasılığıdır. Diğer bir tanıma göre ülke riski, en azından bir derecede borçlu ülke hükümetinin kontrolü altında olan fakat kesinlikle özel veya bireysel girişimin altında olmayan olayların sebep olduğu sınır ötesi borç verme ilişkilerinde bir zarara maruz kalmadır. Bu tanım birkaç hususta önemlidir. İlk olarak ülke riski burada yalnızca sınır ötesi borçlanmalarla ilgilidir. ‘İçsel risk’ yani ulusal

¹⁵ Ömer Veysi Çalışkan, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kuruluşları**, http://web.sakarya.edu.tr/~adurmus/kredi_derecelendirme/4104uygulamali%20calisma.pdf (04.03. 2012).

¹⁶ Çalışkan, a.g.e.

¹⁷ Mustafa Yıldırım, “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Finansal Risk Unsurlarına Bağımlılığının Analizi: Uluslararası Karşılaştırmalar”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 11(2), 2010, s.7

para cinsinden yapılan borçlar bu tanımın dışındadır. İkinci olarak bir ülkedeki tüm borçlanmalar (kamu, özel veya bireysel olup olmaksızın) ülke riskine açıktır. Bu yüzden ülke riski bağımsız bir ülke hükümetine verilen borcun riski olan hükümlanlık riskinden (sovereign risk) daha geniş bir kavramdır. Üçüncü olarak en azından bir dereceye kadar yalnızca hükümetin kontrolü altında olan olaylar ülke riskinin gerçekleşmesine yol açabilmektedir. Örneğin, eğer iflas durumu hükümetin ekonomi yönetiminin hatasından sonuçlanmışsa iflas nedeniyle borç ödeyememe durumuna düşme ülke riskidir; eğer bir firmanın hatasından kaynaklanmışsa bu risk ticari risktir¹⁸.

Diğer taraftan, ülke riski ile kredi değeri değeri arasındaki ilişkide ise, aynı olaya iki değişik tarafın alacaklı ve borçlunun bakışının ötesinde bir farklılık söz konusu değildir. Ülke riski, politik ve ekonomik gelişmeler açısından kredi verilmeye layık borçlunun belirlenmesi, kredi değeri değeri ise riski düşük ülkelerin borçlanabilme güç ve yeteneğine sahip olmasıdır.

1.2.3. Ülke Riskinin Sınıflandırılması

Ülke riskinin meydana gelmesine neden olan olayları politik, sosyal ve ekonomik olarak ifade etmek mümkündür. Politik olaylara; savaş, yabancı güçler tarafından işgal, isyanlar, bölgesel çıkarların sebep olduğu karışıklıklar, ideolojik farklılıklar, bölgeselcilik ve politik kutuplaşmayı örnek olarak verebiliriz. Sosyal olaylara; sivil savaş, ayaklanmalar, adaletsiz gelir dağılımı, etnik sorunlar nedeniyle meydana gelen ayaklanmalar, dinsel bölünmeler, sosyal sınıflar arasındaki anlaşmazlıklar, askeri müdahale, ekonomik olaylara ise; GSMH büyümesinde meydana gelen uzun dönemli düşüşler, grevler, üretim maliyetindeki hızlı artışlar, ihracat gelirlerindeki düşüş, gıda veya enerji ithalatındaki ani artışları örnek olarak gösterebiliriz.

Bunların yanı sıra, ülke riskini belirleyen çok önemli bir kriter de siyasi istikrar ve öncelikle iç ya da dış sıcak çatışma riskidir. Örneğin Türkiye'deki yabancı yatırımcıların Ekim 1997 sonunda gerek hisse senedi gerekse tahvil bono piyasalarında yüklü satışlara geçmelerinin ardında, faizlerdeki yükselme ve dünya borsalarında yaşanan krizin yanı sıra, Ege ve Kıbrıs sularının ısınmasının getirdiği tedirginlik ve risk algılaması yatmaktaydı. Ayrıca, siyasal değişikliklerin sık sık gündeme geldiği ve buna bağlı olarak parasal ve mali

¹⁸ Fatih Kara, **Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s.8

kararları veren otoritelerin değiştiği ÷lkelerin ÷lke riski, bu durumları yaşamayan ÷lkelere oranla çok daha y÷ksektir. Siyasi istikrarsızlık piyasalarda şoklara, ekonomide konjokt÷rel dalgalanmalara neden olur ve uzun vadeli tahminlerin yapılabilmesini engeller. Her d÷nemde farklı 'uzun vadeli' planlar yapılır ve çoğunluğu sonuçlanamaz. Bir süre sonra devlet tarafından açıklanan tedbirler ve yapısal değişikliklerin inanılrlığı yok olur. Ekonomideki kısa süreli iyiye gidifler, bir süre sonra yaşanacak siyasi kriz veya değişiklik beklentisi nedeniyle kredibilite sağlanamamakta ve bu güvenin yeniden sağlanması uzun bir süre alabilmektedir¹⁹.

÷lke riskinin sınıflandırılmasında ise çeşitli kriterler etkili olmasına rağmen ön plana çıkan etken borçlu tarafın borcunu ödemesi ile ilgili hareket tarzıdır. Dolayısıyla borçlu tarafın bu anlamda tercih ettiği çeşitli hareket şekilleri söz konusudur. Bunlar aşağıda kısaca ifade edilmektedir.

1.2.3.1. Borcun Reddi ve Geri Ödeyememe

÷lke riski ile ilgili geri ödeyememe borçlunun borcunu reddetmesi veya geri ödeyememesi durumudur.

Günümüzde Yunanistan krizinden sonra borçlarının %70-80'nin silinmesi yolundaki bilgiler ÷lke riskinde borcun geri ödenmemesi durumuna örnek teşkil etmektedir²⁰.

Borçlu taraf borcunu tanımıyor ve reddediyorsa bu duruma da borcun reddi adı verilmektedir.

Farklı bir tanımlamaya göre, devletin tek taraflı bir kararla mevcut borcunun tamamını veya bir kısmını ortadan kaldırdığını ilan etmesi borcun reddidir. Borcun reddi, halkın nazarında devletin iflası sayılmaktadır. Borcun reddi hem iç borçlar hem de dış borçlar için mümkün olabilmektedir. İç borçlarda borcun reddi daha çok altın ve para rejimlerinin uygulandığı dönemlerde gör÷lmüştür. Dış borcun reddi ise daha çok savaş dönemlerinde olmuştur. Birinci Dünya Savaşından sonra Sovyet Rusya geçmiş döneme

¹⁹ Ahmet Polatlı, **Uluslararası Yatırımlarda Risk**, <http://www.makaleler.com/bilim-makaleleri/uluslararasi-yatirimlarda-risk.htm> (20.03.2012).

²⁰ Ercan Kumcu, **Hepsi Euro Kullanıyor**, <http://www.haberturk.com/yazarlar/ercan-kumcu/712830-hepsi-euro-kullaniyor> (20.03.2012).

ilişkin birçok borcu reddetmiştir. Dış borcu reddetmenin birçok siyasi sonuçları da söz konusu olmaktadır²¹.

1.2.3.2. Borcun Yeniden Müzakeresi

Ülke riski sınıflandırılmasında borçlunun daha düşük bir faiz maliyeti ve daha düşük bir anapara ile borcunu ödemesi anlamına gelmektedir. Yeniden yapılan müzakereler sonucunda faiz oranının ve anaparanın değiştirilerek daha düşük bir faiz maliyeti ve anapara belirlenmesidir.

1.2.3.3. Borcun Ertelenmesi veya Moratoryum

Alacağın yeni bir ödeme takvimine bağlanıp kredi şartlarının değiştirilerek borcun ertelenmesi durumudur. Bu gibi durumlarda borcun vadesi uzadığı gibi anapara ödemesi de düşebilmektedir.

Farklı bir tanımlamaya göre, devletin borç ödemelerini içinde bulunduğu zor koşullar nedeniyle (mücbir sebeplerle) borcun tamamını daha sonraki dönemlere ertelemesine moratoryum adı verilmektedir. Devletin moratoryum ilan etmesi borcu ortadan kaldıran bir işlem değildir. Moratoryumda genellikle borçlu ile alacaklı arasında borcun tamamı için, bir süreliğine daha müsait ödeme planına bağlanması koşuluyla anlaşma yapılması söz konusudur. Müzakereler sonucunda daha uygun koşullarda bir ödeme planına gidilmesi hatta borçların toplam miktarında bir indirim yapılması da söz konusu olabilmektedir²².

1.2.3.4. Teknik Ödeyememe

Teknik ödeyememe, diğerlerinden farklı olarak borçlunun geçici bir süre için borcunu ödeyememesi durumudur. Dolayısıyla borçlu, vadesi geçse bile borç servisini yerine getirmekte ve hatta cezai bir faiz de ödemektedir.

1.2.3.5. Transfer Olanaksızlığı

Bu tip ülke riski sadece özel sektör borçlanmalarını ifade eder. Eğer hükümet yeterli döviz miktarının olmaması sebebiyle kendi borçlarını ödeyemez durumdaysa ülke

²¹ Devlet Borçları, <http://www.kpsrehber.com/dersnotu-184-devlet-borclari.html> (20.03.2012)

²² Devlet Borçları, <http://www.kpsrehber.com/dersnotu-184-devlet-borclari.html> (20.03.2012)

riski sadece özel sektörün borçlanmasıyla somutlaşır. Kambiyo işlemleri merkezi hükümet tarafından yasaklanmış ise ödemelerin transferi mümkün olmayabilir.

İKİNCİ BÖLÜM

2.ÜLKE RİSKİ İLE İLGİ TEMEL BİLEŞENLER

2.1. Ülke Risk Analizi ve Ülke Riskini Belirleyen Faktörler

2.1.1. Ülke Risk Analizinin Amacı

Daha önceki konularda değinildiği gibi, ülke riski kavramı, 1960 ve 1970'li yıllarda çok uluslu şirketlerin karşı karşıya kaldıkları ülke riskleri (kamulaştırma, haciz, kar transferlerini engelleme vb.) ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin incelenmesiyle literatüre girmiştir. 1980'li yıllarda ise birçok gelişmekte olan ülke, borç krizleri ile karşı karşıya kalmıştır.

Bununla birlikte krizlerin ortaya çıkmasında ülke riskinin önemli bir faktör olduğunun belirlenmesi ile birlikte ülke riski literatürde yoğun bir şekilde incelenmeye başlanmıştır²³. Bu dönemde borç krizleri ile birlikte, çeşitli ülke riski analizleri yapılmaya başlamıştır. Bu kapsamda bazı iktisatçılar 1980'li yıllarda ülke riskinin faiz oranı farklılıkları ve banka borçları üzerindeki etkilerini; 1990'li yıllarda ise borçlarla ülke riski arasındaki ilişkiyi araştırma konusu yapmışlardır. Ayrıca 1990'lı yıllarda 1994 Meksika, 1997 Asya, 1999-2002 Latin Amerika finansal krizleriyle birlikte, ülke riski literatürde üçüncü evrimini yaşamış ve finansal krizlerde erken uyarı değişkeni olarak ele alınmaya başlanmıştır.

Yakın zamanda ise ABD'de finansal piyasalarda gelişen olaylar, Yunanistan ve Portekiz'de yaşanan borç krizleri bu ülkelerin ülke risklerini önemli derecede artırmıştır.

Bu gelişmeler ışığında ülke riski analiziyle belirli bir ülkenin içinde bulunduğu sosyal, politik ve finansal faktörler dikkate alınarak ülkenin borç ödeme gücünün belirlenmesi ve ülkeye yatırım yapılması durumunda riskin tahmin edilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaçla ülke riski analizi yatırım yapılacak ülkelere verilen yatırım kararlarına katkıda bulunmalıdır.

²³ Saini ve Bates, a.g.m., s.355

2.1.2. Ülke Riskinin Belirlenmesi

Ülke riskinin derecelendirilerek bir rakam ile ifade edilmesidir. Bir ülkenin risk analizinin yapılmasında ülkenin ekonomik, sosyal ve politik yapısı belirleyici olmaktadır. Bu yapının doğru bir şekilde belirlenebilmesi için ekonomik, sosyal ve politik yapılarını belirleyen koşullar, özellikler, oluşturulan göstergeler ve bunların zaman içindeki etkileşimleri incelenerek değerlendirme yapılır.

Ülke riski analizi yapmak uzmanlık gerektiren karmaşık bir iştir. Bu nedenle analizi bilen uzman kişiler tarafından yapılması oldukça önemlidir.

2.1.3. Ülke Riskini Belirleyen Faktörler

Sosyal, politik ve ekonomik faktörlerin birlikte ele alınması ve incelenmesi ülke riskini oluşturan tüm faktörlerin bir bütün olarak analize katılmasına olanak vermektedir²⁴.

2.1.3.1. Ekonomik ve Finansal Faktörler

Ülke riskini belirleyen faktörler içerisinde ilk sırada yer alanlardan biri ekonomik diğeri ise finansal faktörlerdir. Bu faktörlere ilişkin ayrıntılı bilgiler aşağıdaki gibidir.

2.1.3.1.1. Ekonomik Faktörler

Ülkelere ait ekonomik durumu göstermek için kullanılmaktadır. Genellikle borçlu olan ülkenin borç ödeme kapasitesi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ancak ekonomik faktörler bilimsel metotlar kullanılarak elde ediliyor olsalar bile verilerin derlenmesi ve yorumlanması aşamasında analistin subjektif değerlendirmesine tabi olabilirler.

Bu konu ile ilgili yapılan bir araştırmanın sonuçlarına göre ülke riskini belirlemede uluslararası bankaların kabul ettikleri en önemli ekonomik göstergeler Tablo 1'de görülmektedir. Bu anlamda uluslararası faaliyette bulunan ve ülke risk değerlendirmesi yapan bankaların %87'si, ülke riskini en fazla ödemeler dengesi kalemlerinin belirlediğini düşünmektedir.

²⁴ Mustafa Emir, "Ülke Riski Ölçüm Kriterleri Sorunu: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 154, 1999, s.23.

Tablo 1: Ülke Riskini Belirleyen Önemli Ekonomik Değişkenler

| En Çok Kullanılan Göstergeler | Bankaların %'si |
|-------------------------------|-----------------|
| Ödemeler Dengesi | 87 |
| Borç Servis Oranı | 52 |
| Uluslararası Rezervler | 39 |
| Ekonomik Gelişme | 39 |
| Enflasyon/Para Politikası | 35 |

Kaynak: Shelagh A. Heffernan, **Sovereign Risk Analysis**, London: Allen&Unwin Publishers Ltd, 1986, s.67

Diğer taraftan ülke riski ölçümünde yararlanılan ekonomik değişkenlerin belli başlılarını aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür²⁵.

Kişi başına gelir (Per capita income): Borçlanan ülkenin vergi tabanı ne kadar büyükse o ülkenin kredi borcunu geri ödeyebilme kabiliyeti de o derece yüksektir. Bu değişken aynı zamanda siyasi istikrar düzeyini ve diğer önemli etkenleri ölçmede de kullanılmaktadır.

GSMH büyümesi (GDP growth): Yüksek bir ekonomik büyüme, söz konusu ülkenin borçlarını zaman içinde daha kolay ödeyebileceğini göstermektedir.

Enflasyon (Inflation): Yüksek bir enflasyon oranının varlığı söz konusu ülkenin finansman bakımından yapısal sorunlarla karşı karşıya olduğunu göstergesidir. Ülkenin cari giderlerinin vergi ya da borçlanmayla karşılanamaması durumunda genellikle enflasyonist finansman kaynaklarına başvurulur. Enflasyonun kamuoyunda yaratacağı hoşnutsuzluk zamanla politik istikrarsızlığa da yol açabilir. Bu durum ise ülke riskini olumsuz yönde etkilemektedir.

Mali denge (Fiscal balance): Ülkenin bütçe açıklarının özel tasarrufları emmesi ve devletin cari giderleri ve borç ödemelerini karşılayacak şekilde kendi yurttaşlarını vergilendirecek yetenek ya da iradeden yoksun olması.

Dış denge (External balance): Ülkede büyük bir cari bütçe açığının varlığı, gerek özel kesim gerekse kamu kesiminin birlikte büyük ölçüde yabancı fonlara dayandığını göstermektedir. Sürekli bir cari hesap açığı, zamanla karşılanamayacak düzeyde dış

²⁵ Mustafa Emir, "Ülke Riskinin Ölçüm Kriterleri ve Tahvil Marjları Üzerine Etkisi: Genel Bir Değerlendirme", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 21, 2004, s.75-76

borçların artması sonucunu doğurmaktadır ki bu durumda olumsuz etkilere neden olmaktadır.

Dış borç (External debt): Ülkenin borç yükünün fazla olması, beraberinde yüksek bir temerrüt riskini de getirir. Dış borçların dış gelirlere oranla artması borç yükünü ağırlaştırmaktadır.

Ekonomik gelişmişlik düzeyi (Economic development): Bir ülkenin ekonomik gelişme düzeyi kişi başına milli gelire zaten ölçülmüş olmakla birlikte, kredi değerlendirme kuruluşları ekonomik gelişme ile risk arasındaki ilişkiyi de göz önünde bulundurlar. Diğer bir ifadeyle, ülkeler belli bir gelir ya da gelişme düzeyine eriştiğinde borcun geri ödenmeme riski azalmaktadır. Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından sanayileşmiş ülke olarak sayılıp sayılmamak kriteri, bir ülkenin asgari gelir ya da gelişmişlik düzeyini gösteren bir ölçüt olarak kabul edilebilmektedir.

Ülkenin temerrüt geçmişi (Default history): Diğer şartların yanında bir ülkenin yakın geçmişte borçlarını ödemekte temerrüde düşmüş olması da büyük ölçüde bir kredi riski olarak algılanır. Borçlarını ödemekte söz konusu ülkenin nasıl bir geçmişe sahip olduğunun rolü hakkındaki gerek teorik incelemeler²⁶ gerek ampirik kanıtlar borcunu ödemekte temerrüde düşen ülkelerin borç verenler nezdinde önemli itibar kaybettiğini göstermektedir²⁷. Bir ülkenin belirli bir tarihten itibaren uluslararası borçlarını ödemediğinde temerrüde düşüp düşmemesi, borç ödeme konusundaki geçmişteki davranışların etkisi ile ölçülebilmektedir.

Ülke riskini belirleyen ekonomik faktörleri daha ayrıntılı olarak aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür.

2.1.3.1.1.1. Cari İşlemler/Ödeme Dengesi

Ödemeler dengesi, geniş anlamıyla, bir ekonomideki yerleşik kişilerin (merkezi hükümet, parasal otorite, bankalar, gerçek ve tüzel kişiler), diğer ekonomilerdeki yerleşik

²⁶ Jonathan Eaton, , "Sovereign Debt, Repudiation and Credit Terms," **International Journal of Finance and Economics**, 1(1), 1996, s.25

²⁷ Şule Özler, "Evolution of Credit Terms: An Empirical Examination of Commercial Bank Lending to Developing Countries", **Journal of Development Economics**, 38, 1991, s.81.

kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistiki bir rapordur²⁸.

Ekonomik işlemler;

- Mal, hizmet ve gelirle ilgili işlemleri,
- Finansal varlık ve yükümlülüklerle ilgili işlemleri,
- Bir ekonomide yerleşik kişilerden diğer bir ekonomide yerleşik kişilere karşılıksız olarak reel ya da finansal kaynakların sağlandığı transferleri kapsamaktadır.

Ülke risk analizinde kullanılan oranlardan bir diğeri de “Cari İşlemler Dengesi/GSMH oranıdır. Bu oran kullanılmak istenirse sadece bir yılın verilerinin kullanılması yeterli olmamaktadır. Bununla birlikte, geçmiş yıl, cari ve gelecek yılın verilerinin kullanılması da beraberinde faydalı olmaktadır. Bu durumda cari yıl ve gelecek yıl verilerinin doğru tahmin edilmesi oldukça önemlidir. Yapılan analiz sonucunda oranın pozitif olması dengeli bir duruma işaret ederken, oranın negatif değerler alması ise ülkenin dışarıdan fon bulması gereğini veya rezervlerinden kullanılması gerektiğini ifade etmektedir. Bununla birlikte - %5 ve üstü bir değer ise oldukça tehlikeli bir duruma işaret etmektedir. Ayrıca ödemeler dengesi kalemlerinden biri olan ihracatın ortalama yıllık artışını gösteren “ihracat artış hızı” da ülke risk analizinde yaygın olarak kullanılan değişkenlerden birisidir. Bu aşamada, ülkelerin dış borçlarını ödeme ihtiyacı duyacakları döviz gelirleri ihracat artış hızıyla doğrudan ilişkilidir. İhracat artışının sürekli olup olmadığının belirlenmesi için bu oranın birkaç yılı kapsayacak şekilde ele alınması gerekmektedir. Hesaplamalar sonucunda %5’in üstünde bir reel ortalama artış hızı yakalayabilen ülkelerin uluslararası piyasada iyi bir performans sergilediği düşünülebilir²⁹.

2.1.3.1.1.2. Borç Servis Oranı

Borç servis oranı, ülke ihracat gelirlerinin ne oranda dış borçlanma giderlerine ayrıldığını gösteren bir oran olarak, borç yükünün ölçümünde yaygın biçimde kullanılmaktadır. Bu oran dış borçlanma dahil, ülkenin uluslararası likidite sorunlarının

²⁸ **Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> (10.04.2012).

²⁹ Thomas E. Kravenbuehl, **Country Risk, Assessment and Monitoring It**, Cambridge: Woodhead Faulkner, 1988, s.58

analizinde önemli bir kriterdir. Oranın büyük değer alması, ülke ihracat gelirlerinin dış borç giderlerini karşılama oranının küçülmesi anlamına geldiğinden dolayı, borçlu ülkenin dış borç yükümlülüklerini yerine getirebilme gücü zayıflamaktadır. Aksine, oranın küçük değer alması durumunda, ülkenin ödemeler dengesinde bir iyileşme ve buna bağlı olarak da ülkenin dış borç ödeme gücünde bir artış görüldüğü şeklinde yorumlanmaktadır. Bu oran % 18- 30 arasında ise o ülke orta derecede borçlu, % 30'u aşması halinde ise çok borçlu olduğu kabul edilmektedir³⁰.

Borç servis oranı ülke risk analizlerinde en fazla kullanılan orandır. Ülkenin belli bir döviz gelirinine karşılık, döviz giderleri artarsa veya belli bir döviz giderine karşılık döviz gelirleri düşerse ülke borçlarını ödemede sorunlar yaşayabilir ve bu durumda yeni bir ödeme planı isteyebilir. Dolayısıyla, ülkelerin döviz gelirleri ihracat gelirinine bağlı olarak ele alınmakta ve döviz giderlerini döviz gelirinine ne kadar karşılayabileceği hesaplanmaya çalışılmaktadır. %15'in altındaki bir borç servis oranı için riskin düşük olduğu kabul edilmektedir. Diğer taraftan Shelagh Hefferman ise %20 oranının tehlike işareti olarak gördüğünü belirtmektedir³¹.

2.1.3.1.1.3. Uluslararası Rezervler

Uluslararası rezervler, para otoriteleri tarafından her an kullanılabilen ve kontrol edilebilen, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek için ve dolaylı olarak da bazı dengesizlikleri düzenlemek için döviz piyasalarına döviz kurunu etkilemek ve başka amaçlı müdahale etmek için kullanılan dış aktiflerdir³².

2.1.3.1.1.4. Ekonomik Gelişme

Ekonomik gelişme, kısaca bir ekonominin üretken kapasitesi ve üretim hacminin büyümesi olarak tanımlanabilmektedir. Daha geniş bir tanımlamaya göre ekonomik büyüme, belirli bir zaman aralığında bir ülkenin ekonomisinde ekonomik faaliyetlerin

³⁰ Müslim Sarı, **Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2004, s.9

³¹ Shelagh A. Hefferman, **Sovereign Risk Analysis**, London: Allen and Unwin Inc., 1986, s.35

³² Bülent Yaman, **Uluslararası Rezervler, Türkiye İçin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2003, s.19

hacminde meydana gelen bir büyümeyi, başka bir ifadeyle kişi başına elde edilen hasılanın artışını ifade etmektedir³³.

Ülkede riski açısından ekonomik politikalar ülkeye olan güveni etkileyerek ülkeye döviz girişini ve dolayısıyla ülkenin dış borç ödeme kapasitesini yakından etkilemektedir. Bu anlamda uygulanan güçlü ekonomik politikalar ülkeye doğrudan yabancı yatırımları çekerek sermaye girişini arttırmakta ve ülkenin rezerv durumunu iyileştirmektedir³⁴.

2.1.3.1.1.5. Enflasyon Oranı

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin devamlı olarak yükselmesi nedeniyle paranın sürekli olarak değer kaybetmesi veya tüketicilerin satın alma gücünün azalmasıdır. Bu tanımdan anlaşıldığı üzere enflasyon sadece belli bir malın veya hizmetin fiyatının tek başına artması değil, fiyatların genel düzeyinin sürekli bir artış göstermesidir. Bir ekonomide bazı malların fiyatları artarken bazıları da düşmektedir. Önemli olan ortalama fiyatların seyridir. Ortalama fiyatların seyri, fiyat endeksleri ile ölçülmektedir.

Enflasyon bir ülkenin dış ticaretini ve dolayısıyla döviz kazanma gücünü önemli oranda etkileyebilecek bir faktördür. Enflasyonun yüksek olduğu bir ülkede uygulanan döviz kuru politikası büyük önem taşır. Sabit döviz kuru politikası, dalgalı döviz kuru politikası veya enflasyon artışıyla orantılı olarak artırılan döviz kuru politikası uluslararası rekabet gücünü yakından etkilemektedir. Döviz kuru artışından daha hızlı artan enflasyon oranı ülkenin uluslararası rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemekte, dolayısıyla bu durumda ihracat gelirleri azalmaktadır. Döviz kurundan daha hızlı artan enflasyon aynı zamanda ithal malların daha ucuz olmasını sağlayarak ithalatı da özendirilmektedir. Bu durum ise dış ticaret dengesini olumsuz etkileyerek döviz kaybına neden olmaktadır³⁵.

Enflasyon fiyatların artması, GSMH'nin düşmesi ve bunun sonucu olarak halkın alım gücünün azalması ve ülkenin genel anlamda fakirleşmesi anlamına gelmektedir. Enflasyon, arzın maliyetlerdeki artış sebebi ile daralmasından ya da arz sabitken talebin

³³ Pelin Gençoğlu, **Ekonomik Gelişmede Beşeri Sermayenin Rolü ve Türkiye: Ampirik Bir Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.

³⁴ Krayenbuehl, a.g.e., s.54

³⁵ Sebastian Edwards, "Country Risk, Foreign Borrowing and Social Discount Rate in an Open Developing Economic" **NBER Working Paper Series**, 1651, 1985, s.22

artışından meydana gelmektedir. Bir başka ifadeyle üretim kapasitesinin talebi karşılayamamasından kaynaklanmaktadır³⁶.

Ayrıca enflasyon ile döviz kurlarında ve faizlerin artması arasında kuvvetli bir ilişki söz konusudur. Para arzının kontrol edilmesi ve devlet harcamalarının azaltılması enflasyonu kontrol etmekte kullanılan mali politikalar³⁷.

2.1.3.1.1.6. Para Arzındaki Büyüme

Para arzındaki aşırı büyüme beraberinde enflasyonist bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda kaynakların kıt olduğunu ifade etmekle birlikte para basma gereğini ortaya çıkarmaktadır³⁸.

Bu etkiler enflasyonla birlikte faizlerin yükselmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan finansal açıdan sermaye maliyetlerinin yükselmesi, planlama zorlukları, tahvil fiyatlarında düşme, sermaye gereksiniminin artması sonuçlarını doğurmakta ve kur riskini artırmaktadır³⁹.

2.1.3.1.1.7. Bütçe Açığı

Bütçe açığı en genel tanımı ile devletin gelirleri ile giderleri arasındaki olumsuz farktır. Faiz ödemeleri bu açığı daha fazla artırmaktadır. Bütçe açığı genellikle faizlerin yükseltilmesi, bono satışı ve vergilerin yükseltilmesi ile karşılanmaktadır⁴⁰.

2.1.3.1.1.8. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)

GSMH, bir ülkenin tüm yurt içi yurt dışı ticari faaliyetleri sonucu elde edilen toplam geliri ifade etmektedir. Ekonomik hacmin belirlenmesi, bireysel geliri etkilemesi ve ekonomik büyümeyi belirtmesi açısından önemli bir göstergedir. Diğer değişkenlerde olduğu gibi ülke riskini etkileyen ve ölçülmesinde kullanılan bir faktördür. GSMH, yatırımlara daha fazla kaynak ayrılmasına, işsizliğin önlenmesine, kişi başına milli gelirin

³⁶Emin Ertürk, **Makro İktisat**, İstanbul: Alfa Yayınları, 1999, s.278

³⁷ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, 16.Baskı, Güzem Can Yayınları, 2007, s.202

³⁸ William H. Branson, **Makro İktisat Teorisi ve Politikası**, (Çev: İbrahim Kanyılmaz), İstanbul: Alfa Yayınları, 1995, s.88-89

³⁹ Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi, 2000, s.482

⁴⁰ Ertürk, a.g.e., s.312

artmasına olanak sağlamakta ve ekonomik büyümenin istikrarlı bir şekilde devam etmesine yardımcı olmaktadır⁴¹.

2.1.3.1.1.9. Yurt İçi Tasarruflar

Bireylerin ve kurumların yurt içi harcamaları sonucu elde kalan gelirleri toplamına yurt içi tasarruf adı verilmektedir. Yurt içi tasarrufların büyüklüğü sermaye maliyetini olumlu yönde etkilemektedir. Bu anlamda yurt içi tasarruflar sermayeye yeni yatırım alanları sağlamakta ve mevcut yatırımların verimliliğini artırmaktadır. Her iki durumda da genel anlamda bir gelir düzeyi yükselmesi söz konusu olmaktadır⁴².

2.1.3.1.1.10. GSYİH' nin İhracatı Karşılama Oranı

Bu göstergede ihracatın GSYİH' nin ne kadarını oluşturduğu belirtilmektedir. Bu rasyo ile yurt dışı satış faaliyetlerinin, yurt içindeki tüm ticari faaliyetlerinin toplamına olan oranı ifade edilmektedir.

2.1.3.1.2. Finansal Faktörler

Finansal faktörler kapsamında finansal risk kavramının incelenmesinin amacı bir ülkenin harcamalarını düzenlemedeki becerisini ortaya koymaktır. Dolayısıyla ülkenin resmi ve ticari işlemlerini ve varsa borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğinin bilinmesi bir anlamda finansal risk kavramının incelenmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda finansal faktörler daha çok borçlanma ile ilgili verileri içermektedir. Ancak bunun yanı sıra diğer faktörlerde söz konusudur. Dolayısıyla bu faktörler üzerinde de durulacaktır.

Bu anlamda ele alınan dış borç servisi, cari yıl içinde ödenmesi gereken dış borç anapara ve faizleri toplamından oluşmaktadır. Bir ülkenin belirli bir yılda faiz, anapara ve yabancı sermaye kar transferlerini karşılayabilme gücü, o ülkenin ödemeler bilançosu ve uluslararası rezerv durumuna bağlıdır. Eğer dış kaynaklardan elde edilen gelirler dış giderlerinden yüksekse, bu fark dış borç servisi ödemelerinde kullanılabilir. Aksi halde dış borç servislerini karşılamak için ya birikmiş rezervleri kullanmak, ya da yeniden dış borçlanmaya gitmek gerekmektedir. Yüksek dış borç servis oranı, ülkenin borçlarını geri ödeme kapasitesinin zayıflığına işaret etmektedir ki bu durumda o ülkenin riskini

⁴¹ Ertürk, a.g.e., s.316

⁴² Ertürk, a.g.e., s.324

artırmaktadır⁴³. Dış borç servisi kapasitesinin değerlendirilmesinde aşağıda açıklanan kısa ve uzun dönem kriterlerden yararlanılmaktadır.

Ülke riski değerlendirilmesinde etki eden finansal faktörler kapsamında kısa dönemli kriterleri aşağıdaki gibi ele almak mümkündür.

2.1.3.1.2.1. Dış Borç Stoku / GSMH

Bu hesaplama bir ülkenin yıllık dış borcu yıllık GSMH toplamına oranlanarak elde edilmektedir.

Bu oran genellikle bir ülkenin kredibilitesinin ölçülmesinde kullanılan genel bir kriterdir. Dış borç stokunun GSMH'dan daha hızlı büyümesi, bu oranın yükselmesine neden olur. Dünya Bankası ve IMF kriterlerine göre dış borcun GSMH içindeki payı %50'yi aşmışsa ülke dış borçlanmanın sınırına gelmiş demektir⁴⁴. Bu sınır aşıldığında ülke ekonomisi zorlanmaya başladığı için dış borca başvurma konusunda çok ihtiyatlı davranılması gerekmektedir⁴⁵. Bu durumda da ülke riski artmaktadır.

2.1.3.1.2.2. Dış Borç Stoku / İhracat

Bu oran, dış borç ödeme kapasitesini gösteren mal ve hizmet ihracatı gelirleriyle alınan borcun ne kadarının karşılanabildiğini göstermektedir. Bu oranın yükselmesi, ülkenin dış borca bağımlı hale geldiğinin ve ülkenin yurt içi üretimden ziyade yurt dışı tüketime yöneldiğinin göstergesidir. Dünya Bankası ve IMF kriterlerine göre bu oranın %275'i aşması halinde ülke çok borçlu olup dış borç sınırını aşmış demektir⁴⁶.

2.1.3.1.2.3. Dış Borç Servisi / GSMH

Bu oran ise dış borçlanma yükünün önemli bir göstergesidir. Ayrıca GSMH'nın dış borcun anapara ve faizlerini ödeme kapasitesini gösteren bu oran, ülkenin yerel kaynaklarıyla elde ettiği gelire ne kadar kendi kendine yeterli olduğunu belirlemede

⁴³ Necla Ünsal, Ece Nakipoğlu ve Orhan Pazarcık, **Türkiye'de Dış Kredi Kullanımı**, No.380, Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi, 1989, s.45

⁴⁴ Tülay Evgin, **Dünden Bugüne Dış Borçlarımız**, Undersecretariat of the Treasury, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Yayınları, 2000, s.10

⁴⁵ Ahmet Ulusoy, **Devlet Borçlanması**, 1. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi, 2001, s.34-35

⁴⁶ World Bank, **A Strategy For Managing Debt, Borrowing and Transfer Under Macro Economic Adjustment: Turkey**, Washington D. C., 1990, s.24

kullanılmaktadır. Bu kritere göre, dış borç sınırının aşılmaması için bu oranın GSMH'nın büyüme oranından küçük olması gerekmektedir⁴⁷.

2.1.3.1.2.4. Dış Borç Servisi / İhracat

Bu oran bir ülkenin mal ve hizmet ihracatı gelirlerinin ne kadarının borç servisi ödemelerine ayrıldığını ifade eder. Bu oran bir ülkenin borç ödeme kapasitesinin değerlendirilmesinde önemli bir göstergedir. Dünya Bankası ve IMF kriterlerine göre, bu oranın %30'u aşması halinde ülke dış borçlanmaya sınır getirmelidir⁴⁸.

Bu sınırı aşan ülke ihracat gelirlerinin büyük bölümünü dış borçların ödenmesine harçayacağı için, ekonomik büyümeye yönelik projelerine fazla miktarda kaynak ayıramayacak duruma düşecek,⁴⁹ bu durumda ülke riskinin artmasına neden olacaktır.

2.1.3.1.2.5. Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku

Uluslararası borç ödemelerinde kabul edilen her türlü aktife uluslararası rezerv adı verilmektedir. Bir başka ifadeyle uluslararası rezervler; altın, konvertibl dövizler, konvertibl kısa vadeli özel ve resmi alacak senetleri, bonolar, tahviller ile IMF nezdindeki özel çekme hakları ve diğer çekme kolaylıklarıdır. Tüm bu brüt rezervlerden kısa vadeli borçlar çıkarıldığında net rezerv miktarı bulunmaktadır. Uluslararası net rezervlerin dış borç stokuna oranı, bir ülkenin dış borç ödeme kabiliyetini ve dış borcun maliyetini göstermektedir⁵⁰.

Ülke ekonomisi açısından bu oranın yıllar itibariyle büyümesi olumlu, küçülmesi ise olumsuz bir gelişmedir. Dolayısıyla bu kritere göre yıllar itibariyle bu oran küçülme gösteriyorsa dış borçlanmaya sınır getirilmelidir. Uluslararası rezervlerin büyük bir kısmının dış borçlardan oluşması, yabancı sermayedeki ani bir düşüş karşısında ülkenin ekonomik büyümesinde önemli rol oynayan sermaye mal ve hizmetlerinin ithal edilmesinde güçlüklerle karşılaşılmasına neden olabilecektir⁵¹.

⁴⁷ D. S. Glasberg, and K. B. Ward., "Foreign Debt and Economic Growth in the World System" **Social Science Quarterly**, 74,1993, s.706.

⁴⁸ Evgin, a.g.e., s.10

⁴⁹ M. Mewally and M. D. O'Brien, "The Debt Servicing Problem of Some Asian Countries" **The Indian Economic Journal**, 41(3), s.99

⁵⁰ K. Abit, **Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Sorunu: Türkiye Üzerine Bir Uygulama**, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1999, s.13

⁵¹ Ahmet Şahinöz, **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, Ankara: Turhan Kitabevi, 1998, s.362

2.1.3.1.2.6. Yıllık Faiz Oranı

Faiz oranı sermaye maliyetini doğrudan etkileyen enflasyon, bütçe açığı, para artışı değişkenleri ile ilgili bir göstergedir. Faizlerin düşük olması yatırımları teşvik edici olmakla birlikte beraberinde sermaye maliyetlerini de düşürmektedir.

2.1.3.1.2.7. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı

Ödemeler dengesinin olumlu gelişimine katkıda bulunacak olan bu gösterge aynı zamanda yurt dışı faaliyetlerindeki açığın ve fazlanın da bir işareti olmaktadır. İhracatın ithalattan yüksek olması milli geliri artırıcı bir etkiye neden olmaktadır⁵².

2.1.3.1.2.8. Döviz Rezervlerinin İthalatı Karşılama Oranı

Dış ödeme kabiliyetinin ölçülmesinde kullanılan bu oran ekonominin ve pazar istikrarının devamlılığı konusunda önemli bilgiler vermektedir. Özellikle ekonomide oluşabilecek dönemsel olumsuz gelişmeler ithalatın sürdürülebilirlik kapasitesini ölçmektedir.

Yukarıda verilen (ilk beş faktör) kısa dönemli kriterlerin yanı sıra, yurt içi tasarruf ve yatırımın GSMH içindeki payı ile ithalat ve ihracatın GSMH içindeki payı, uzun dönem dış borç yükü veya maliyetinin değerlendirilmesinde kullanılan kriterler olarak kabul edilmektedir.

Yurt içi tasarruf ve yatırımların GSMH içindeki payının artması bir ülkenin uzun dönemde dış borcunu karşılayabilme kabiliyetinin arttığına bir göstergesidir. Bir ülkede tasarruf oranı arttıkça dış sermayeye daha az ihtiyaç duyulacak ve yabancı kaynaklara bağımlılık azalacaktır. Bu kriter açısından tasarrufların GSMH içindeki payı yatırımların payına eşit veya ondan büyükse dış kaynağa başvurulmaması gerekmektedir. Uzun dönemde borçların başarılı bir şekilde ödenebilmesi, borç sarmalına girilmemesi için ihracatın GSMH içindeki payının, ithalatın ve dış borcun GSMH içindeki payından daha hızlı bir şekilde artması gerekmektedir. İhracattaki artış, ithalat fazlasının finanse edilmesi ve dış borcun ödenmesi için gerekli döviz sağlayacaktır. Aksi takdirde yeni kaynak arayışlarına gidilmesi kaçınılmaz olacaktır⁵³. Bu açıdan dış borca sınır getiren bu kritere

⁵² Branson, a.g.e., s.379

⁵³ Ömer Eroğlu, "Does Foreign Aid Work on Economic Development of Developing Countries", **Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi**, 2,1997, s.150

göre, ihracatın GSMH içindeki payı, ithalatın ve dış borcun payından düşükse dış borç sınırlandırılmalıdır.

2.1.3.2. Sosyo-Politik Faktörler

Sosyo-politik faktörlerde en az ekonomik ve finansal faktörler kadar ülke riskini önemli derecede etkileyen faktörlerdir.

2.1.3.2.1. Politik Risk Faktörleri

Politik ve ekonomik faktörler doğrudan doğruya ülkenin borç geri ödeme yükümlülüklerini etkilemektedirler. Politik faktörler kapsamında ele alınan politik risk, ev sahibi ülkedeki politik olaylara bağlı olarak gelecekte nakit akışlarındaki beklenmedik değişiklikler olarak tanımlanmaktadır. Politik risk böylelikle gelecekteki nakit akışlarında beklenmeyen artış veya azalışlara sebep olmaktadır. Diğer bir ifadeyle politik risk, çok uluslu yatırımların karını olumsuz olarak etkileyen veya onların diğer amaçlarına ulaşmasına engel olan politik etkilerin gerçekleşme olasılığıdır.

Politik risk, vergi düzenlemelerindeki değişimden kambiyo kontrollerine, yerel üretimle ilgili koşullardan kamulaştırmaya veya yabancı şirketlere karşı ticari ayrımlara kadar değişik biçimlerde olabilmektedir. Bununla birlikte politik risk, politik istikrar, savaş, işgal, iç huzursuzluk, isyan, ideolojik farklılaşmalar, ekonomideki çıkar çatışmaları, bölgeselcilik, politik sürtüşmeler gibi faktörlerden etkilenmektedir. Bir ülkenin politik istikrarını belirleyen iç ve dış etmenler aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir. Bunlar⁵⁴:

İç etmenler;

- Politik yapı ve kurumlar
- Güç merkezleri
- İdeolojik temel
- Kültürel temel
- Bürokrasi

⁵⁴ Hayri Kozanoğlu, **Ülke Risk Analizleri ve Türkiye'nin Ödemeler Dengesi Üzerine Bir Projeksiyon Modeli**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1987, s.37-38

Dış etmenler;

- Süper güçlerle ilişkiler
- Bölgesel ekonomik ve savunma ittifakları
- Komşularla ilişkiler

Politika ve ekonominin karşılıklı etkileşimi, politik kargaşa nedeniyle ekonomik yaşamın felce uğraması ve dış borç yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi ya da aynı sonuca değişen yönetim nedeniyle ulaşılması uluslararası bankalarca iyi bilinen bir olgudur. Dolayısıyla yukarıda da ifade edildiği gibi politik kriz ve borç ödememe arasında bir ilişkinin olduğu belirtilmektedir. Bir ülkede hükümetin amaçlarıyla temsil olunan vatandaşları arasında bir sapma mevcut ise politik kriz ortamından söz edilebilmekte, böyle bir ortamdaki ülkenin aynı zamanda yüksek dış borç stokuna sahip olması da dış borç geri ödememe ihtimalini artırabilmektedir⁵⁵.

Genel eğilim, çok partili sistemlerin ülke riskini olumlu etkilediği, tek partili sistemlerin ise risk göstergesi olduğu yönündedir. Ancak gerçekte bu her zaman geçerli olmamaktadır. Tek partili bir sistem bir istikrar faktörü olabileceği gibi, sisteme veya kişiye bağlı olarak istikrarsızlığın da temel faktörü olabilmektedir. Birinci durum komünist ülkelerde, ikincisi ise pek çok gelişmekte olan ülkede görülebilen bir durumdur⁵⁶.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin risk analizinde politik istikrarın aynı derecede önem taşımadığı da diğer önemli bir noktadır. Az gelişmiş ülkeler politik istikrarsızlıklara karşı çok daha duyarlıdır ve politik hayatta yaşanan bir olumsuzluk ülkenin ekonomisini yakından etkilemekte ve borç ödemesini riske sokmaktadır. Gelişmiş ülkeler için önem taşımayan bir siyasi değişim, gelişmekte olan ülkede büyük etkiler doğurabilmektedir⁵⁷.

Diğer taraftan, sosyal bünyedeki bir istikrar, ekonomik ve ekonomi dışı faktörlerin bir bileşimidir. Ekonomi dışı faktörlerin başlıcaları daha öncede açıklandığı gibi, nüfus artış oranı, nüfusun çeşitli bölgelere dağılışı ve yoğunluğu, nüfusun homojenliği gibi demografik unsurlardır. Kişi başına düşen milli gelir, gelir ve servet dağılımı, işsizlik oranı

⁵⁵ Roberto Chang, **Financial Crises and Political Crises**, NBER Working Paper Series, 2005, s.25-26

⁵⁶ Krayenbuehl, a.g.e., s.25

⁵⁷ Erol Balkan, **International Bank Lending and Country Risk**, New York: NovaScience Publishers Inc., 1995, s.29

gibi bazı ekonomik faktörlerin de ülkelerin sosyal bünyeleri üzerindeki etkileri dolayısıyla politik risk seviyesini etkiledikleri bilinen bir husustur.

Ekonomik göstergelerin olumsuz yönde seyrettiği dönemlerde ortaya çıkacak politik düzensizlikler daha kuvvetli olmaktadır. Anayasal düzen yabancı yatırımcıların ülkeye gelişlerini ve ülkeye yatırım yapmalarını etkileyerek ülkenin döviz durumunu yakından etkiler. Ülkede çok fazla etnik ve dini farklılıklar söz konusu ise bu durum, ülkede bir çatışma çıkması ihtimalini yükselten bir unsurdur ve politik istikrarı olumsuz etkileyerek ülkenin risk durumuna artırıcı etkide bulunmaktadır.

2.1.3.2.2. Sosyal Risk Faktörleri

Ekonomik ve politik etkenler doğrudan doğruya ülkelerin borç yükümlülüklerini etkilemektedir. Sosyal etkenler ise, ülkelerin politik ve ekonomik yapısını, tercihlerini etkilemektedir. Dolayısıyla sosyal etkenler sermaye hareketlerini dolaylı yünden etkilemektedir. Bir ülkenin sosyal istikrarı; nüfus yoğunluğu, demografik denge, eğitim düzeyi, etnik ve dini yapı, işgücü ve sendikalar, gelir dağılımı ve aile yapısı gibi unsurların bileşkesinin sonuçlarına göre belirlenmektedir. Eğer sosyal yapı uyum ve istikrar içinde ise sermaye yatırımlarında dikkate alınan ülke riski değerlendirmelerinde ülkenin riski düşük çıkacağından dolayı; bu istikrarın yatırım kararını da pozitif yönde etkileme gücü yüksek olacaktır. Bununla birlikte sosyal yapıdaki uyumsuzluk ve dengesizlikler her an sosyal patlamalara neden olabilmektedir. Aynı zamanda bu durum ekonomik ve politik istikrarı da olumsuz etkilemektedir. Bundan dolayı, yabancı sermaye yatırım kararlarını da ilgili ülke aleyhinde olumsuz etkileyecektir.

Ülkenin hukuk ve adalet sisteminin işleyiş etkinliği de ülke riski için belirleyici bir rol oynamaktadır. Yapılan yatırımların güvencede olması, sermaye ve kazançlarını transfer ederken veya bir anlaşmazlık durumunda hakkını arama sistemlerinin işbirliği güven ortamı yaratmakta tersi durumda ise söz konusu ülkeye karşı güvensizlik durumu meydana gelmektedir.

Devlet anlayışlarının değişmesi, toplumların gelişmesi ile gelişme gösteren sosyal yaşamın belli bir yere gelmesi sadece kişilerin çabalarıyla olmamaktadır. Bu konuda

devletin öncülük etmesi toplumsal yaşamın rahat, düzenli ve belli bir refah düzeyinde olmasını sağlaması gerekmektedir⁵⁸.

Ülke riski analizlerinde sosyal faktörlerin göz ardı edilmesi düşünülemez. Çünkü sosyal etmenler ülkenin ekonomik ve politik yapısını etkilemekte ve belirlemektedir. Bu nedenle ekonomik, sosyal ve politik etmenlerin hepsi göz önünde bulundurularak analiz yapılmalıdır.

2.2. Ülke Riski ve Finansal Krizler

Kriz; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır⁵⁹. Bu süreç sonucunda ulusal refah düşmekte, işsizlik artmaktadır. Ani ortaya çıkışlarına karşın krizlerin etkileri uzunca bir süre devam etmektedir. Kriz her şeyden önce ekonomide normal olmayan bir durumdur ve piyasa mekanizması içerisinde piyasaların işlememesi, kilitlenmesi ya da aşırı duyarlı hale gelerek büyük boyutlu dalgalanmalara neden olmasıdır⁶⁰. Bu nedenle kriz piyasa mekanizmasının hakim olduğu kapitalist gelişmenin belli bir anına verilen isimdir. Bu nedenle kriz harekete dair bir kavramdır⁶¹.

Bu tanımlamalar dikkate alındığında kriz, ekonomide ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkarak ülke ekonomisinde ciddi sorunlar yaratan olumsuz gelişmeler şeklinde ifade edilmektedir⁶².

Genel olarak krizler, herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, ani ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkarak, kabul edilebilir bir sınırın ötesinde gerçekleşen ve ülke ekonomisinde ciddi sorunlar yaratan şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilmektedir⁶³. Bu durumda krizler, reel ve finansal olmak üzere ikiye ayrılabilir. Finansal krizler de, sorunun kaynağına bağlı olarak para krizi, bankacılık krizi, sistemik kriz ve dış borç krizi olarak sınıflandırılabilir.

⁵⁸ Özhan Çetinkaya, **Türkiye'de Devlet İşletmeciliği ve Özelleştirme**, Bursa: Ekin Kitabevi, 2002, s.28

⁵⁹ Berna Kibritçioğlu, **Parasal Krizler**, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Hazine Müsteşarlığı, 2000, s.5

⁶⁰ Rıdvan Karluk ve diğerleri, **Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye**, No. 640, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları, 1999, s.279

⁶¹ Ergin Yıldızoğlu, "Kriz Üzerine Bir Araştırma Önerisi-1", **İktisat Dergisi**, 11 (346), 1994, s.57

⁶² Mert Ural, **Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003, s.26

⁶³ Aykut Kibritçioğlu, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi**, 1(41), 2001, s.175.

Spekülatif bir etki sonucunda, bir ülke parasının devalüe edilerek değer kaybetmesi veya spekülatif saldırılar sonucunda otoritelerin uluslararası rezervleri önemli ölçüde harcaması (ödemeler dengesi krizi) ya da faiz oranlarını hızla yükselterek paralarını savunmaya zorlaması durumunda para krizi oluşmaktadır⁶⁴. Bu tanım, hem sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu ülke paralarına yönelik spekülatif saldırıları hem de belirli bir bandın dışında daha büyük boyutlarda bir devalüasyona yol açan spekülatif saldırıları kapsamaktadır.

Banka hücumları ve mevduatların geri çekilmesi ya da bankaların varlık yapısındaki kötüleşme, bankacılık krizinin başlangıcı olarak değerlendirilebilmektedir⁶⁵. Bankacılık sisteminin yapısal zayıflığı, krizi ateşleyen bir faktördür.

Sistemik kriz, finansal sistemde ortaya çıkan ve sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok biçiminde tanımlanmaktadır.⁶⁶ Sistemik banka krizi, mali piyasalarda bir ya da birkaç bankanın iflas etmesi, bu durumun da tüm sisteme yayılmasıdır.

Bir ülkenin, ister kamu ister özel kesime ait olsun, dış borçlarını ödenmemesi durumunda dış borç krizi oluşmaktadır. Dış borç krizleri, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişme süreçlerini aksatmakta ve ekonomik sorunlarını artırmaktadır.

Liberalizasyon sürecinde makro ekonomik istikrarsızlıklar ve finansal yapıdaki zayıflıklar gibi temel etkenler genellikle ekonomiye finansal açıdan kırılgan bir yapı kazandırmaktadır. Kırılgan yapının bir noktadan sonra sürdürülemez duruma gelmesi ile kriz yaşanmaktadır.

Kırılgan bir ekonomik yapının nitelikleri; borç finansmanında artış, uzun vadeden kısa vadeli borca kayış, varlık piyasalarında spekülatif hareketlerde artış olarak sıralanabilmektedir. Mali sistem içerisindeki yeri ve önemi nedeniyle, bankalara ve mevduatların korunmasına yönelik güven duygusunun kaybolması, finansal yapıda zayıflıklara yol açarak ekonominin krize sürüklenmesini hızlandırmaktadır.

⁶⁴ Barry Eichengreen, Andrew Rose ve Charles Wypoloz , “Contagious Currency Crises”, **NBER Working Paper**, 5681, 1996, s.12.

⁶⁵ Franklin Allen ve Douglas Gale, “Optimal Financial Crises”, **The Journal of Finance**, 53(4), 1998, s.1245.

⁶⁶ David Marshall, “Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure”, **Economic Perspectives**, 1998, s.13

Tarihi süreçte iktisadi hayatta bir takım kaoslar ve krizler yaşanmıştır. Yaşanan ekonomik krizler 1980 öncesi ve sonrasında farklılık göstermektedir. 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında ekonomik sistem ve ilişkilerde önemli bir değişimin gerçekleştiği ve gelişmelerin öncesiyle karşılaştırıldığında köklü farklılıklar içerdiği görülmektedir. Bu noktada finansal sektörde yaşanan gelişmeler ve bunların sonucunda finansal sektörün genel ekonomik yapı içindeki konumunun, söz konusu değişimin temel nedeni olduğu görülmektedir. Ortaya çıkan bu yeni sistemin öncekinden farklı yapısı ekonomide yaşanan sorunların da değişmesine yol açmıştır. 1980'lerden bu yana sadece ekonomik krizlerin nedenleri ve izledikleri gelişim seyri değil, mekanizmaları, yapıları ve yerel sıkıntıların dünya ekonomisini etkileme gücü de büyük ölçüde farklılaşmıştır. Bu dönemde daha çok, genelde finansal özelde ise bankacılık krizleri ortaya çıkmıştır. Etkilediği ilk sektörden başlayarak yayılan krizler, sonuçta bütün sektörlerde hissedilecek şekilde ekonomide zincirleme etkilerde bulunmakta, işsizlik ve iflaslar ekonomide bütün sektörlerle yayılmaktadır⁶⁷. Yaşanan bu krizler ise ait oldukları ülke riskini önemli ölçüde etkilemiş sermaye yatırımlarında düşmelere neden olmuştur.

Başlangıçta sınırlı sayıda ülkede yaşanan krizler, 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren birçok ülkede etkisini göstermeye başlamış, dünya ekonomisinde istikrarsızlıklara neden olunca gelişmiş ülkeler ve uluslararası kuruluşlar bir araya gelerek sorunun çözümüne yönelik arayış içine girmişlerdir. Varılan ortak nokta, istikrarlı bir ekonomik ortamın yaratılması, piyasaların geliştirilmesi, her alanda şeffaflığın sağlanması, ulusal ve uluslararası mali sistemin güçlendirilmesi, uluslararası mali krizlerin önlenmesi konusunda çalışmalar yapılması olmuştur. Ulusal mali sistemin güçlendirilmesi kapsamında, gelişmekte olan ülkelerde geleneksel olarak mali sistemin en önemli kurumlarını oluşturan bankaların yeniden yapılanması önem kazanmıştır⁶⁸.

2.2.1. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller

Her kriz öncesindeki nedenler: ortak bir noktada birleşir ve bunlar; ekonomik durgunluk ya da beklenenin altında bir ekonomik büyüme, bozulan dış ticaret hadleri, aşırı değerli ulusal para ve artan faiz oranları yani kredi maliyetleridir.

⁶⁷ Hüsnü Akhan, “Türk Bankacılık Sisteminde Yeni Dönem”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 15 (174), 2000, s.43

⁶⁸ Erinç Yeldan, “Türkiye Ekonomisinde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine”, **Doğu-Batı Dergisi**, 4 (17), 2001, s. 29

1990'lı yıllardan itibaren krizlerin daha sık aralıklarla yaşanmasıyla birlikte krizleri açıklamaya çalışan modellerin de sayısı artmıştır. Reel ve finansal krizlere açıklık getirmek amacıyla geliştirilen çok sayıda teorik model söz konusudur. Geliştirilen her teorik model, bir sonraki krizi açıklamakta yetersiz kalabilmektedir. 1990'lı yıllardan itibaren yaşanan krizlerin pek çok yönden ortak özellikleri olsa da, hiçbir kriz birbirinin aynısı olmamıştır. Dolayısıyla bu modellerin her birisi, krizlerin farklı bir boyutuna dikkat çekmiş ve yaklaşmakta olan bir krizin belirtilerinin (öncü göstergelerinin) neler olduğunu açıklamakta yardımcı olmuştur.

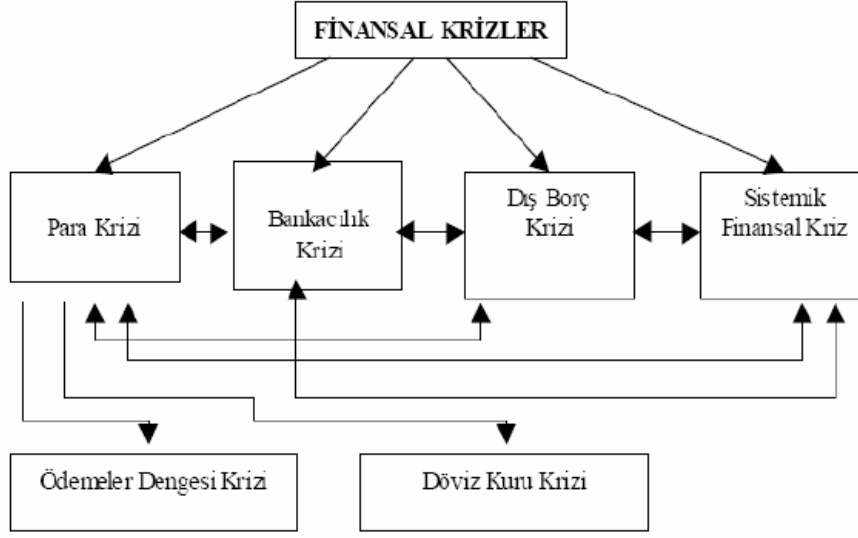
Kriz modellerini üç başlık altında sınıflandırmak mümkündür:

- Birinci Kuşak Modeller
- İkinci Kuşak Modeller
- Üçüncü Kuşak Modeller

Bu üç modelde yaşanan krizler, krizi yaşayan ve global anlamda etkilenen tüm ülkeler açısından ülke riskini ciddi oranda etkilemektedir.

Finansal krizlerin de çıkış nedenleri şu şekildedir; Uluslararası finansal liberalizasyon uygulamaları sonrası gelişmekte olan ülkeler faiz, kur ve uluslararası sermaye hareketleri aralarındaki ilişkilere bağlı olarak krizler yaşamışlardır. Uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerdeki makro ekonomik istikrara karşı oldukça duyarlı olup ekonomik bir çalkantı durumunda ülkeyi terk edebilme özelliğine sahiptirler. Finansal krizler daha öncede ifade edildiği gibi genel olarak dört şekilde ortaya çıkmaktadır. Bunlar para, bankacılık, dış borç ve sistematik finansal krizlerdir. Bunları aşağıdaki şekilde gösterildiği gibi ifade etmek mümkündür.

Şekil 1: Finansal Krizler



Kaynak: Güven Delice, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 20, 2003, s.58.

2.2.2. Türkiye’de 1980 Sonrası Yaşanan Finansal Krizler ve Ülke Riskine Etkileri

Türkiye, 1970’li yılların sonunda arka arkaya gelen ekonomik krizler yaşamış ve uygulanan istikrar programlarının makro değişkenler üzerindeki etkileri tam olarak hissedilmeden 1980 yılında yeni bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. 1980 ekonomik krizi sonrasında uygulanan 24 Ocak 1980 istikrar kararlarının etkisi 1990’lı yıllara kadar devam etmiş ancak 1994 yılında yeni bir kriz daha ortaya çıkmıştır. Bu krizin etkilerini azaltmak amacıyla 5 Nisan 1994’de 5 Nisan Kararları adı altında yeni istikrar kararları uygulamaya konulmuştur. 5 Nisan Kararlarından sonra 9 Aralık 1999 İstikrar Tedbirleri uygulamaya konmuş ancak bu tedbirlerin sonucunda Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri patlak vermiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin akabinde halen yürürlükte olan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konulmuştur.

Türkiye’de finansal liberalizasyon, kırılganlık ve kriz ile ilgili daha geniş bilgiye aşağıda yer verilmektedir⁶⁹.

Bu konu ile ilgili olarak, 1970’li yılların sonunda ödemeler dengesi sorunları nedeniyle yaşanmaya başlanan ekonomik durgunluk, sanayinin döviz gereksinimini de karşılayabilecek yeni bir sanayileşme stratejisinin benimsenmesi zorunluluğunu ortaya

⁶⁹ Mert Ural, “Finansal Krizler ve Türkiye”, *D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi*, 18(1), 2003, s.17-19

çıkarmıştır. Ekonominin gereksinimlerinin karşılanabilmesi için gerekli olan finansal piyasalarda liberalizasyon ve derinleşmenin sağlanmasına yönelik olarak, 1980 yılından itibaren çeşitli yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmıştır.

Bu anlamda tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de finansal liberalizasyon sonrasında krizler yaşanmıştır. Bu krizlerin ortaya çıkmasındaki temel neden ise makroekonomik istikrar sağlanmadan, yeterli yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmadan finansal liberalizasyon uygulamasına başlanmasıdır.

Dünya genelinde olduğu gibi, 1980 yılında Türkiye, ekonomik açıdan yeni bir döneme girmiştir. 1980 öncesinde dışa kapalı, ithal ikamesine dayanan, sabit kur rejiminin izlendiği bir yapıda iken, 24 Ocak 1980 Kararları ile finansal liberalizasyonu ve ihracata yönelik sanayileşme stratejisini başlatarak, döviz kuru ve faiz politikalarına reform düzeyinde değişiklikler getirmiştir. 1989 yılında döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbest bırakılarak tam liberalizasyon sağlanmıştır. Döviz işlemlerinde ve sermaye hareketlerinde liberalizasyona gidilmesi sonucu yurtdışından borçlanma ile sağlanan fonlar, bankalar için mevduat yanında önemi artan bir kaynak durumuna gelmiştir.

1993 yılında hükümetin faiz oranlarını düşürmesiyle, fonlar döviz ve borsaya yönelmiş, döviz kurları yükselmiştir. Merkez bankasının müdahalede başarısız olması, belirsizlik ve dalgalanmaları beraberinde getirmiştir. 1993 yılında borçlanmanın sınırına ulaşılmış, Cumhuriyet tarihinde ilk defa, toplam vergi gelirleri iç borç taksit ve faiz ödemelerini karşılayamamıştır. 1993 yılının sonlarından itibaren biraz da yerel seçimlerin etkisiyle Merkez Bankası’nın iç varlıkları hızla artarken dış varlıkları azalmıştır. Bu kriz sinyallerine rağmen, 1994 Ocak ayında TL’nin değerinin yeterince düşürülmemesi ya da faiz oranlarının yeteri kadar yükseltilmemesi, ekonomiyi 5 Nisan’da krize sokmuştur.

Bu dönemden sonra, Türkiye’de 1994 Kriz’i sonrası, 5 Nisan Kararları olarak bilinen istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. 5 Nisan Kararları’nın amaçlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür⁷⁰;

- Enflasyonun düşürülmesi,
- TL’ye istikrar kazandırılması,
- İhracatın artırılması,

⁷⁰ Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim**, İstanbul: Beta Yayınları, 1999, s.415

- Ekonomik istikrarın kazanılması,
- Gelirlerin ekonomide rekabeti sağlayacak ve verimli istihdamı yaratacak şekilde gelişmesinin sağlanması,
- Sürdürülebilir büyümenin gerçekleştirilmesi,
- Toplumda her kesimin özveride bulunmasıdır.

5 Nisan Kararları, istikrar programları ve yapısal düzenlemeler olarak iki bölümden oluşmaktadır. İstikrar programının içeriğini, kamu harcamalarının azaltılması, kamu gelirlerinin artırılması, döviz kuru uygulaması, ücret ve fiyat politikaları, bankalar ve dış ticaretle ilgili önlemler oluşturmaktadır. Yapısal düzenlemeler bölümü ise, yeni vergilerin uygulanması, özelleştirmeler, Kamu İktisadi Teşebbüsleri, sosyal güvenlik kuruluşları ve tarımsal destekleme politikaları ile ilgili önlemlerden oluşmaktadır⁷¹.

Kamu harcamalarının azaltılması amacıyla, kamuda taşıt kullanımları sınırlandırılmış, taşıt alımları, lojman, sosyal tesis ve hizmet binaların yatırımları durdurulmuştur. Kamu gelirlerinin artırılması için ise, KİT ve Tekel ürünlerine zam yapılmış ve bir kereye mahsus olmak üzere “Net Aktif Vergisi” ve “Ekonomik Denge Vergisi” uygulanmıştır⁷².

Bu ek vergiler ile 70 trilyon TL gelir hedeflenmiş ve vergi iadesi sistemi yıllığa dönüştürülmüştür. 5 Nisan Kararları ile KİT ürünlerinden şeker % 50-62, çaya %64,2-72,2, akaryakıtta %45,9-90, tekel ürünlerine % 70-100 oranında zam yapılmıştır. TL %39 oranında değer kaybına uğramış, döviz kurları serbest bırakılmış ve kurlar 10 bankanın verilerine göre belirlenmeye başlanmıştır. Hazine bonusu, tahvil ve repo gelirlerinden alınan %5 oranındaki vergi kaldırılmış, bankaların münzam karşılıkları sıfırlanmıştır. Kamu kuruluşlarının paralarının MB veya Ziraat Bankası’nda tutulma zorunluluğu getirilmiştir. Hazine’nin Merkez Bankası’ndan kullanacağı kısa vadeli avanslar bütçe ödenek artışlarının %12’si ile sınırlandırılmıştır. 5 Nisan Kararları ile 10 yıl aradan sonra ilk defa IMF ile Stand-by anlaşması yapılmıştır. 27 Mayıs 1994 tarihinde IMF’ye sunulan niyet mektubunda, yıl sonunda enflasyonun %111 seviyelerinde gerçekleşeceği, ihracatın 17.5 milyon Dolar olacağı, cari açığın 300 bin Dolar fazla vereceği, döviz rezervlerinin 1 milyar Dolar artacağı, bütçe açığının 103 trilyon TL’de kalacağı, KİT’lere verilen desteğin

⁷¹ Zeynep Karaçor, **İstikrar Politikaları ve Uygulamaları Ders Notları**, 2001, s.58-59

⁷² Emin Çarıkçı, **Ekonomik Gelişmeler ve Türkiye - AB ilişkileri**, Ankara: Tutubay Yayınları, 2001, s.141

azaltılacağı ve KİT açıklarının 55 trilyona çekileceği, dış borçların 6.5 milyar Dolar ile sınırlanacağı yönünde taahhütler yer almıştır⁷³.

Bu süreçten sonra 1995-1999 döneminde, 1994 krizine yol açan ekonomik ve siyasi faktörlerde iyileşme yaşanmamış, dengesizlikler yapay tedbirlerle bastırılarak olabilecek krizler geçiştirilmeye çalışılmıştır. Bu süreçte yaşanan Asya, Rusya ve Brezilya krizleri ile Ağustos 1999'da yaşanan Marmara depreminin getirdiği ekonomik daralma etkisi, 1999 yılı sonunda Enflasyonu Düşürme (Dezenflasyon) Programı'nın yürürlüğe konulmasına yol açmıştır. Program, dengesizlikleri sürdürülemez kadar artmış ekonomi ile uluslararası rekabet gücü azalmış reel sektör yapısını düzeltmeyi hedeflemiştir. Üç yıllık bir dönemi kapsayan dezenflasyon programı, henüz başlangıç aşamasındaki hatalar ve uygulama sürecindeki aksaklıklar nedeniyle kendisinden beklenen başarıya ulaşamamıştır. Şöyle ki;

2000-2002 dönemindeki IMF destekli istikrar programı ise, genel olarak; vergi gelirlerinin artırılmasını, harcamaların kontrol altına alınmasını, faiz dışı fazlanın yükseltilmesini, iç borçlanmanın azaltılmasını, faizlerin düşürülmesini, dış borçlanmanın artırılmasını, döviz girişine paralel olarak para arzı artırımını yapılmasını ve Merkez Bankasının para arzı kontrolünü içermektedir.

Programın üç ana unsuru; nominal döviz kuru çitası ve buna bağlı para programı, kamu maliyesi ve yapısal uyum reformlarıdır. Bu program kapsamında Türkiye'de yaşanan ekonomik sorunların nedeni yüksek enflasyona bağlanmaktadır. Bu nedenle hükümet birinci amaç olarak enflasyon oranını, 2000 yılı için TÜFE'de %25'e ve TEFEE'de %20'ye, 2001 yılı için TEFEE ve TÜFE sırasıyla %10 ve %12'ye ve programın uygulama sonu olarak ilan edilen 2002 yılı içinse, %5 ile %7'ye düşürmeyi amaçlamıştır. Enflasyonu düşürme programında para kuruluna dayanan sabit kur uygulaması öngörülmüştür. Aynı dönemde, TL'nin değeri 1 Dolar ve 0.77 Euro'dan oluşan bir sepete bağlanmış ve döviz kurunun alacağı değer, hedef alınan yıllık enflasyon oranı %20 ile sınırlandırılmıştır. TL'nin yılın ilk çeyreğinde sepet karşısında ayda %2,1, ikinci çeyreğinde ayda %1,7, üçüncü çeyreğinde ayda %1,3, son çeyreğinde ise, ayda %1,0 oranında değer kaybetmesi öngörülmüştür. Dolayısıyla değişim marjının 2001 başında %0,9 olması ve Temmuz 2001'de kurun dalgalanmaya bırakılması planlanmıştır. İç kredilere bir tavan sınırlaması getirilerek parasal genişlemeler resmi rezerv hareketlerine bağlanmıştır. Merkez

⁷³ Karluk, *Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim*, s.416-417

Bankası'nın parasal tabanı değiştirebilmesi, yalnızca net dış varlıklarda meydana gelecek artış ya da azalışlarla sınırlandırılmıştır. Programda gelirler politikası ile ilgili maddeler de bulunmaktadır. Hükümet, enflasyondaki düşüşü ve döviz kuru politikasını desteklemek, özel sektör ücret ve fiyat artışlarının belirlenen enflasyonla uyumlu olması konusunda yol gösterici olmak için, gelirler politikası uygulamayı planlamıştır⁷⁴.

9 Aralık 1999'da IMF'ye sunulan niyet mektubunun maliye politikaları kısmında, kamu maliyesi ve maliye politikalarında enflasyonu düşürmek amacıyla yapılacak düzenlemelere yer verilmiştir. Enflasyonun düşürülmesi kamu finansmanının sürdürülebilirliğine, finansmanın sürdürülebilirliği ise, özelleştirmelerin hızlandırılması ve kamu bütçesinde önemli bir fazla yaratılmasına bağlanmıştır. Kamu maliyesinin yapısal reformlarında ise, vergi yükündeki eşitsizliği gidermek amacıyla kamu finansmanının kuvvetlendirilmesi ve orta vadede daha iyi hizmet verilmesi amaçlanmıştır. Programın yapısal reformları, Bankacılık Yasası'nı, Sosyal Sigortalar Kurumu Yasası'nın değiştirilmesini ve prim oranlarının yükseltilmesini, tarımsal desteklemenin kaldırılmasını kapsamaktadır. Söz konusu reform taahhütlerinin hepsi yerine getirilmiştir⁷⁵. Ancak program 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizler nedeniyle devam ettirilememiş ve 2001 Şubat Krizi'nden sonra "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulamaya konulmuştur.

Program kapsamında, yapısal reformlarda yavaşlama olması, kamu bankalarına ilişkin düzenlemelerde yaşanan sorunlar, politik belirsizlikler ve uluslararası sermayenin gelişen piyasalara daha tedirgin yaklaşması, 2000 yılının ikinci yarısında Türkiye'ye yabancı sermaye girişinin azalmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler yukarıda da ifade edildiği gibi Kasım 2000'de kriz yaşanmasına neden olmuştur. Krizin ardından, finansal piyasalardaki riskler ve ekonominin krize karşı duyarlılığındaki artış, 2001 yılı Şubat ayında yeni bir krizin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.

2000 yılı boyunca uygulanan "döviz kuru çapasına dayalı enflasyonu düşürme" programının arka arkaya yaşanan iki krizle çökmesinin ardından, önceleri "Yeni Ulusal Program" daha sonra da "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)" olarak 15 Mayıs 2001'de kamuoyuna duyurulmuştur. 2001 yılı istikrar programının temel hedefleri;

⁷⁴ Fatih Cin, Bilge Köksel Yalçın ve M. Kemal Doğru; "Heteredoks Politikalar Işığında Türkiye'de Uygulanmakta Olan İstikrar Programı ve Bir Değerlendirme", *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (23-24), 2001, s.8-9

⁷⁵ Ömer Faruk Çolak, *Kriz ve IMF Politikaları*, İstanbul: Alkım Yayınevi, 2002, s.162

sürdürülemez boyutlara ulaşan kamu kesimi iç borç dinamiğinin ortadan kaldırılması, ekonominin dış desteğe muhtaç olmayacak biçimde sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve bu amaca uygun olarak, finansal piyasaların yeniden yapılandırılarak, bankacılık kesimine işlerlik kazandırılması olarak belirlenmiştir.

2.3. Ülke Riskinin Ölçülmesi

Bilindiği gibi, ülke riskinin saptanmasında ve ülkelerin risk derecelerinin tespit edilmesinde geliştirilmiş yöntem ve modellerin sayısı oldukça fazladır. Geliştirilen bu modeller vasıtasıyla ülke riskini ölçmek ve analizini yapmak oldukça zahmetli ve uzmanlık gerektiren bir iştir. Temelde bu zorluk ülke riski ölçerken onu etkileyen ekonomik, sosyal ve siyasal değişkenlerin analizinin güçlüğünden kaynaklanmaktadır.

2.3.1. Ülke Riski Ölçülmesinin Önemi

Ülke riski analizi ilk olarak 1970'li yıllardaki petrol krizlerinin neden olduğu borç krizleriyle gündeme gelmiştir. 1980'li yılların başlarında, ağır dış borç yükü altındaki birçok gelişmekte olan ülke borçlarını ödeyemez duruma düşmüş ve özellikle de 1982 yılında Meksika'nın borçlarını erteleme (moratoryum) talebi sonucunda ortaya çıkan borç krizi, bu dönemde, uluslararası borç vermede ihtisaslaşan finans kuruluşları, ülke riski kavramı üzerinde durmaya iten en önemli etken olmuştur⁷⁶.

Kredi değerliliğinin derecelendirilmesi, müşterinin;

- Kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya
- Borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde karşılayamama riskinin, yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir⁷⁷.

Ülke riskinde ölçüm ve derecelendirme, özellikle ülke riski derecelendirmesi, uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır. Dünyada uluslararası düzeyde tanınan çok fazla kredi derecelendirme kuruluşu olmamakla birlikte özellikle bunlardan üç tanesi dünya pazarının büyük bölümünü tutmaktadır. Bunlar: Moody's, Standard & Poor's (S&P) ve Fitch'dir. Ülkemiz açısından da BDDK, ilgili Yönetmelik ekinde kredi notları dikkate alınacak Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarını

⁷⁶ Fatoş Tugay, "Ülke Riski", *Bankacılar Dergisi*, 2(5), 1991, s.30.

⁷⁷ İMKB, *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İstanbul: İMKB Yayınları, 2002, s.571

Moody's, S&P ve Fitch olarak belirlemiş ve söz konusu kuruluşlarca kullanılan not ve sembolleri açıklamıştır⁷⁸.

Ülke riskini derecelendirme ülkenin ekonomik kamu düzeninin sağlanmasında önemli bir yere sahip olduğu düşünülmektedir. Günümüzde, kamu düzeni kavramı, artık ekonomik kamu düzenini içine alacak bir biçimde genişlemektedir. Çünkü ekonomik yapı, devlet düzeninin temellerinden biri olup, siyasal sosyal ve doğal özelliklerinden soyutlanmamaktadır. Ekonomik kamu düzeninin sağlanması, devletin kamu düzenini gerçekleştirme görevinin bir parçası olarak ortaya çıkmakta ve ekonomik kamu düzenini sağlama amacına yönelmektedir. Bir devlette ekonomik yapı, devlet düzeninin temellerinden biri olarak görülmekte ve toplumun siyasal, sosyal ve doğal özelliklerinden ayrı olarak değerlendirilememektedir⁷⁹.

Türkiye'de kamu yatırımlarının finansmanı, hazinenin iç ve dış piyasalarda düşük faizle borçlanması, sermaye piyasalarının sağlıklı gelişiminin sağlanması gibi ekonomik kamu düzenini ilgilendiren pek çok alanda derecelendirme ön plana çıkmaktadır. Zira ülkelerin ihtiyaç duydukları finansman kaynaklarının temininde vade, faiz, kredi miktarı gibi önemli konularda tarafsız ve bağımsız derecelendirmenin önemi ortaya çıkmakta ve özellikle ülke derecelendirmeleri, Hazinenin gerek iç ve gerekse dış borç yükünün belirlenmesinde, düşük faizli borçlanmalarda giderek önemini artırmaktadır. Gelişmekte olan bir ülke olarak kamu yatırımlarının finansmanında Türkiye'nin gerek dış ve gerekse iç borçlanma araçlarına sıkça başvurması Hazinenin borçlanma faiz oranları açısından sağlıklı bir derecelendirmeyi zorunlu kılmaktadır. Derecelendirme ulusal ve uluslararası ölçekte; ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırmakta, ekonominin dış kaynak teminini, piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlamaktadır. Diğer taraftan tasarrufların daha kolay mobilize edilmesi (düşük tasarrufların yatırıma dönüşmesi) açısından da derecelendirmenin önemi büyüktür. Yine derecelendirme; ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken mali işlemlerin etkinliğini artırmakta ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlamaktadır. Menkul

⁷⁸ M. McNamee, "The Credit Raters: How They Work and How They might Work Better", **Business Week**, 2002, s.38.

⁷⁹ Özgecan Ordu, **İnsan Hakları Sözleşmesinde Temel Hak ve Özgürlüklerin Sınırlanma Nedeni Olarak Avrupa Kamu Düzeni**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008, s.38

kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşması da tutarlı, objektif bir derecelendirme faaliyetini gerçekleştirecektir⁸⁰.

Bununla birlikte derecelendirme; menkul kıymet alım - satımında bir tavsiye niteliğinde olmamakla birlikte hızlı referans unsuru oluşturup risk tespitinde standardizasyon sağlamakta, menkul kıymet fiyatlarındaki spekülasyon dalgalarını sınırlandırıp bir denge unsuru oluşturmaktadır. Ayrıca derecelendirme kurumsal ve yabancı yatırımcıların piyasaya girmelerini teşvik ederek uluslararası piyasalarla entegrasyonu kolaylaştırmakta ve uzun vadeli yatırım eğilimini güçlendirmektedir⁸¹.

Sonuç olarak derecelendirme, sermaye piyasalarının güvenilirliği ve sağlıklı gelişimi için temel ve zorunlu bir unsurdur. Derecelendirme şirketleri, organize piyasalarda borçlanma araçlarının riskliliği hakkında üçüncü şahıs olarak görüş bildirerek, asimetrik bilgilendirmenin önlenmesi, piyasa etkinliğinin ve şeffaflığının artırılması gibi fonksiyonları yerine getirirler⁸².

Diğer taraftan derecelendirme kuruluşlarının ülkelere vermiş oldukları notlar sıklıkla kamu otoriteleri tarafından eleştirilmekte ve söz konusu kuruluşların tarafsız ve bağımsız davranmadıkları hususuna vurgu yapılmaktadır. Hatta dünyada meydana gelen Amerika merkezli mortgage krizinin ana sorumlularından olarak dünyadaki önemli kredi derecelendirme kuruluşları gösterilmektedir.

Benzer şekilde Avrupa ve Amerika'da yaşanan kriz, kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcıların bilgilendirilmesi konusunda ne kadar amatör çalıştıklarını da ortaya koymuştur. Değerini ipotek ödemelerinden ve ev fiyatlarından alan ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasalarında derecelendirme kuruluşlarının yanlış, hatalı ve taraflı değerlendirmeleri sonucunda bütün dünya yatırımcıları ve finansal kurumlar Amerikan konut piyasasına yatırım yapmışlardır. Birçok yatırımcı, kredi derecelendirme kuruluşlarının bu yeni karmaşık ürünler hakkındaki değerlendirmesine bakarak karar vermiş ve bu kuruluşların değerlendirmelerini yeterli sayarak ipotekli konut kredisi piyasasında kendileri yeterli incelemeleri yapmamışlardır. Kredi derecelendirme kuruluşları, konut fiyatlarının asla düşmeyeceğini düşünerek bu piyasada yüksek

⁸⁰ Kubilay Mumyalmaz, **Rating'in (Derecelendirme) Finans Sektörü Bakımından Yeri ve Önemi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998, s. 20.

⁸¹ Cengiz Aydın, **Ekonomik Güvenlik-Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008, s.43

⁸² Mumyalmaz, a.g.e., s. 24-25.

derecelendirme notları vermişler ve yüksek riskli ipotek kredilerinin kalitelerindeki düşmeleri görememişlerdir. Ani satış baskısıyla birlikte bu ürünlerin hızlı bir şekilde paraya çevrilmesindeki zorluklar parasal krizin derinleşmesini de beraberinde getirmiştir⁸³.

Derecelendirme şirketlerinin tutarsız ve taraflı hareket ettikleri yolunda dünya genelinde yoğun bir kanaat olduğu gibi mevcut uygulamalar da bu iddiayı desteklemektedir. Derecelendirme kuruluşlarının Türkiye hakkında düzenledikleri raporlar ve verdikleri derecelendirme notları açıkça durumu ortaya koymaktadır. Özellikle derecelendirme kuruluşlarının yüklenen misyonla birlikte bu kuruluşların Türkiye ile ilgili olarak açıkladıkları notlar ve buna karşılık Türkiye’de yaşanan ekonomik gelişmeler karşılaştırıldığında tutarsızlıklar açıkça görülmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’ye pek çok eleştirileri olmuş ve bu eleştiriler çerçevesinde Türkiye’de pek çok alanda reformlar yürürlüğe konulmuştur. Örneğin, yapısal reformlar (sosyal güvenlik, özelleştirme, bankacılık sistemine yönelik reformlar ve tarımsal destekleme politikalarının gözden geçirilmesi), yabancı sermaye yatırımlarının artabilmesi için uluslararası tahkime olanak sağlayan değişikliklerin uygulanması söz konusu olmuştur. Ancak, IMF ile yapılan stand-by anlaşması ve Türkiye’nin AB’ye üyeliğe aday ülke olarak kabul edilmesi derecelendirme kurumlarına göre olumlu gelişmeler olmuştur⁸⁴.

Ancak, ülkemize verilen derecelendirme notlarının yıllar itibariyle incelenmesi sonucunda 1995 yılında Türkiye’nin derecelendirme notu ile 2009 yılında verilen notun aynı olduğu anlaşılmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar dikkate alındığında 1995 yılından 2009 yılına kadar geçen 14 yıllık sürede Türkiye’nin derecelendirme notunun artırılmasını gerektiren politik veya ekonomik hiçbir olumlu gelişmenin yaşanmadığı gibi yanlış bir sonuç da ortaya çıkmakta ve bu durum da söz konusu kuruluşların notlarının inandırıcılığı konusunda haklı şüphe ve eleştirileri beraberinde getirmektedir.

Bununla birlikte, 2010 yılında Türkiye Bankalar Birliği Başkanı ve İş Bankası Genel müdürü Ersin Özince’ nin görevden ayrılmadan önceki açıklamasında; “Uluslararası

⁸³Pelin Erdönmez, Uluslararası Finansal Kriz Karşısında Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronoojisi, **Bankacılar Dergisi**, 68, 2009, s.87-88.

⁸⁴Mukatel,Loni Aslan, **Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İmkb 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s.102-103.

kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdiği düşük notlara değinmiş, "Türkiye'nin bugün Mısır ve Kolombiya'nın altında, Venezuela ve Nijerya ile eş reytinginin olması akla ziyan bir konudur" sözleriyle duruma tepkisini dile getirmiştir

Konu ile ilgili benzer bir görüş ise şu şekildedir⁸⁵: "Kredi derecelendirme kuruluşları görevlerini ihmal etmiş ve yatırımcıları kandırmışlardır. Bunun bedelini bir şekilde ödemeleri gerekmektedir. Türkiye ekonomisinin sorunları olmakla birlikte bunların hiçbiri bir kriz yaratacak durumda değil. Buna karşılık Yunanistan batmış, Portekiz ise batmanın eşiğine gelmiş durumda. Buna karşın Türkiye'nin hala Yunanistan ve Portekiz'den daha düşük kredi notlarına sahip olduğu görülmektedir. Burada büyük bir yanlışlık var. Bu yanlışlık yeni değil. Türkiye'nin kredi notunun 2006 yılında bu iki ülkenin üzerine çıkması gerekiyordu. Kredi derecelendirme kuruluşları son derecede ağır hareket ediyorlar, ekonomileri iyi analiz edemiyorlar ve o nedenle de yatırımcıları yanlış yönlendiriyorlar. 2006 yılında Türkiye ekonomisi doruk noktasına çıktığında Yunanistan ve Portekiz sorunların içine doğru yol alıyorlardı. Kredi notlarının değiştirilmemiş olması sonucu Yunanistan ve Portekiz Türkiye'den daha uzun vadeli ve çok daha ucuz faizlerle borçlandılar. Şimdi borçlarını ödeyemiyorlar. Kredi notlarının yanlışlığı iki sonuç yarattı: (1) Türkiye haksız yere Yunanistan ve Portekiz'den pahalıya borçlandı, (2) Yatırımcılar bu kuruluşların notlarına inanıp paralarını Türkiye yerine Yunanistan ve Portekiz'e yatırdılar. Şimdi geri almakta sıkıntı içindeler. Kriz sonrasında küresel finans sistemi yeniden yapılandırılırken ele alınması gereken konular içinde kredi derecelendirme kuruluşları en baş sırada yer almalıdır."

Yapılan bu yorumlar ile yakın zamanda Yunanistan'da ortaya çıkan kriz ve derecelendirme kuruluşlarının bu krizi daha da derinleştiren açıklamaları karşısında derecelendirme kuruluşlarının tarafsızlığı bir kez daha tartışılır hale gelmiştir. Almanya Dışişleri Bakanı Guido Westerwelle, Avrupa Birliği'nin, şu an yaşanan finansal kriz yüzünden kendi kredi derecelendirme kuruluşunu oluşturması gerektiğini ve kendi çalışmalarıyla, kredi derecelendirme kuruluşlarının çalışmalarına karşı çıkmak zorunda" açıklamasını yapmıştır. Alman hükümetinin bağımsız ekonomi danışmanlarından Peter Bofinger de S&P'nin Yunanistan ve Portekiz'in kredi notlarını düşürmesini eleştirerek kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel kriz sürecinde sorunları çözemediklerine işaret

⁸⁵ Eğilmez, Mahfi, "Yunanistan, Portekiz ve Türkiye", **Radikal Gazetesi**, 2010.

etmiş ve “Avrupa’nın refahını bu kuruluşlara bağlı hale getirmemeliyiz” ifadesini kullanmıştır⁸⁶.

Sonuç olarak ülke riskinin ölçülmesinin her ne kadar ülkeler açısından yukarıda da ifade edildiği gibi pek çok yararları söz konusu olsa da, derecelendirme yapan kurumların bu konuda daha tarafsız davranmaları gerekmektedir.

2.3.2. Ülke Riski Ölçülürken Dikkate Alınan Etmenler

Kalkınmakta olan ülkelerin ekonomik göstergeleri incelendiği zaman kalkınma sürecindeki en büyük etkenlerin enflasyondaki ani yükselme, faiz oranları ve döviz kurlarındaki aşırı değişme olduğu görülmektedir. Ülke riskinin oluşumunda içsel kaynaklar; finansal liberalizasyon, enflasyon oranı, kamu harcamaları, büyüme hızı, bütçe açığı, faiz hadlerindeki dalgalanmalar, kişi başına düşen milli gelir, istihdam ve ücretler, işsizlik oranı, transfer harcamaları, satın alma gücü paritesi, iç piyasaya borçlanma maliyeti, faiz ödemeleri, bankacılık sisteminin yapısı, borsadaki gelişmeler, kapasite kullanımı, terör, nüfus artış hızı, özelleştirme uygulamaları, tarımsal üretim, siyasi partiler ve hedefleri, çeşitli etnik gruplar, öğrenci eylemleri, trafik kazaları, çevre düzenlemeleri, iç piyasanın büyüme olasılığının yüksekliği, kamu açıklarının azaltılması, yapısal reformların yürürlüğe konulması olarak sıralanabilmektedir⁸⁷.

Bununla birlikte ülkelerin kalkınmasıyla birlikte artan ithalat ve ihracat ülkenin kamu ve özel kesimini diğer ülkelerin kamu ve özel kesimiyle belirli ilişkiler içine sokmuştur. Gelişmeler daha da ileriye giderek Avrupa Birliği (AB), Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) vb. olduğu gibi belirli ülkeler itibariyle gruplaşmalar olmuş ve gruplar arası ilişkiler ön plana çıkmıştır. Bu ilişkilerden kaynaklanan ülke riskini etkileyen dışsal kaynaklar; Ülkenin diğer ülke grupları içindeki yeri, komşularla olan ilişkileri, Uluslararası Para Fonu (IMF) kredileri ve bunların geri ödenme kabiliyeti, diğer ülkeler ile yapılan ticari anlaşmalar, ithalat ve ihracata konan kotalar, uluslararası bütünleşme, yabancı sermaye girişine verilen izin, ülkenin askeri gücü, ekonomisinin bağımlı olduğu ülke ve ülke grupları, ülkedeki göçmenler, azınlık hakları olarak sıralanmaktadır⁸⁸.

⁸⁶ Derecelendirme Kuruluşları Ateş Altında, (30.04.2010), **Hürriyet**

⁸⁷ Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, 9.Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2009, s. 771-772,

⁸⁸ Muhammed Bezirci, **Ülke Riskinin Ölçülmesi ve Türkiye Örneği**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998, s.104

Bu anlamda ülke riskinin belirlenmesindeki önemli kriterlerden birisi de o ülkenin politik istikrarıdır. Hükümetin şekli, çalışma prensipleri, devlet birimleri arası ilişkiler ve uyum, sosyal durum gibi etmenler önemli göstergelerdir. Politik risk, bir işletmenin ya da hükümetin finansal, stratejik veya personel zararlarına sebep olabilecek politik bir olayın meydana gelmesi olasılığıdır.

Diğer taraftan, hükümet partisinin programı, sistemin işleyiş özellikleri, diğer siyasi partiler ve programları, iktidar partisinin vermiş olduğu sözler ve gerçekleştirme oranları, komşu ülkeler ile olan ilişkiler, ülkedeki askeri güç ile iktidar partisinin ilişkileri, etnik grupların siyasetteki etkinliği, kanunlar ve uygulanabilirliği, ülkedeki iç savaş ihtimali, yabancı yatırımcılara karşı olan tutum, ülkenin stratejik durumu, uluslararası bütünleşme, komşu ülkeler ile askeri güç arasındaki denge, özelleştirme politikaları ülke derecelendirmesine etki eden başlıca politik gösterge ve faktörler olarak sıralanabilir⁸⁹.

Özetle ülke riskini ölçmede dikkate alınan politik, ekonomi ve çevresel faktörleri oldukça fazla olmakla birlikte aşağıda bu faktörlere kısaca değinmekte fayda vardır. Bunlar⁹⁰:

Politik ve Çevresel Etmenler: politik ve çevresel faktörleri şu şekilde özetlemek mümkündür:

- **Politik Durum:** İktidar partisinin programı ve amaçları ile iktidar partisinin gelecek seçimlerdeki şansı ve iktidarda kalabilme süresi politik durum ile yakından ilgilidir.
- **Kurumsal İlişkiler:** Para politikası uygulaması konusunda Merkez Bankası'nın gücü, Maliye politikasının kullanılması. Hükümetin finansal kurumlar, bankacılık sistemi ve iş alemi ile ilişkileri kurumsal ilişkiler olarak kabul edilmektedir.
- **Ülkenin Endüstriyel Özellikleri:** Başlıca hammaddeler ve üretim bileşimi ve başlıca ürünler endüstriyel özellikler kapsamındadır.
- **Ekonomik Durum:** Ülkedeki işsizlik, kapasite kullanım oranı, enflasyon hızı, ekonomik büyüme (ana sektörler itibarıyla büyüme hızları, sınai üretim artışı, özellikle imalat sanayinde büyüme hızı), döviz kuru

⁸⁹ Tülay Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları**, 2.Baskı, Ankara: SPK Yayınları, 2001, s.47.

⁹⁰ Öztin Akgüç, "Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım, Makro Ekonomik Finansman Oranı", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 22(11), 1985, s.29

- Hükümetin ekonomik durumunu değerlendirmesi: Hükümetin verdiği öncelikler (enflasyonun düşürülmesi veya işsizliğin azaltılması, büyüme hızının artırılması, dış açığın azaltılması, cari işlemler dengesinin sağlanması vb...)
- Amaçlara ulaşmak için hükümetin izlediği politikalar, kullandığı araçlar: bu politikalar para ve maliye politikasıdır.

Dış Ticaret Durumu: ülkenin İthalat ve İhracat ile ilgili değişkenleri bu grupta incelenmektedir. Bunlar:

- Mal grupları itibariyle ithalat ve ihracatın bileşenleri
- İhraç ve ithal mallarının fiyat ve gelir esnekliği
- Başlıca ticaret yapılan ülkeler
- Nispi fiyatlar: Arz talep dengesi, arza göre talep, ücretler, verimlilik, hükümet politikaları
- Nispi gelirler- gelir dağılımı: Ulusal gelir artış hızı, gelir dağılımı tüketim kalıpları, hükümetin gelirler politikası

Cari İşlemler Dengesinde Hizmetler Hesabı (Görünmeyen Kalemler): cari işlemler dengesinde hizmetler hesabına ilişkin göstergeler ise aşağıdaki gibidir:

- Varsa önemli hizmet gelirleri
- Öneminin nedeni
- Hizmet gelirlerinin sürekliliği

Tek Yönlü veya Karşılıksız Transferler: Bu faktörleri iki başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar:

- Ülke açısından önemli olup olmadığı
- Karşılıksız veya tek yönlü transferlerin sürekliliği

Uzun Süreli Sermaye Hareketleri: Bu anlamda ilgili değişkenler şunlardır:

- Sermaye girişinin hangi ülkelere yapıldığı
- Dolaysız yabancı sermaye yatırımları

- Portföy yatırımları: Hisse senedi piyasası, uzun süreli faiz hadleri, karlara ilişkin beklentiler, özel ve kamu kesiminin fon talepleri, birikimlerin oluşumu ve dağılımı, uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin kontroller

Kısa Süreli Sermaye Hareketleri: Kısa süreli sermaye hareketlerine ilişkin göstergeler ise aşağıdaki gibidir:

- İlgili ülkeler
- Dış ticaretin finansmanına yönelik kısa süreli dış krediler
- Para politikası, para arzı ve faiz hadleri
- Kamu ve özel kesimin fon talepleri
- Spekülasyon amaçlı sermaye girişleri
- Birikimlerin dağılımı
- Kısa süreli sermaye hareketleri üzerinde kontroller

Altın- Döviz Rezervi ve Rezerv Hareketleri: Ülke riskini önemli derecede etkileyen bu hareketleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

- Ödemeler dengesi sonucuna göre rezervlerde değişimler
- Döviz kurunu korumak için hükümetin kambiyo piyasalarına müdahaleleri sonucu rezervlerdeki değişimler
- Hükümetin hangi sıklıkla döviz piyasalarına müdahale ettikleri: Rezerv düzeyi ve borçlanma potansiyeli, ekonomik sonuçlar.

Ülke riskini etkileyen ve ülke riskini ölçmede dikkate alınan bu faktörlerin riski etkilemedeki derecesi her ülke için farklı değerler almaktadır. Örneğin ülke riski ölçümünde dış ekonomi faktörü riski, Avrupa'da bir banka için %30 etkilerken, Japonya'da bir banka için %20 etkilemektedir. Ancak oranlar nasıl olursa olsun sonuç itibari ile yukarıda ifade edilen ve daha öncede diğer konularda açıklanan bu faktörler ülke riskini etkileyen temel bileşenlerdir.

2.3.3. Ülke Riskini Ölçmede Kullanılan Metotlar

Sermaye hareketlerini önemli ölçüde etkileyen ülke riskinin ölçülmesine ilişkin yaklaşımlar, ticari bankaların sınır ötesi kredi verme faaliyetleri çok yoğun olduğu dönemlerde, özellikle 1970'li yılların başlarında ve ortasında geliştirilmiştir.

Ülkeler açısından ülke riskinin değerlendirilmesi borç ödeme probleminin ortaya çıkıp çıkmayacağına değerlendirilmesi anlamına gelmektedir. Borçlu ülkeyle ilgili olarak ekonomik ve politik tanımlayıcı bilgi ve indikatörlerden oluşan resmi olmayan değerlendirme metotları söz konusudur. Böyle bilgi ve indikatörlerin yardımıyla analist, bir ülkenin nasıl riskli olacağı hakkında sistematik bir biçimde açıklanabilen veya tanımlayıcı biçimde açıklanabilen (yüksek risk, düşük risk gibi) yargıları formüle etmektedir. Bunun yanında, yapısı katı ve iyi tanımlanmış kontrol listesi ve istatistik sistemleri gibi resmi değerlendirme sistemleri de vardır.

Ülke riskinin ölçülmesinde genel anlamda literatürde 4 çeşit ölçüm tekniği söz konusudur. Bunlar:⁹¹;

- Tamamen kalitatif (nitel) yöntemler
- Yapısallaştırılmış kalitatif yöntemler
- Kontrol listesi sistemi
- Diğer kantitatif yöntemler

Bu tekniklerden ilki olan tam kalitatif sistemlerde kredi analizi yapılacak ülkenin sistematik ve bütüncül bir analizi yapılamamaktadır. Böylece tüm ülkelere uygulanacak kesin bir analiz imkansız olmakta ve ülkeler arasında kıyaslama yapmayı imkansız hale getirmektedir. Ayrıca yapılan saptamalar gelecekte ziyade geçmişe dönük olma eğilimindedir. Subjektif değerlendirmelerin de belirli bir etkisi olmaktadır.

Yapısallaştırılmış kalitatif sistemlerde ülkeler arasında kıyaslama yapmayı kolaylaştırıcı standart bir format kullanılmaktadır. Bu format genellikle politik ve ekonomik faktörleri kapsamakta ve istatistiki çözümlere ve ekonomik göstergelere yer vermektedir. Bu yöntem tam kalitatif sisteme göre ülkeler arasında kıyaslama yapma olanağı vermekle birlikte, açık bir derecelendirme yapabilme imkanını sunmamaktadır.

⁹¹ Anna Micalea Ciarrapicoi, **Country Risk, A Theoretical Framework of Analysis**, Brookfield: Dartmouth Publishing Comp., 1991, s.4-5

Kontrol listesi yöntemi karakterine göre kantitatif bir 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.

Ağırlıklandırılmış kontrol listesi yönteminde her değişken ilgili faktörler üzerinde analistin tercih ettiği öneme göre subjektif olarak ağırlıklandırılır. Ağırlıklandırılmamış yöntemde ise tüm değişkenlere aynı ağırlık verilmiştir. Buradaki tüm değişkenler kantitatif veya kantitatif olabilecek niteliktedir. Bu metod değişkenlerin seçimindeki serbestlik ve ağırlıklandırılmasındaki serbestlikten dolayı genellikle subjektif olarak nitelendirilmektedir⁹².

Diğer kantitatif sistemler ise, ülke riski değerlendirmesinde ekonometrik ve diğer istatistiksel metodlarını içeren tekniklerdir. Bu tekniklerin bir ülkenin kredibilitesinin saptanmasında en objektif, sistematik ve karşılaştırılmalı yolu sunduğuna inanılmaktadır⁹³.

2.3.4. Ülke Riskini Ölçen Kurumlar

Ülke riskini ölçen kuruluşları derecelendirme kuruluşları ve ülke risk ölçüm kuruluşları olarak iki grupta incelemek mümkündür.

2.3.4.1. Derecelendirme (Rating) Şirketleri

Derecelendirme kuruluşları, özel sektör, kamu sektörü ve bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmekte ve ilgililer için belirli dönemler itibariyle sonuçları yayınlamakla görevli olan kuruluşlardır.

Derecelendirme işlemi ise, uluslararası piyasalardan kaynak sağlayan ülke ve kuruluşların dış borç anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirememesi riskini ölçmek için kullanılan bir araçtır⁹⁴.

Daha önceki konularda değinildiği gibi derecelendirme işlemlerinin gerek yatırımcılar açısından gerekse borçlananlar (menkul kıymet ihraç edenler) açısından birçok

⁹² Kara, a.g.e., s. 58

⁹³ Ciarrapicoi, a.g.e., s. 8

⁹⁴ İsa Coşkun-Nevin Yılmaz, “Kredi Değerliliği (Rating) Analizi”, *Yaklaşım*, 50, 1997, s.26

yararı mevcuttur. Bu yararları genel başlıklar halinde aşağıdaki gibi belirtmek mümkündür⁹⁵. Yatırımcılar açısından yararları şunlardır:

- Derecelendirmeler belirsizliği azaltır. Daha az belirsizlik sermaye piyasasının büyümesini, daha geniş piyasa ise verimliliği teşvik eden daha geniş çaplı yatırımcı güveni anlamına gelir.
- Derecelendirme yatırım ufkunu genişletmektedir. Derecelendirme firmalarında görev yapan uzmanlar kredi riskleri üzerinde kapsamlı araştırmalar yapıp güvenilir bilgiler sağlayarak yatırımcılara daha geniş yatırım imkanları sunmaktadırlar.
- Birçok yatırımcı için derecelendirme, kredi risk limitlerini ayarlama özel bir karşılaştırmalı değerlendirme aracı olarak kullanılmaktadır.
- Gelişmiş piyasalarda birçok yatırımcı aynı zamanda derecelendirmeyi, satın alacakları menkul kıymetler için kredi risk primlerini ayarlama bir faktör olarak kullanmaktadırlar.

Menkul kıymet ihraç edenler açısından derecelendirmenin yararları ise şunlardır:

- Sermaye bulmada daha geniş olanaklar sağlamaktadır. Günümüz dünya piyasalarında bir derecelendirme örneğinin, menkul kıymet ihraç eden kurumun iyi bilinmediği piyasalarda ya da yatırımcının ihraç edenin kurumun ulusal diliyle, iş kültürüyle ya da hesap sistemiyle aynı olmadığı durumlarda uluslararası sermaye imkanlarına ulaşmada kolaylık sağlamaktadır.
- Derecelendirme, menkul kıymet ihraç eden firmalara finansal esneklik sağlamaktadır. Daha geniş piyasa imkanı, düşük fonlama maliyetlerine olanak sağlar. Ayrıca derecelendirme, derecesi belirlenmiş bir şirketin piyasaya girişinde kolaylıklar sağlamaktadır.

Derecelendirme şirketlerinin ilk kuruluşu ve gelişimi ABD’de olmakla birlikte sermaye piyasasının gelişimine paralel olarak 1970’li yıllardan sonra diğer ülkelerde de hızla derecelendirme şirketleri kurulmaya başlanmıştır. Bu firmalar incelendiğinde ABD’de yer alan derecelendirme şirketleri dışında kalan derecelendirme firmalarının tamamının 1970 yılından sonra kurulduğu gözlemlenmektedir. Bunlar arasında dünya derecelendirme piyasasındaki önde gelen derecelendirme şirketlerinden Standard&Poors

⁹⁵ Moody’s Investor Service, **The Function of Ratings In Capital Markets**, New York, 1997, s.4

ve Moodys Investor Service en büyük ve en yaygın iki şirkettir. Bu iki şirket yaptıkları risk analizleri ile hemen hemen tüm dünya piyasalarında etkili olmaktadır ve hiçbir ülke bu kuruluşlar tarafından verilmiş olan ülke puanından daha yüksek bir puanla değerlendirilememektedir. Dolayısıyla bu kuruluşların verecekleri yüksek puanlar borçlanacak olan ülkelerin daha rahat koşullarda ve daha çok çeşitlilikle dış borç bulma imkanlarını artırmaktadır. Tersine, bu kuruluşların ülke notunu düşürdükleri takdirde ülkenin dış borç bulma imkânları zorlaşacak ve temin ettikleri yabancı finansmanla ilgili yükümlülükleri ağırlaşacaktır⁹⁶.

Dünyada başlıca derecelendirme kuruluşları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 2: Dünyadaki Başlıca Derecelendirme Şirketleri

| Kuruluş Yılı | Şirketler | Ülkeler |
|--------------|---------------------------|-----------|
| 1909 | Moody's Investor Service | ABD |
| 1922 | Fitch Investor Service | ABD |
| 1923 | Standard&Poors | ABD |
| 1972 | Canadian Bond Rating | Kanada |
| 1974 | Thomson Bankwatch | ABD |
| 1975 | Japanese Bond Rating | Japonya |
| 1977 | Dominion Bond Rating | Kanada |
| 1978 | IBCA Ltd | İngiltere |
| 1980 | Duff&Phelps Credit Rating | ABD |
| 1985 | Japanese Credit Rating | Japonya |
| 1985 | Nippon Investor Service | Japonya |

Kaynak: İnternet verilerinden derlenmiştir.

Dünyadaki en büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak bilinen kurumlar: Moody's Investors Service, Standard&Poors's Corporation ve Fitch Investors Service'dir. Bu kuruluşların kredi notları ve açıklaması aşağıdaki tablodaki ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

⁹⁶ Ali Mert Sunar, **Türkiye'nin Kredi Değerliliği Analizi**, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 1994, s.49

Tablo 3: Derecelendirmede Kredi Notları /Sembolleri, Anlamları

| Moody's | | S&P | | Fitch | | Notun Açıklaması | |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------------------------------|----------------------------|
| Uzun vadeli | Kısa vadeli | Uzun vadeli | Kısa vadeli | Uzun vadeli | Kısa vadeli | | |
| Aaa | P-1 | AAA | A-1+ | AAA | F1+ | En yüksek derece | Yatırım yapılabilir seviye |
| Aa1 | | AA+ | | AA+ | | Yüksek derece | |
| Aa2 | | AA | | AA | | | |
| Aa3 | | AA- | AA- | | | | |
| A1 | | A-1 | A+ | F1 | Üst orta sınıf | | |
| A2 | | | A | | | | |
| A3 | A- | | | | | | |
| Baa1 | P-2 | BBB+ | A-2 | F2 | Alt orta sınıf | | |
| Baa2 | P-3 | BBB | | | | | |
| Baa3 | | BBB- | | | | | |
| Ba1 | Not prime | BB+ | B | BB+ | B | Yatırım yapılamaz spekülative | Spekülative seviye |
| Ba2 | | BB | | BB | | | |
| Ba3 | | BB- | | BB- | | | |
| B1 | | B+ | | B+ | | | |
| B2 | | B | | B | | | |
| B3 | | B- | | B- | | | |
| Caa1 | | C | CCC+ | CCC | C | Şiddetli riskli | |
| Caa2 | | | CCC | | | Aşırı ölçüde spekülative | |
| Caa3 | | | CCC- | | | Kurtarılması beklenen, iflasa yakın | |
| Ca | | | CC | | | | |
| C | D | / | DDD | / | İflas | Default | |
| / | | | DD | | | | |
| / | | | D | | | | |

Kaynak: İnternet verilerinden derlenmiştir.

Tablo 3'te görüldüğü gibi Fitch ve Standard&Poor's en yüksek kredi notu olarak ülkelere AAA ve AA notunu vermektedir. Bu kredi notu finansal yükümlülükleri yerine getirme kabiliyeti son derece yüksek olan ülkelere verilmektedir. Yüksek bir kredi derecesi olan A notu ise finansal yükümlülükleri yerine getirme kabiliyeti yüksek ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebileceği anlamına gelmektedir. Yatırım yapılabilir seviyesini gösteren BBB kredi notu ise finansal yükümlülükleri yerine getirme kabiliyeti yeterli fakat olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenme riski daha fazla dolayısıyla ülkelerin yükümlülüğü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir. BB, B, CCC, CC, C kredi notları ise spekülative olarak değerlendirilmektedirler. BB kredi notu seviyesi asgari derecede spekülative özelliklere sahip ve ülkeler olumsuz ekonomik

koşulların yarattığı tehlikelerle karşı karşıyadır. B kredi notu seviyesi ise ekonomik koşullara karşı savunmasızdır ancak finansal taahhütleri karşılama gücü vardır anlamına gelmektedir. CCC kredi notu seviyesi yatırım yapılabilir kategorisinin oldukça altındadır ve finansal taahhütleri karşılamak için savunmasızdır anlamını içermektedir. CC kredi notu seviyesinde ise finansal taahhütleri karşılama gücü oldukça düşük, C kredi notu seviyesinde risk çok yüksektir ve en spekülâtif derece anlamına gelmektedir. D seviyesinde ise finansal yükümlülükleri yerine getirmek mümkün olmamaktadır.

Moody's ise en yüksek kredi derecesine sahip ülkelere Aaa veya Aa1, Aa2, Aa3 notlarını vermektedir. A1, A2, A3 kredi notu seviyesi yüksek bir kredi derecesi olmakla birlikte ekonomik koşullardan etkilenme olasılığı vardır. Baa1, Baa2, Baa3 kredi notu seviyesi yatırım yapılabilir seviyededir ancak belirsizlikler taşımaktadırlar. Ba1, Ba2, Ba3 kredi notu seviyesi ise piyasa katılımcıları tarafından düşünülen en yüksek riskli not anlamına gelmektedir. B1, B2, B3, Caa, Caa3, Ca ve D kredi notları ise yatırım yapılamaz ve spekülâtif değer taşır anlamındadır.

Türkiye'de yıllar itibariyle verilen kredi notları ve notları veren kuruluşlar ise aşağıdaki gibidir.

Tablo 4: 1992 – 2012 Yılları Arasında Türkiye'ye Verilen Bazı Kredi Notları

| Tarih | Moody's | Tarih | S&P | Tarih | Fitch | Tarih | JCR |
|----------|---------------------------------------|----------|----------------------|----------|-------|----------|-----|
| 05.05.92 | Baa3 | 04.05.92 | BBB (durağan) | | | | |
| 08.10.93 | Baa3 (olası not indirimi için izleme) | 03.05.93 | BBB (negatif) | | | | |
| 13.10.94 | Ba1 | 14.01.94 | BBB- (negatif) | 10.08.94 | B | 18.01.94 | BBB |
| 06.04.94 | Ba1 (olası not indirimi için izleme) | 22.03.94 | BB (negatif izleme) | | | 15.08.94 | BB+ |
| 02.06.94 | Ba3 | 29.04.94 | B+ (negatif izleme) | | | | |

Tablo 4 (Devamı)

| Tarih | Moody's | Tarih | S&P | Tarih | Fitch | Tarih | JCR |
|----------|--|----------|-------------------------------|----------|------------------------|----------|----------------|
| | | 16.08.94 | B+ (durağan) | | | | |
| | | 24.07.95 | B+ (pozitif) | 26.09.95 | BB- | 02.11.95 | BB+ |
| | | 18.10.95 | B+ (durağan) | | | | |
| | | 17.07.96 | B+ (negatif izleme) | 20.12.96 | B+ | 14.05.96 | BB+ (izleme) |
| | | 13.12.96 | B (durağan) | | | 19.11.96 | BB |
| 09.01.97 | Ba3 (olası not indirimi için izleme) | | | | | | |
| 13.03.97 | B1 | | | | | | |
| | | 10.08.98 | B (pozitif) | | | 23.08.99 | BB (izleme) |
| 30.11.99 | B1 (pozitif) | 21.01.99 | B (durağan) | | | | |
| | | 10.12.99 | B (pozitif) | | | | |
| 24.07.00 | B1 (pozitif) (olası not artırımı için izleme) | 25.04.00 | B+ (pozitif) | 10.04.00 | B+ (pozitif izleme) | 28.01.00 | BB+ |
| 21.12.00 | B1 (pozitif) | 05.12.00 | B+ (durağan) | 27.04.00 | BB- | | |
| 21.02.01 | B1 (durağan) | 21.02.01 | B+ (negatif izleme) | 22.02.01 | BB- (negatif izleme) | 07.03.01 | BB |
| 06.04.01 | B1 (negatif) | 23.02.01 | B (negatif izleme) | 02.04.01 | B+ (negatif izleme) | 20.04.01 | BB- (negatif) |
| | | 16.04.01 | B- (negatif görünüm izleme) | 02.08.01 | B (negatif) | 18.07.01 | B+ (negatif) |
| | | 27.04.01 | B- (durağan) | | | | |
| | | 11.07.01 | B- (negatif) | | | | |
| | | 30.11.01 | B- (durağan) | | | | |
| 15.01.02 | B1 (durağan) | 29.01.02 | B- (pozitif) | 05.02.02 | B (durağan) | 01.03.02 | B+ (durağan) |
| 10.07.02 | B1 (negatif) | 26.06.02 | B- (durağan) | | | 12.07.02 | B+ (negatif) |
| | | 09.07.02 | B- (negatif) | | | | |
| | | 07.11.02 | B- (durağan) | | | | |

Tablo 4 (Devamı)

| Tarih | Moody's | Tarih | S&P | Tarih | Fitch | Tarih | JCR |
|----------|------------------|----------|----------------|----------|-------------------------|----------|-------------------|
| 21.10.03 | B1 (durağan) | 28.07.03 | B (durağan) | 25.03.03 | B- (negatif) | 02.09.03 | B+ (durağan) |
| | | 16.10.03 | B+ (durağan) | 06.08.03 | B- (pozitif | | |
| | | | | 25.09.03 | B (pozitif) | | |
| | | 08.03.04 | B+ (pozitif) | 09.02.04 | B+ (durağan) | 12.03.04 | B+ (pozitif) |
| | | 17.08.04 | BB- (durağan) | 25.08.04 | B+ (pozitif) | | |
| 11.02.05 | B1 (pozitif) | | | 13.01.05 | BB- (durağan) | 10.03.05 | BB- (pozitif) |
| 14.12.05 | Ba3 (durağan) | | | 06.12.05 | BB- (pozitif) | | |
| | | 23.01.06 | BB- (pozitif) | | | | |
| | | 27.06.06 | BB- (durağan) | | | | |
| | | | | 10.05.07 | BB- (durağan) | 28.12.07 | BB- (durağan) |
| | | 03.04.08 | BB- (negatif) | | | | |
| | | 31.07.08 | BB- (durağan) | | | | |
| | | 13.11.08 | BB- (negatif) | | | | |
| 18.09.09 | Ba3 (pozitif) | 17.09.09 | BB- (durağan) | 27.10.09 | BB- (pozitif izleme) | | |
| | | | | 03.12.09 | BB+ (durağan) | | |
| 08.01.10 | Ba2 (durağan) | 19.02.10 | BB (pozitif) | 24.11.10 | BB+ (pozitif) | 01.02.10 | BB (durağan) |
| 05.10.10 | Ba2 (pozitif) | | | | | | |
| | | | | 24.11.11 | BB+ (durağan) | | |
| 20.06.12 | Ba1 (pozitif) | 01.05.12 | BB+ (durağan) | 05.11.12 | BBB- (durağan) | | |

Kaynak: Türkiye'nin Kredi Notu Gelişimi, Mynet Finans, <http://finans.mynet.com/haber/detay.aspx?haber=105108902> (17.07.2012).

Türkiye'ye ilk kredi notu 1992 yılında Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyesini gösteren Baa3 olarak verilmiştir. Geçmiş yıllar itibariyle Türkiye'nin kredi notu 1992 ve 1993 yılları haricinde yatırım yapılabilir seviyesinin altında tutulmuştur. 1994 krizinde kredi notu üç kademe birden indirilerek yatırım yapılabilir seviyenin altında tutulmuştur. Fitch 2000 yılında Türkiye'nin notunu B pozitif görünüm olarak belirlemiş, daha sonrasında ise BB durağana çıkarmıştır. 2004 yılına kadar aynı seviyelerde olan kredi derecelendirme notu 2004 yılında Standard&Poor's BB görünümü durağan, 2005 yılında da Moody's Ba3 ve Fitch tarafından BB görünümü durağan olarak yükseltilmiştir. Türkiye'nin 2012 kredi notu ise Standard&Poor's tarafından BB ve görünümü durağan, Moody's tarafından Ba1 ve görünümü pozitif olarak belirlenmiştir. 2012 tarihinde Fitch, Türkiye'nin kredi notunu BB görünümü pozitif'ten BBB görünümü durağana çıkartmış, Türkiye'nin kredi notunu uzun süreden bu yana yatırım yapılabilir seviyeye çıkartan ilk kurum olmuştur.

Türkiye'nin kredi derece notlarında politik ve ekonomik belirsizlikler, belirleyici olmuştur. Türkiye özellikle 1990'lı yıllarda alınan bu düşük notlar neticesinde uluslararası piyasalarda borçlanırken vade yapısı ve maliyeti daha uygun olan piyasalardan borçlanamamıştır. Dış pazarlarda uygun koşullarda borçlanamayan Türkiye ekonomisinde iç borca başvurulmuş, bu da ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Ülkedeki kaynaklar kamu tarafından kullanıldığından reel sektörün ihtiyacı olan kaynak temini sağlanamamış, bu durum reel sektörün yüksek faiz şartlarında faaliyette bulunmasına neden olmuştur.

2.3.4.2. Ülke Risk Ölçüm Kuruluşları

Uluslararası kredi analizi yapan kuruluşların bazıları ülke risk analizlerini kendileri yaparken bazıları ise çeşitli kurumlar tarafından yapılan ülke risk analizlerinden yararlanmaktadır. Bu kuruluşlardan bazıları derecelendirme kriterleriyle birlikte aşağıdaki tabloda bulunmaktadır.

Tablo 5: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kullandıkları Kriterler ve Bu Kriterlerin Kredi Notuna Etkileri

| Kuruluş | Derecelendirme Değerlendirmesi |
|-----------------------------------|--|
| Institutional Investor | Gerekli veri 75-100 arası lider uluslararası bankalardan her ülke için 0-100 arası bir notlandırma yapması istenerek elde edilir. 100 en iyi nottur. Her yanıtın o ülke notunu belirlemede ağırlığı bankanın dünya çapındaki önemine göre belirlenir. Bankanın kullandığı kriterler açıklanmaz |
| Euromoney | 1-Analitik Göstergeler(%40) Politik risk (%15) Ekonomik risk(%10) Ekonomik göstergeler(%15) 2-Kredi Göstergeleri(%20) Geri ödeme durumu(%15) Borç ödeme sorunları(%5) 3- Piyasa Göstergeleri(%40) Piyasalara giriş kolaylığı(%15) Kısa vadeli senet satışı(%10) Faiz oranında pazarlık gücü(%15) |
| Economist Intelligence Unit(EIU), | Orta vade borç düzeyi(%45) Politik risk(%40) Kısa dönem ticari risk(%15) |

Kaynak: Alper Bakdur ve Gülyeter Duman, **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**, Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara: DPT Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, 1999, s.1

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

3.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri Tanım ve Türleri

3.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Küreselleşme sürecinin bir parçası ve uzantısı olarak son yüzyılda dünya ekonomisinde yaşanan en önemli gelişmelerden birisi sermayenin uluslararasılaşmasıdır. Finansın uluslararası olması, sermaye ve finansmanın gittikçe küreselleşmekte olması ve ulusal sınırların önemini yitirmesi anlamına gelmektedir. Bu anlamda ülkeler kendi piyasalarını daha rekabetçi kılabilmek için korumacı politikalardan giderek vazgeçmiş ve piyasa katılımcılarının sayısı artarken, piyasalar çok daha rekabetçi ve etkin hale gelmiştir.

Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili literatürde oldukça fazla tanım yapılmıştır. Bu tanımlamalardan bazıları aşağıdaki gibidir.

Uluslararası (yabancı) sermaye, bir ülkenin sermaye stokuna, o ülkenin ulusal sınırları dışındaki başka bir ülkenin kurum veya vatandaşlarının sahipliği olarak tanımlanmaktadır. Bir ülkede yerleşik bulunanların kendi ülkelerinin sınırları dışında servet edinmelerine uluslararası yatırım veya uluslararası sermaye yatırımı adı verilmektedir. Uluslararası sermaye hareketi ise yatırım amacıyla bir ülkedeki yerleşik kişi veya kurumların bir başka ülkedeki yerleşik kişi veya kurumlara fon aktarması veya göndermesi ile ortaya çıkmaktadır⁹⁷.

Genel olarak uluslararası sermaye kavramı bir ülkenin karşılığını ödemeksizin veya ileri bir tarihte ödemek üzere dış ülkelere sağladığı iktisadi kaynak olarak da tanımlanabilmektedir. Bir ülkedeki yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkan

⁹⁷ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, Can Fuat Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1995, s.34

uluslararası sermaye hareketlerini sınıflandırmak amacıyla çeşitli çalışmalar mevcuttur. Amaçlarına, etkilerine, sürelerine ve bu hareketleri gerçekleştirenlere göre olmak üzere farklı kriterleri dikkate alarak yapılan bu tür sınıflandırmalar içerisinde en çok kullanılan ayırım, kısa ve uzun vadeli sermayedir. Bunun dışında uyarılmış ve otonom, istikrar sağlayıcı ve istikrarsızlık yaratıcı, denkleştirici ve spekülatif gibi çeşitli sınıflandırmalar yapılmaktadır⁹⁸.

Uluslararası sermayenin özelliği, kısa süre içerisinde ülke ekonomisine finansal ve teknolojik kaynak ekleyici bir fonksiyona sahip olmasıdır. Finansal ve teknolojik kaynaklar bir ülkeden diğerine ya borç verme ya da yatırım veya üretime katılma şeklinde aktarılmaktadır. Ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmak amacıyla yapılan yatırımlarda uluslararası sermaye bir ülkeye teknolojik altyapıyı oluşturmak, lisans, patent hakkı, gayri maddi haklar ve hizmetler sağlamak üzere gelmektedir. Bu şekilde yapılan kaynak transferleri yatırımcı veya borç veren ülke açısından sermaye ihracı, ev sahibi ülke açısından ise sermaye ithali anlamına gelmektedir⁹⁹.

Sermaye hareketleri teorisi incelendiğinde ise aşağıdaki görüşler ortaya çıkmaktadır. Bunlar:

Klasik teoriye göre sermaye hareketliliği ülkeler açısından yararlıdır. Sermaye hareketleri ülkenin ödemeler dengesi hesabının sermaye dengesi bölümünde görünmektedirler. İçeriye veya dışarıya doğru bu hareketlerin üzerindeki kısıtların kalkması sermaye hesabının serbestleşmesi anlamına gelmektedir. Bu sayede kısıtlı tasarruf hacmi olan ülkeler verimli yatırımlar için dış kaynak çekebilme, yatırımcılar portföylerini farklılaştırarak risklerini dağıtabilmektedirler¹⁰⁰.

Neo-klasik teori ise, sermaye hareketlerinin serbestçe hareket edebilmesi ve önündeki engellerin kaldırılması durumunda, sermayenin bu hareketliliğinden hem zengin ülkelerde yoğun bulunan sermayenin, hem de iktisadi kalkınması için kaynak ihtiyacı duyan gelişmekte olan ülkelerin yararlanabileceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla bu süreç,

⁹⁸ Eser Berfu, **Küreselleşme Sürecinde Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Krizler Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Boyutu**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004, s.45

⁹⁹ Ahmet Erol, Yabancı Sermaye I, **Mükellefin Dergisi**, 93, 2000, s.72

¹⁰⁰ Hakan Ercan, **Açık Ekonomi İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para**, No. 642, Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, 2000, s.32

optimal kaynak dağılımını olumlu yönde etkileyecek ve ülkenin global anlamda dünya refahını sağlayacaktır.¹⁰¹

İktisatçılara göre sermaye hareketleri teorisi ise aşağıdaki yorumları içermektedir.

Ricardo'ya göre; sermaye ulusal sınırları aşmamaktadır. Bunun nedeni ise kişilerin ülke sınırları dışına çıkamamasıdır. J. St. Mill'e göre ise; sermaye sahibine bağlı bir değer değildir. Sermayenin kazanç farkına bağlı olarak şehir dışına hatta ülke dışına çıkabileceğini söylemektedir. 19. yy başlarında dünyada sermaye hareketleri için uygun ortam hazırlanmakta, 19. yy sonlarında ise artık ulusal sınırlar dışına kolayca taşabilmekte olduğunu söylemiştir. Keynes ve Ohlin'in ortaya attığı teoriler ile de sermaye hareketleri teorisinin temelleri atılmıştır. Üretim faktörlerinden olan emek ve sermayenin uluslararası yer değiştirmekte olduğu konusunun sistemleştirilmesi, 1933 yılında Bertil Ohlin tarafından yapılmıştır. Ohlin, dünya savaşları sonrasında kazanan ülke ile kaybeden ülke arasında kaybedenin tazminat ödemesinden kaynaklı olarak, satın alma gücünde farklılıklar meydana geldiğini ortaya atmıştır. Ödeme yapan ülkenin satın alma gücünde azalmanın, diğerinde ise artışın söz konusu olduğunu belirtmiştir¹⁰².

Bu görüşler ışığında sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimini irdelemekte fayda vardır.

3.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi

Uluslararası sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimine bakıldığında 19.yüzyıl'dan önce büyük bir ekonomik öneme sahip olmadıkları görülmektedir. 16.17. ve 18.yüzyıl'larda ülkeler arası sermaye hareketleri hükümdarlarca oluşturulmuş askeri operasyonlar, çok önemli nedenlerle borç, haraç, vergi ya da kamu yararına teşebbüslere parasal katkı şeklinde olduğu görülmektedir. 18.yüzyıl'ın ikinci yarısında daha çok Alman bankerlerce sürdürülen devamlı bir aktivite ve Napolyon Savaşları sonrası uluslararası finansmanda Büyük Britanya'nın üstünlüğü söz konusudur. Ancak bu dönemde Hollandalı

¹⁰¹ Gülten Kazgan, **İktisadi Düşünce veya Politik İktisatın Evrimi**, Remzi Kitabevi 9. Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2000, s.173

¹⁰² Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1997, s.16-23

servet sahiplerinin bir miktar sermayelerini İngiltere'ye yatırdıkları görülmektedir. Bu anlamda Büyük Britanya büyük kreditor ülke haline gelmiştir¹⁰³.

Yabancı sermaye yatırımlarında gelişmekte olan ülkelerin imalat, madencilik ve tarımsal alandaki gelişmesine büyük oranda Avrupa sermayesinin yardımı görülmektedir. Bu anlamda 19.yüzyıl uluslararası sermaye hareketleri, kontrolü olmayan kıymetli evrakın varlığından kaynaklanan hareketlerdir ve uzun vadeli borçlanma şekli olan tahvil yatırımları olarak gerçekleşmiştir. 1914'lere kadar olan dönemde sterlin cinsi tahvil Dünya piyasalarına egemen olmuştur¹⁰⁴.

19.yüzyıl diğer önemli sermaye ihracatçısı ülkeler; Fransa, Almanya, Belçika, Hollanda'dır. Her yıl yapılan yatırımlara ilave sermaye katkısında bulunmuşlar, yıllık getirilerini tekrar yatırmışlardır. 1874- 1914 döneminde (1913 fiyatlarıyla) kümülatif yabancı sermaye yatırımları büyüme oranı %64'dür ve bu oran dış ticaret hacmi ve milli gelir büyüme oranlarından büyüktür. Dolayısıyla bu durum sermaye yatırımlarının yüksek kazanç sağladığını göstermektedir. 1913'lerde B.Britanya 18 milyar dolar sermaye ihracının % 41'ini yapmış, diğer önemli sermaye ihracatçısı ülkeler: Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda, İsviçre toplam 20,3 milyar dolarlık ihracatlarıyla onu izlemişlerdir¹⁰⁵.

Diğer taraftan ABD'de sermaye teşekkülünün %10'unu sermaye ithaliyle finanse ettiği görülmektedir. Ancak II. Dünya Savaşı sonrası ise ABD'nin borç alan ülke yerine borç veren ülke konumuna geçmiştir. 1920'lerde uluslararası sermaye piyasalarında bozucu etkileri güçlü rol oynamış, 1930'larda ise tamamen durmuştur. II. Dünya Savaşı'yla birlikte sermaye hareketleri de önem kazanmaya başlamış, yapılarında ise önemli değişim olmuştur. Bu dönemde sermaye ihracının %30'u kadarının devlet bağışlarından, % 20'ler kadarı devlet ödünçlerinden meydana geldiği, özel sermaye akımlarında ise direkt yatırımların önemli rol oynadığı görülmektedir¹⁰⁶.

Bununla birlikte İkinci Dünya Savaşı sonrasında toplanan Bretton Woods konferansı ile yön verilen sistemdeki sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma

¹⁰³ F. Nuray Altuğ, **Gelişmekte olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye'nin Dış Borçlanması**, No. 544, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları, 1986, s.11.

¹⁰⁴ Charles P. Kindleberger, **Uluslararası İktisat**, (Çev. Necdet Serin), 2.Baskı, Ankara: Doğan Yayınevi, 1970, s.131.

¹⁰⁵ Altuğ, **Gelişmekte olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye'nin Dış Borçlanması**, s.14.

¹⁰⁶ Altuğ, **Gelişmekte olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye'nin Dış Borçlanması**, s.15.

niteliğinde ve genellikle plan, proje ya da ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklanan finansman gereğini karşılama işlevini üstlenen hareketlerdir. Dolayısıyla, bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin uluslararası mali piyasalara girişi sınırlı kalırken, bu ülkelere olan sermaye hareketleri de doğal olarak sınırlanmıştır¹⁰⁷.

1970'lerden itibaren mevcut olan yükseliş eğilimine karşın, 1970'lerde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerindeki canlanmayı 1980'lerde keskin bir ters dönüş izlemiştir. Daha büyük ölçüde bir canlanma ve ters dönüş ise 1990'larda gerçekleşmiştir. 1973-74'lerde petrol fiyatlarında yükselmenin ticari banka ödünçleri ve devlet yardımları şeklinde olan iki sermaye hareketi üzerinde etkili oldukları görülmektedir. OECD'nin kalkınma yardımlarının ilerledikçe küçülen oranlara indiği gözlemlenmekte, buna karşı ticari banka ödünçlerinde yükselme görüldüğü izlenmektedir. Euro-para piyasaları, 1970'lerin petrol geliri fazlalarını tekrar kullanıma sokarak can alıcı bir rol üstlenmiştir. Gelişmekte olan ülke banka ödünçlerinin 1970'te 5 milyar \$'dan 1978'de 32 milyar \$'a yükselmiş, 1979'da 26 milyar \$'a düşmüştür. 1946-1955 yılları arası dönemde gelişmiş ülkelere doğru finansal fon akımı; kamu kaynaklı ödünçler, bağışlar ve özel sermaye akımı şeklindedir. 1970'ler ortaları hızlı enflasyon yılları olmuş, 1970'lerin başlarında euro-dolar fonları kullanılmış, 1975-1976 yıllarında gelişmekte olan ülkeler cari işlemler açıklarının %70'ini dış borçlanma finanse etmiş, daha sonra dış borçlanma sürekli bir olgu haline almıştır. 1982 ile birlikte petrol ihraç etmeyen gelişmekte olan ülkelerin dış borçları 612 milyar dolar civarındadır.¹⁰⁸

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lere kadar olan dönemde uygulanan yeni üretim teknolojilerinin üretimde verimliliği artırması, hammadde fiyatlarının ucuzlaması, Dünya Bankası'nca ve benzeri kuruluşlarca yapılan yardımlar ve Bretton Woods konferansında alınan kararlar çerçevesinde gelişmiş ülkelerde yapılan uluslararası kurumsal düzenlemelerin sonucunda, söz konusu ülkelere refah düzeyi artmıştır. Bu ülkeler 1970'lerin başına kadar ekonomik bir genişleme süreci yaşamışlardır. Ancak, 1970'lerin

¹⁰⁷ Şeyda İnandım, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, s.8.

¹⁰⁸ Altuğ, **Gelişmekte olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye'nin Dış Borçlanması**, s.57.

başından itibaren, gelişmiş ülkelerde, kar oranları azalmıştır. Azalan kar oranları, hem yatırımların azalmasına hem de büyüme oranlarının düşmesine neden olmuştur¹⁰⁹.

Küreselleşmenin beraberinde getirdiği artan uluslararası sermaye hareketliliği ve gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların 1970’li yıllardaki krizin ardından reel yatırımlar yerine finansal yatırımlara yönelmesi, dünya ekonomisi ve uluslararası sermaye hareketlerini köklü değişimlere uğratmış önemli faktörlerdir. Savaş sonrası dönemde 1950’li yıllarda uluslararası sermaye piyasası canlanmış, 1960’larda gelişmiş ve 1970’lerde en az gelişmiş ülkeler dışındaki birçok ülkeyle etkileşimli çalışmıştır Sermaye piyasalarının yeniden tesisi 1950’lerde off-shore bankacılığı şeklindedir ve bu hizmetler Euromarket’ler olarak isimlendirilir. Sermaye piyasaları klasik amaçlı olarak; tasarrufların nispi olarak bol olduğu alanlardan nadir olduğu alanlara, bu nedenle de getirilerinin yüksek olduğu alanlara transferini sağlamıştır. Endüstrileşmiş ülkelerin sermaye piyasalarının entegrasyonunun; tasarruflar için riski, yatırımcılar için de borçlanma maliyetlerini azalttığı görülür. Endüstrileşmiş ülkeler arasında sermaye akışkanlığının yararının değerlendirilmesi, endüstrileşmiş ülkelerin çoğunlukla döviz kontrollerini kaldırmasıyla sonuçlanmıştır. Britanya 1979’da, Japonya 1980’de, Fransa ve İtalya 1990’da kaldırmıştır. Bununla birlikte finansal piyasalar globalleştiğinden birçok finansal varlık Tokyo, Londra, New York piyasalarında işlem görmüştür¹¹⁰.

Bu anlamda olarak uluslararası sermaye piyasaları birçok gelişmekte olan ülke, özellikle 1970’ler sonlarında ve 1980’ler başlarında ağır borçlanmış ülkeler açısından daha az yararlı kurumlar haline gelmiştir. Bunun nedeni borç krizidir. Kredi değerliliklerinin yıpranmasına yol açtığından borçlanma kabiliyetlerini yok etmiş, maliyetli ödemeler dengesi düzenlemelerine gitmelerine yol açmıştır¹¹¹.

1970’li yıllardan önce gelişen ülkelerin dış borçları nispi olarak küçük ve öncelikli olarak resmi, kreditorler çoğunlukla IMF, Dünya Bankası, bölgesel kalkınma bankaları ve hükümetlerdir. 1970’lerin sonlarıyla birlikte ve 1980’lerde ticari bankalar OPEC fazlaları “petrodolarların” büyük dönüşümlerinde rol oynamaya başlamış, bu fonlar az gelişmiş

¹⁰⁹ Y. Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, No. 2487, Ankara: DPT Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müdürlüğü, 1998

¹¹⁰ F. Nuray Altuğ, **Dış Borç Krizi ve Türkiye**, No. 1993-002-1, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları, 1993, s.16.

¹¹¹ John Williamson and Chris Milner, **The World Economy A Textbook in International Economics**, Harvester Wheatsheaf, 1991, s.366-367.

ülkelerin ödemeler dengelerinde ve ihracat sektörlerinin gelişmesine destek olmakta kullanılmıştır. Ekonomik büyüme ve gelişmenin sağlanmasında dış borçlar büyük yararlar sağladığı gibi maliyette taşımaktadır. Başlıca maliyeti de geniş borç birikimleri nedeniyle ağır borç servisleri (taksit ödemeleri ve birikmiş faizler)dir. Gelişmekte olan dünya 1980'lerde, 1930'lardaki Büyük Depresyon'dan beri örneği yaşanmamış bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. Gelişen dünya için borç krizi Ağustos 1982'de Meksika Hükümeti'nin borç ödemelerini yapamayacağını bildirmesiyle başlamıştır¹¹².

1980-2. döneminde dünya ekonomik çevresi hızla bozulma göstermiştir. Bu, başlıca endüstrileşmiş ülkelerin petrol fiyatlarında yaşanan artışların tetiklediği enflasyonu aşağı çekme kararlarının resesyona, uygulanan sıkı para politikalarını, faiz oranlarında yükselmeye yol açmasından kaynaklanmaktadır. Bu borçluların; özellikle birincil mal fiyatlarında düşmeye yol açtığından ihracat kazançlarının, borç servis kabiliyetlerin de düşmesiyle sonuçlanmıştır. Diğer yandan dolarda oluşan değerlenme nedeniyle ABD'nin diğer ülkeler tersini uygularken genişleyici mali politikalar uygulaması nedeniyle faiz oranlarının yükselmesi, doların döviz piyasalarında değerlenmesine yol açmış, borçlar dolara bağlı olduğundan az gelişmiş borçlu ülkeleri olumsuz etkilemiştir¹¹³.

Borç krizine tepki ödemeler dengesi krizlerinde son başvuru mercii olan IMF tarafından hızla geliştirilmiş, güçlüğü düşmüş ülkeler IMF ile adjustment/ ayarlama politikaları uygulamışlardır. Bu programların başlıca üç özelliği vardır. Birincisi, ödemeler dengesi problemi içindeki ülkelerin IMF ile finansman gereksinimini geçici olarak çözen, ödemeler dengesi problemlerini çözmeye yardım edecek ayarlama programlarına gitmeyi istemesidir. Stratejinin ikinci özelliği bunun ülkenin fon kotasından karşılanması, üçüncü özelliği ise Fon'un ticari bankalara ilave ödünçler için baskı uygulamasıdır. Ayarlama tedbirlerinin ihracata yönelik kalkınma stratejilerine kaymayı uyarması dünya ekonomisine iyileşmeye yol açmış, gelecek borç ödemeleri ihtiyacında azalma sağlamıştır. Ödemeler dengesi düzelmesi; ihracat değerlerinin artırılmasından çok ithalat değerlerinin azaltılmasıyla sağlanmıştır. Ödeme iyileşmeleri 1990'da Türkiye ve Kore dışında ülke kredibilitelerinin iyileşmesinde yeterli olmamıştır.¹¹⁴

¹¹² Altuğ, **Dış Borç Krizi ve Türkiye**, s.16.

¹¹³ Williamson and Milner, a.g.e., s.367.

¹¹⁴ Williamson and Milner, a.g.e., s.368.

Gelişmekte ve gelişmiş olan birçok ülkede 1980 öncesi sermaye hareketlerini sınırlayıcı politikalar yaygın olarak uygulanmıştır. Sermaye hareketlerini engellemek amacıyla ülkeler, özellikle vatandaşlarının döviz bulundurmalarını yurt dışında döviz hesabı açmalarını, yabancı firma ve kuruluşların hisse senedi ve tahvillerini almalarını yasaklamakta veya sınırlamışlardır. Sermaye hareketlerinden kaynaklanan finansal işlemlerin vergilendirilmesi, yurtiçi tasarrufların yurtdışı varlıklara yönelmesini engelleyerek, yurtiçi tasarrufları yatırımların finansmanında değerlendirmek, yurtiçi yatırımların yabancıların kontrolüne girmesini engellemek gibi çeşitli sınırlamalar getirmişlerdir¹¹⁵.

1980'lerin başından itibaren gelişmekte olan ülkelerin dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlamaları, bu ülkelerdeki kamu açıklarının hızla büyütürken, makro dengelerinin de bozulmasına neden olmuştur. Dünya genelinde bir ekonomik yavaşlama yaşanırken, uluslararası faizler de hızla artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret açıklarının artmasıyla yaşanan kriz daha da derinleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde bu dönemde, yurt dışından borçlanmak yerine doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını teşvik edici politikalar uygulamışlardır. Yaşanan krizler iktisadi politikalarda köklü değişikliklere yol açmıştır. Birçok ülke, devletçi politikalardan vazgeçerek liberal politikalar uygulamaya başlamıştır. Gelişmiş ülkeler devletin ekonomideki rolünü azaltmışlardır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin de krizden kurtulmada kullanabilecekleri bir uygulama olarak görülmüştür.

Yaşanan ekonomik krizler sonrasında küreselleşmenin artırılmasının da etkisiyle yapısal bir uyum sürecine giren gelişmekte olan ülkeler, bu sürecin bir sonucu olarak makro ekonomik dengelerini, açık ekonominin gereklerine göre yeniden kurmak durumunda kalmışlardır. Kambiyo kontrolleri kısa sürede ya da kontrollü kademeli olarak kaldırılmıştır.

Ekonomilerin dışa açılması ile büyüyen ticaret hacmi nedeniyle gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke kaynaklarına daha fazla ihtiyaç duymaya başlamıştır. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerin çoğu, ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmiş, mali piyasalarını kurup, geliştirmiştir. Yükselen piyasalar olarak nitelendirilen bu yeni piyasalar, sermaye girişi için cazip olanaklar sunarken,

¹¹⁵ Muhsin Kar ve M. Akif Kara, “Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **Dış Ticaret Dergisi**, 29, 2003, s.50.

kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmıştır. Bu da sermaye hareketlerinin hem hacminin hem de hızının artmasına neden olmuştur¹¹⁶.

Gelişmekte olan ülkelerin yatırımların finansmanında yararlanmayı düşündükleri yabancı sermaye, her dönemde ve her ülkede sürdürülebilir bir süreç olmamış, bazı ülkelerde dönemler itibariyle yatırımları finanse etmekten çok ülkelerin mevcut koşullarını kullanarak spekülatif kazançlar elde etmiş ve kısa vadede kazançlarıyla birlikte söz konusu ülkeleri terk etmiştir¹¹⁷.

Uluslararası sermaye hareketlerinde 1990'lı yıllarda büyük artış gerçekleşmiştir. Bu artışta, ilk olarak gelişmekte olan ülkelerin, finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirilmesi ve finansal piyasalarının derinleşmesini destekleyerek yatırım imkanlarını artırmış olmaları önemli olmuştur. İkinci olarak, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler dünya genelindeki yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini daha kolay bir hale getirmiş ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. Teknolojik gelişmeler bilgi edinmede kolaylık sağlamakla birlikte hız ve etkinlik sağlayarak yabancı yatırımcılar için farklı ülkelerde yatırım faaliyetini kolaylaştırmıştır. 1990'lı yıllardaki sermaye hareketleri, nedenleri açısından da 1970'li yıllardan farklıdır. 1990'larda sermaye hareketlerinin ana unsuru ve bu hareketleri hızlandıran etken, 1980'li yıllara benzer biçimde ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye hareketleridir.

1970'lerde petrol krizi sonrasında birikimli olarak yükselen "petro dolar" fonlarının uluslararası finans sistemine yeniden sokulması zorunluluğu, gelişmiş ülkelerin faiz oranları düşerken gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının artması gibi birçok faktör sermaye hareketlerine neden olmuştur. Finansal piyasaların birbirine entegre olmasıyla ülkeler resmi kanallardan doğrudan borçlanmak yerine uluslararası piyasalardan borçlanmayı tercih etmişlerdir. Bunun sonucunda, uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerin makro dengesizlikleriyle bağlantısı zayıflamış ve gelişmekte olan

¹¹⁶ İnandım, a.g.e, s.22

¹¹⁷ Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, No. 1998-58, İstanbul: İTO Yayınları, s.13.

ülkelerin Bretton Woods sistemindeki aksine uluslararası piyasalara girebilme olanakları genişlemiştir¹¹⁸.

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu sonucunda arbitraj kazancı kovalayan bu sermaye büyüklüğü, 1990'larda artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına yönelirken, yapı olarak da daha seçici, daha kısa vadeli, daha hareketli, daha tedirgin ve daha spekülatif bir niteliğe kavuşmuştur. Söz konusu spekülatif sermaye, sermaye girişinin olduğu ülkelerde hem ulusal paraların aşırı değerlenmesine hem de döviz rezervlerinde aşırı birikime yol açmıştır. Sermaye, sermaye hareketlerindeki serbestleşmeyle sağlanan bürokratik kolaylıklar sayesinde bir ülkeye çok kısa bir sürede girebildiği gibi yine aynı hızda çıkabilme imkânına sahiptir ve riski çok yüksek olarak algılanmamaktadır. 1990 sonrasındaki yaşanan krizler sermaye hareketlerinin hem nedenlerinin hem de olası sonuçlarının anlaşılması açısından önem taşımaktadır¹¹⁹.

3.1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri

Uluslararası sermaye hareketleri, özel sermaye hareketleri, diğer sermaye hareketleri ve resmi sermaye hareketleri olarak incelenebilmektedir. Özel sermaye hareketleri ise iki bölümde ele alınmaktadır. Bunlar doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlardır.

Uluslararası özel sermaye hareketleri içerisinde; yabancı ülkelerde tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınmasıyla elde edilen mali nitelikli yatırımlar portföy yatırımı; bina, fabrika, arazi ve tesis gibi reel nitelikli fiziki değerlerin elde edilmesi de doğrudan (dolaysız) yabancı yatırım olarak sınıflandırılmaktadır. Bununla birlikte doğrudan üretime yansıyan teknoloji, işletme bilgisi ve deneyimleri biçimindeki yatırımları da uluslararası sermaye yatırımı olarak kabul edilebilmektedir¹²⁰.

3.1.3.1. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketlerini yardım niteliğinde olmayan, para ve sermaye piyasalarından ticari koşullara göre hareket eden sermaye hareketleridir. Özel sermaye

¹¹⁸ Berksoy ve Saltoğlu a.g.e., s.14.

¹¹⁹ İnandım, a.g.e., s.14.

¹²⁰ Seyidoğlu, a.g.e., s.599

hareketlerini doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer özel sermaye hareketleri olarak inceleyebilmektedir¹²¹.

3.1.3.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yolu ile kişi veya firmalar tarafından diğer ülkelerde bulunan firmalara yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır¹²².

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları genellikle ülkeye; şirket evlilikleri ve birleşmeleri, özelleştirme, ortak girişimler, stratejik ortaklıklar, lisans ve diğer yatırımlar, sıfırdan yapılan yatırımlar ve mevcut operasyonların genişletilmesi gibi farklı şekillerde girmektedir¹²³.

Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) ise, doğrudan yabancı yatırımları, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınması şeklinde tanımlamıştır¹²⁴. UNCTAD raporlarında ise “Doğrudan Yabancı Yatırım” ifadesi yerine “Uluslararası Doğrudan Yatırım” kullanılmaktadır. DPT tarafından yapılan tanıma göre, tahvil ve hisse senetlerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak tanımlanmaktadır.

Geçmişte doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye açığını kapatmak, üretimi artırmak, işsizliğe çözüm getirmek, üretim maliyetlerini düşürmek, ucuz hammadde kullanmak ve döviz rezervlerini genişletmek nedenleriyle caziptir.

Günümüzde ise bu faktörlere ilave olarak yeni beklentiler ortaya çıkmıştır. Bunlar, ülke içinde sağlıklı bir rekabet ortamı yaratmak, yeni teknolojiler elde etmek, know-how geliştirmek, gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini

¹²¹ Ferit Kula, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, C.Ü. **İktisadi İdari Bilimler Dergisi**, 4(2), 2003, s.143.

¹²² Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2003, s.639

¹²³İSO, **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye Durum Tespit ve Stratejik Plan**, No. 2002/1, İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayını, s.12

¹²⁴DPT, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ÖİK Raporu**, No.2514, Ankara: DPT Yayınları, 2000, s.1

sağlamak, promosyon, dışa açılmak, çevreyi korumak ve insan kaynaklarının geliştirilmesidir. Portföy yatırımlarından farklı olarak doğrudan yatırımlar, ülkeler arasında sermaye transferinin bir piyasa işlemi olmadan bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır¹²⁵.

3.1.3.1.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, fon sahiplerinin tahvil ve hisse senedi satın alımı gibi sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlara denir. Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla yaptıkları yatırımlardır¹²⁶.

Farklı bir ifadeyle bir yabancı ülkede çıkarılan hisse senedi ve tahvillerin milletlerarası sermaye piyasalarından satın alınması yoluyla yapılan yatırımlar ve böylece sermayenin bir ülkeden diğerine gitmesini ifade etmektedir¹²⁷.

Tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk kambiyo kur riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır¹²⁸.

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek gelirli hedefler ile tüm fonlarını tek bir menkule yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek ve böylelikle yatırımcı yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir. Menkullerin risk ve gelir seviyesindeki beklenti ve değişmeler ise uluslararası özel sermaye hareketlerini etkileyebilecektir¹²⁹.

¹²⁵ Rıdvan Karluk, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, No. 13, İstanbul: İTO Ekonomik Yayınları Dizisi, 1983, s.14

¹²⁶ Tezcanlı, Meral Varış ve diğerleri, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1994, s.8

¹²⁷ Mehmet Şahin, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Ankara: Ayyıldız Matbaası, 1975, s.12.

¹²⁸ Tezcanlı ve diğerleri, a.g.e., s.8

¹²⁹ Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1997, s.52.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile portföy yatırımları arasındaki en önemli fark vadelerinin farkıdır. Portföy yatırımları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına göre çok daha hareketli, geçici ve değişkendir. Portföy yatırımlarının amacı, nispeten kısa bir dönem için faiz, temettü ve sermaye kazancı elde etmek ve bu amaca yönelik olarak diğer bir ülkenin para ve sermaye piyasalarından finansal araç satın almaktır¹³⁰.

Yatırımlardan beklenen getiri oranı, portföy yatırımları kararlarını etkileyen temel faktördür. Yatırımcı için önemli olan, riski karşılayacak oranda bir gelir elde etmektir. Bu noktada yatırım kararlarını etkileyen diğer bir faktör ise risk olmaktadır. Getiri ve risk durumlarına göre yatırım yapılacak menkul değerleri fon sahibinin kişisel tercihleri belirlemektedir¹³¹.

Yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı, döviz kurlarında istikrar, genel makro ekonomik istikrar, yabancı döviz rezerv düzeylerinin merkez bankası tarafından tutulması, yabancı bankacılık sisteminin genel durumu, tahvil ve hisse senedinin likiditesi, faiz oranları gibi faktörler, portföy yatırımlarında belirleyici rol oynamaktadırlar¹³².

Diğer taraftan portföy yatırımları da kendi içinde uluslararası portföy yatırımları ve piyasalar arası portföy yatırımları olmak üzere ikiye ayrılabilir.

Bir ülkenin resmi veya özel kurumlarının ihraç ettiği bu tahvil ve hisse senetlerinin uluslararası yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında alınıp satılması uluslararası portföy yatırımları olarak nitelendirilirken aynı işlemin ülke dışında bir merkezde gerçekleşmesi ise piyasalar arası portföy yatırımları olarak nitelendirilmektedir¹³³.

Dünyada portföy yatırımlarının içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşım söz konusudur¹³⁴.

Bu yaklaşımlardan birinci yaklaşımda belli bir süre itibarıyla toplam uluslararası hisse senedi alımları ile toplam uluslararası hisse senedi satışları arasındaki fark alınarak

¹³⁰ Hüseyin Çeken, **Küreselleşme, Yabancı Sermaye ve Türkiye Turizmi**, 1.Baskı, İstanbul: Değişim Yayınları, 2003, s.33

¹³¹ Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, s.52

¹³² Halil Yıldırım, Yabancı Sermaye ve ABD'ye Yönelik Portföy Yatırımları, **Ekonomi ve Toplum Dergisi**, 5(2), 2002, s.5

¹³³ Hatice Doğukanlı, **Uluslararası Finans**, Adana: Nobel Kitabevi, 2001, s.219

¹³⁴ M. Howell, A. Cozzini, "Cross-border Eguity Flows: Hot or Cold?" **A Global Flow of Funds Analysis**, Baring Securities, 1994, s.4-5

net yatırım miktarı bulunmaktadır. Bu yabancı yatırımcıların uluslararası varlıklara tahsis ettikleri para miktarıdır. Net hisse senedi yatırımları, fon ihraç eden ülkeler bazında nakit çıkışlar ve fon ithal eden ülkeler bazında nakit girişleri izlenerek iki şekilde hesaplanabilir. Bir ülkeden çıkan sermayenin diğer bir ülkede yatırıma dönüştürüldüğü varsayımıyla bu iki varsayımdan elde edilen tutarların eşit olması beklenmektedir.

İkinci yaklaşımda ise, belirli bir süre itibariyle alım ve satımlar toplanarak hisse sendi yatırımları global olarak izlenebilmektedir.

3.1.3.2. Diğer Sermaye Hareketleri

Küresel ekonomik entegrasyonun bir diğer boyutu olan uluslararası sermaye hareketlerinin büyüklüğünü, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile diğer ülke borsalarında yapılan hisse senedi ve tahvil alım satımı hacmi ile ölçmek mümkündür. Genel olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımları dışındaki uluslararası sermaye hareketleri hisse senedi, tahvil gibi finansal araçlar yardımıyla ülkeye girdikleri için portföy yatırımları ve diğer yatırımlar toplamı finansal yatırımlar olarak adlandırılabilir¹³⁵.

Diğer sermaye hareketlerini; uzun vadeli sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ikiye ayırabiliriz.

Uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade eder. Yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar bu tür fonların kaynağını oluşturmaktadırlar. Genellikle proje finansmanı ve makro ekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu krediler, verimli alanlarda kullanıldığı takdirde faydalı olabilmekte ve vadelerinin uzunluğu dolayısıyla istikrarsızlıklara neden olabilir¹³⁶. Kısa vadeli sermaye; vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarıdır. Kısa süreli sermaye yatırımlarının süresi 30, 60 veya 90 gündür.

Yurt içinde yerleşiklerle yurtdışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki vadesi bir yıldan az olan borçlanmaları kapsar. Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde

¹³⁵ Kula, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler, s.145.

¹³⁶ Kar ve Kara, a.g.e., s. 9

yer alan kısa vadeli sermaye varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Varlıklar bölümünde dışarıya verilen krediler, yükümlülükler bölümünde ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçları yer almaktadır¹³⁷.

Kısa vadeli sermaye ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelebilmektedir. Bu nedenle bu tür sermaye büyük ölçüde spekülatif ve sıcak para özelliği taşıyabilmektedir. Vadelerinin kısıllığı nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunamamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir¹³⁸.

Yalnız spekülatif amaçlı para hareketleri kapsamında değerlendirilen “sıcak para” ile kısa vadeli sermaye hareketleri birbirine karıştırılmamalıdır. Sıcak para, spekülatif yollarla sağlayacağı yüksek kazançlar için faizlerin yüksek olduğu ülkelere yönelen, çok küçük bir problemle karşılaştıklarında da hızla ülkeyi terk eden, son derece akıcı ve ürkek özellikteki kısa vadeli özel sermaye akımlarıdır. Ancak, dünyadaki büyük finans kuruluşlarının çoğu ABD hazine bonusu portföyüne sahiptir. Bu portföyler ise, kısa vadede büyük getiriler elde etmek amaçlı, diğer bir ifadeyle spekülatif amaçlı olmayan, aksine risk-getiri profili spekülatif hareketlerden kaçınmak isteyen kurumsal yatırımcıların tercihlerine hitap eden ve bu özelliklerinden dolayı finans kuruluşları tarafından tercih edilen yatırımlardan oluşmaktadır¹³⁹.

3.1.3.3. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi krediler genellikle ülkelerin kalkınmalarıyla ilgili oldukları için bunlara kalkınma kredileri veya dış yardımlar da denilmektedir. Bu tür sermaye hareketleri resmi kurumlar tarafından yönlendirilir. Resmi sermaye hareketleri, ekonomik, politik, askeri, kültürel, tarihi, insani, ahlaki vb. nedenlerden kaynaklanmaktadır. Resmi krediler, piyasa koşullarından uzak, düşük faizli ve uzun vadeli kredilerdir. Resmi yardım olarak, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) bünyesinde oluşturulan “Kalkınma İçin Yardım Komitesi (DAC)” yardım terimini, “kalkınma için kamusal yardım” veya “resmi

¹³⁷ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 10. Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2000, s. 229

¹³⁸ Muhammed Şükrü Çetin, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, S.D.Ü.S.B.E., 2008, s.21.

¹³⁹ Selim Selimata, “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri”, **Active Dergisi**, 32, 2003, s.3.

yardım” anlamında kullanılmaktadır. Kamusal yardımlar iki taraflı (hükümetten hükümete) ve çok taraflı (uluslararası kuruluşlardan hükümetlere) olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. İki taraflı yardımlar; mali transferler (proje kredileri), aynı yardımlar (gıda yardımları) ve teknik yardımlar olarak üçe ayrılmaktadır. Çok taraflı yardımlar, uluslararası kuruluşlar veya örgütler tarafından sağlanan yardımlardır¹⁴⁰.

3.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörler nedenleri ile birlikte makro ekonomik faktörler, mikro ekonomik faktörler, teknoloji transferi, bilgi açığı, vergi açığı başlıkları altında toplanabilmektedir.

UNCTAD Dünya Yatırım Raporunda, uluslar arası sermaye yatırımları etkileyen faktörlere ilişkin bir analiz yapmıştır. Söz konusu belirleyicileri üç ana başlık altında toplamıştır. Bunlar; ekonomik faktörler, yatırım ortamına ait faktörler ve politik faktörlerdir. Ayrıca, ekonomik faktörlerin yatırım stratejileri açısından alt başlıkları da ortaya konmuştur.

3.2.1. Makro-Ekonomik Faktörler

Uluslararası sermaye genellikle istikrarlı ve güvenli bir ekonomiye sahip ülkelere kolay kanalize olmakta ve bu ekonomilerde daha uzun süre kalabilmektedir.

Uluslararası sermayenin çekilebilmesi için makro ekonomik politikaların, istikrarlı büyüme amacını gütmesi gerekmektedir. Genel makro ekonomik belirsizlik ortamı yatırım kararlarını olumsuz etkilemekte, yatırımların geciktirilerek fiyatlar, maliyetler ve piyasayla ilgili diğer şartlar hakkında yeni bilgilerin gelmesinin beklenmesi tarzında bir yaklaşımın ağırlık kazanmasına yol açmaktadır¹⁴¹.

Yatırım kararlarını etkileyen en önemli etmenlerin başında kambiyo, faiz ve enflasyon oranları gelmektedir. Bu etmenler borçlu içinde aynı öneme sahiptir. Dolayısıyla

¹⁴⁰ Sinan Sönmez, **Dünya Ekonomisinde Dönüşüm Sömürgecilikten Küreselleşmeye**, Ankara: İmge Kitabevi, 1998, s.115

¹⁴¹ Adalet Demirçelik ve Temir Bahşayış, **Şirketler Kesiminin Reel Yatırımları ve Bunların Finansmanı**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1995, s.11

kambiyo, faiz ve enflasyon rizikolarını en uygun bir şekilde dağıtan, sınırlayan ve aktaran finansal araçlar önem kazanmaktadır¹⁴².

3.2.1.1.Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, belli bir zaman aralığı içerisindeki genellikle bir yıllık süre kapsamında, bir ülkede yerleşik kişilerle diğer tüm ülkelerdeki yerleşik kişiler arasında meydana gelen ekonomik faaliyetler sonucunda doğan fon akımını gösteren bir hesaptır.

Ödemeler dengesinin açık vermesi, ülkelerin ithalatının ihracatı tarafından karşılanmadığını veya sermaye hareketlerinin ülkelere dışarıya doğru olduğunu ve bunun sonucunda ülkelerde döviz sıkıntısı çekildiğini gösterir. Uluslararası sermayenin ödemeler dengesi üzerindeki etkileri konusunda birbirinden farklı görüşler mevcuttur. Bir kısım görüşler uluslararası sermayenin ödemeler dengesi açığını artırıcı etki yaptığını savunurken, bir kısmı da tam tersini savunmaktadır. Uluslararası sermayenin ülkeye girdiği dönemde ödemeler dengesi açığında azalma yönünde bir etki meydana getirdiği söylenmektedir. Yatırımlar tamamlanarak işletmeler faaliyete geçtiklerinde ve kar elde etmeye başladıklarında, elde edilen bu karlar ile ülkede yapılan portföy yatırımları gibi diğer sermaye yatırımlarından elde edilen kazanç ve karlar ülke dışına transfer edildiğinde ise uluslararası sermaye ödemeler dengesinde açığı artırıcı yönde etki meydana getirmektedir. Uluslararası sermayeye sahip şirketlerin, ithalata dayalı olarak üretim yapmaları durumunda da yapacakları dış alımlar nedeniyle ödemeler dengesine olumsuz etkileri olabilmektedir. Bu konuda yapılan farklı değerlendirmelerde haklılık payı tam anlamıyla bulunmamakla birlikte genel anlamda dolaylı ve dolaysız uluslararası sermayenin, girdiği ülkenin ödemeler dengesinde meydana getirdiği iyileştirici etkiler nedeniyle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler tarafından tercih edildiği ifade edilmektedir¹⁴³.

Bir ülkenin dış ödemeler bilançosundaki denge ya da dengesizlik o ülkenin uluslararası ödeme gücündeki iyileşme ya da bozulmaları gösterir. Dolayısıyla ülkenin uluslararası ekonomik ve mali alandaki itibarının bir göstergesi olarak değerlendirilir. Ödemeler bilançosunun açık vermesi, ülkenin bir döviz darboğazı içinde bulunması, gümrük tarifelerini yükseltmek ve kambiyo denetimine başvurmak gibi uygulamalar

¹⁴² Abdurrahman Fettahoğlu, **Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye**, Ankara: Adalet Matbaası, 1981, s.8

¹⁴³ Tezcanlı vd., a.g.e., s. 24

gerektirir. Ev sahibi ülke karşılaştığı dış ödeme sıkıntıları nedeniyle ülkedeki yabancı yatırımcıların fonlarını bloke etme ya da kar transferlerini engelleme yoluna gidebilir. Bu ise yatırımcının maliye ve kar hesapları üzerinde beklenmeyen etkilere yol açabilir. Bir ülkenin ulusal parasının dış değeri ile ödemeler bilançosu arasında sıkı bir ilişki vardır. Ödemeler bilançosu fazla veren ülkelerin paraları döviz piyasalarında değer kazanır, dış açık veren ülkelerin paraları ise değer kaybeder¹⁴⁴.

3.2.1.2. Enflasyon

Fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen hızlı artışlar ve bunun sonucunda oluşan belirsizlikler yerli yatırımcılar ile birlikte yabancı yatırımcıların da riskli gördükleri bir durumdur. Ülkenin tahmin edilenden daha yüksek bir enflasyon değerine sahip olması aynı zamanda ülke para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin tahminini de uzun dönemde belirsizleştirmektedir. Bu belirsizlik genellikle hammadde bakımından büyük oranda dışa bağımlı olan GOÜ ve AGÜ'lerde yatırım yapacak şirketlerin üretim ve satış maliyetlerinde artışa neden olmaktadır. Bununla birlikte bu ülkelerde yatırım yapan uluslararası sermayeli şirketlerin kar transferlerini kendi ulusal paraları üzerinden yapmaları da kazançlarında önemli miktarlarda azalışlar meydana getirmektedir. Bunun nedeni yatırım yaptıkları ülkedeki enflasyon ortamından dolayı kendi ulusal paralarının yatırım yapmış oldukları ülke ulusal parası karşısında değer kazanmasıdır¹⁴⁵.

3.2.1.3. Döviz Kurları

Yatırım yapılacak ülkelerin döviz kuru politikası da uluslararası yatırımcı açısından önem arz etmektedir. Çünkü uluslararası alanda faaliyet gösteren firmalar çeşitli türde para birimleriyle çalışmaktadırlar.

Uluslararası yatırımcıların önemle üzerinde durdukları diğer bir konu ise yatırım yaptıkları ülkenin ulusal parasının konvertibl olması, diğer bir ifadeyle bireylerin ellerindeki ulusal para birimlerinin istedikleri yabancı para birimlerine kolayca çevrilebilmesidir. Yabancı yatırımcılar, yatırım yapmış oldukları ülkelerdeki yatırımlarını veya bu yatırımları sonucunda elde ettikleri kazanç ve karlarını istedikleri zaman kendi ülkelerine transfer etmek isteyeceklerinden ulusal parası tam konvertibl olmayan ülkelerde çoğunlukla yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Ulusal paranın konvertibilitesi yanında

¹⁴⁴ Seyidoğlu, a.g.e., s.167

¹⁴⁵ Taner Berksoy, "Kur Faiz Kısıkaçı," **Görüş Dergisi**, 8, 2001, s.54

ülkelerdeki yasal düzenlemeler ile döviz cinsinden kredi ve faizlerin elde edilmesi ve geri ödenmesine sınırlamalar getirilmesi, kar transferlerinde ve projelerde uluslararası sermaye miktarının ve kardan ayrılacak ihtiyatların kısıtlanması şeklinde uygulanan kambiyo kontrolleri de uluslararası yatırımcıların karşılaştıkları önemli ve uluslararası yatırımı caydırıcı diğer etkenlerdir¹⁴⁶.

3.2.1.4. Faiz Oranları

Faiz oranları, sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer önemli faktördür. Günümüzde gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda yurtdışında varlık tutma konusunda kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu kısıtlamaların kaldırılması ile yatırımcılar uluslararası alanda yatırım yapma ve servet edinme konusunda daha istekli davranmaktadırlar. Etkin portföy yatırımlarının oluşturulmasında ön koşul, ulusal paraların konvertibl ve alım-satım işlemlerinde geçerli olmasıdır. Bir ülkenin yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyon değerine sahip olması, aynı zamanda ilgili ülke para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin özellikle uzun dönemli olarak tahminini de belirsizleştirir. İstikrarsız çevre koşullarının göstergesi, yüksek enflasyon oranları ve buna bağlı olarak yüksek ve önemli derecede değişebilen faiz oranlarıdır. Bu koşullarda hem kredi kuruluşları hem de yatırımcılar bu belirsizlikten doğan rizikoyu mümkün olduğu ölçülerde ortadan kaldırmaya ya da sınırlandırmaya çalışırlar. Yüksek enflasyon oranları ve önemli derecede dalgalanan faiz düzeyleri belirsizliklerle yüklüdür¹⁴⁷.

Tam sermaye hareketliliği varsayımında, bir ülke faiz oranlarını uzun süre dünya faiz oranlarından farklı tutamaz. Çünkü faiz oranları, dünya faiz oranlarından düşük olduğu takdirde fon talep edenler bu ülkede borçlanmak isteyeceklerdir. Aynı zamanda bu ülkenin fon sahipleri de diğer ülkelerden yüksek getirili menkul kıymet edinmeye çalışacaklardır. Bunun sonucunda da ülkeden sermaye çıkışı olacak ve ödemeler dengesi açık verecektir¹⁴⁸.

3.2.1.5. Ekonomik Büyüme

Gelişen ülkelerde yüksek getiri, ekonomik büyüme ve onun devam edeceği beklentisine bağlanabilir. Daha yüksek büyüme daha yüksek getiri demektir. Bunun anlamı sermayenin hızla büyüyen gelişen piyasalara akmaya devam etmesidir. Açık ekonomi

¹⁴⁶ Berksoy, a.g.e., s. 55

¹⁴⁷ Fettahoğlu, a.g.e, s.6

¹⁴⁸ Kemal Yıldırım ve diğerleri, **Makro Ekonomi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2006, s.232

felsefesinin devam edeceği taahhüdü ile birlikte bugün uluslararası yatırımlardaki amaç gelişen ülkelerin potansiyel büyümelerinin paylaşılmasıdır.

Bir ülke ekonomisinin istikrarlı ve hızlı büyümesi için ülkeye daha fazla yatırım yapılması gerekmektedir. Daha fazla yatırım yapılması için daha çok tasarruf edilmesi ve tasarrufların eksik kaldığı noktalarda ise borçlanma yoluna gidilmesi ya da uluslararası sermayenin ülkeye çekilmesi gerekmektedir. Uluslararası yatırımcılar açısından konuyu ele aldığımızda ise, ülke ekonomileri sahip oldukları sermaye stoklarıyla orantılı olarak büyüdüklerinden, yüksek getiri elde etmek isteyen uluslararası yatırımcılar diğer faktörlerin yanında büyüme oranını da göz önünde tutmaktadırlar. Son yıllarda yaşanan gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarındaki yavaşlama, daha fazla gelir elde etmek isteyen uluslararası yatırımcıları az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönlendirmektedir. Bu ülkeler büyümeye devam ettikleri sürece uluslararası sermaye de o yönde bir akım gösterecektir¹⁴⁹.

3.2.1.6. Tasarruf ve Sermaye Açığı

Bir ekonomide büyüme ve kalkınmanın temeli olan sermaye birikiminde tasarrufların önemi sınırsızdır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yurtiçi tasarruflar çeşitli nedenlerle yetersiz kalmaktadır. Bu ülkelerin en önemli sorunlarından birisi sermaye yetersizliği ile karşı karşıya bulunmaları ve bu yüzden kalkınmayı gerçekleştirecek yatırımları yapamamalarıdır¹⁵⁰.

Bu ülkeler yatırımlarını, ihracatlarını arttırarak ya da dış borç alarak finanse etmek zorundadırlar. Kaynaklarının yetersiz, ihracatı artırmanın imkansız ve dış borçlarla yatırım yapmanın çok pahalı ve riskli olduğu bir ortamda uluslararası sermaye ev sahibi ülkenin sermaye birikimine ve üretim kapasitesine katkı sağlaması açısından önemli bir alternatif kaynak olarak ön plana çıkmaktadır¹⁵¹.

3.2.1.7. İstihdam Açığı

Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelere yapılan yatırımların gelişmiş ülkelere göre az olmasından dolayı önemli istihdam sorunları yaşanmaktadır. Bu ülkelere yatırım yapan

¹⁴⁹ Çetin, a.g.e., s.27

¹⁵⁰ Muammer Şimşek, “Türkiye’deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 12, 1995, s.25

¹⁵¹ Faruk Cömert, “Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü ve Geleceği”, **Hazine Dergisi**, 12, 1998, s.13

uluslararası sermayeli şirketler, genellikle üst düzey yöneticilerini kendi ülkelerinden getirmekte, alt düzeyden istihdamı ise işgücü maliyetlerinin düşük olmasından dolayı yatırım yaptıkları ülkelere karşılayarak işsizlik sorunu yaşayan bu ülkelere istihdam katkısı sağlamaktadırlar. Bu katkı da ülke ekonomisinin büyümesine ve piyasanın hareketlenmesine yardımcı olmaktadır.

Uluslararası sermayenin, emek yoğun ya da sermaye yoğun sektörlerden hangisine ve doğrudan yatırım şeklinde mi yoksa şirket birleşmeleri veya satın almaları şeklinde mi girdiğine göre istihdam artırıcı etkisinin olup olmadığı belirlenebilmektedir¹⁵². Ülkeye giren uluslararası sermaye emek yoğun veya sermaye yoğun olsun eğer ülkeye şirket birleşmeleri veya satın almaları şeklinde değil de doğrudan yeni yatırımlar şeklinde giriyorsa istihdamı artırıcı etki yapacaktır.

3.2.2. Mikro Ekonomik Faktörler

Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülke ekonomilerinde serbestleşme hareketleri sonucunda iç ve dış rekabetin artması, piyasalara giriş çıkışın serbest olması, sübvansiyonların ve kotaların kaldırılması, dışa açık sermaye piyasasının oluşması ve anti-tröst yasaları gibi gelişmeler bu ülkelerdeki birçok büyük şirketin geleceğini etkilemektedir. Büyük şirketlerin aleyhine olan bu gelişmeler sayesinde küçük ve orta ölçekli firmalar, piyasada daha etkin hale gelmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere piyasanın gelecekteki büyümesine katılmak, büyük firmalar yerine henüz büyümekte olan firmalara yapılacak yatırımlarla daha olanaklı görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere faaliyet gösteren dışa açılmış büyük firmalar, uluslararası alanda entegre olmuş firmalardır. Bunun bir sonucu olarak bu firmaların nakit akımları da faaliyette buldukları dünya piyasalarında ticaret yapan firmalarla benzer olacaktır. Bundan dolayı gelişmekte olan ülkelere bu tür firmaların risk çeşitlendirme potansiyeli de düşük olacaktır. Böylece beklenen gelir ve risk çeşitlendirilmesi temelinde daha küçük ölçekli gelişen ülke firmaları tercih edilmektedir¹⁵³.

Buna rağmen, uluslararası yatırımcı için yatırım yapılan ülkedeki şirket ortaklıklarının sınırlandırılması ve belirli endüstrilerdeki şirketlere yatırım yapılmasına izin

¹⁵² Erol, a.g.e., s.82

¹⁵³ Çetin, a.g.e., s.28

verilmemesi gibi uygulamalar da sorun yaratmaktadır. Finansal maliyetlerin yüksekliği, yönetimsel ve kültürel farklılıklar, teknolojinin kontrolünden duyulan endiŐe ve kalifiye iŐgücünün bulunmayıŐı uluslararası sermayeyi engelleyen diğer unsurlar olarak sayılabilir¹⁵⁴.

3.2.3. Sosyal Faktörler

Ekonomik ve politik faktörler doğrudan doğruya ülkelerin borç ödeme yükümlülüklerini etkilemektedir. Sosyal faktörler ise ülkelerin politik ve ekonomik yapısını, tercihlerini etkiler. Sosyal etkenler sermaye hareketlerine dolaylı ynden etki etmektedir. Bir ülkenin sosyal istikrarı; nüfus yoğunluğu, demografik denge, eğitim düzeyi, etnik ve dini yapı, işgücü ve sendikalar, gelir dağılımı ve aile yapısı gibi unsurların bileşkesinin sonuçlarına göre belirlenmektedir. Eğer ülkenin sosyal yapısı uyum ve istikrar içinde ise sermaye yatırımlarında dikkate alınan ülke riski hesaplamasında ülkenin riski düşük çıkacağından dolayı; bu istikrarın yatırım kararını da pozitif yönde etkileme gücü yüksektir. Sosyal yapıda meydana gelen belirsizlikler ekonomik ve politik faktörleri de olumsuz yönde etkileyecektir. Ayrıca sosyal yapıdaki belirsizlik ülke riski hesaplamasında ülke riskinin yüksek çıkmasına neden olarak uluslararası sermayenin ülkeye girişini zorlaŐtıracaktır.

Ülkenin hukuk sisteminin ve adalet mekanizmasının iŐleyiŐindeki aksaklıklar yabancı yatırımcı için caydırıcı bir özellik taşımaktadır. Bu nedenle lkeadaki hukuk sisteminin ve adalet mekanizmasının işleyiş etkinliği oldukça önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca hukukun etkin olması yabancı yatırımcıların yanında yerli yatırımcılar içinde güvenli bir yatırım ortamı yaratılması açısından önem taşımaktadır.

Devlet anlayışlarının değişmesi, toplumların gelişmesi ile gelişme gösteren sosyal yaşamın belli bir yere gelmesi kişilerin çabalarıyla olmaz. Bu konuda devletin öncülük etmesi toplumsal yaşamın rahat, düzenli ve belli bir refah düzeyinde olmasını sağlaması gerekir¹⁵⁵.

¹⁵⁴ Tezcanlı vd., a.g.e., s. 26

¹⁵⁵ etinkaya, a.g.e., s.28

3.2.4. Teknoloji Transferi

Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelere giren uluslararası sermaye, girdiği ülkenin yetersiz olan sermaye açığını kapatmanın ve ülkeyi ekonomik olarak karşılaşılabileceği risklerden kurtarmanın yanı sıra beraberinde yeni teknolojiler ve bilgi birikimi getirerek ülkenin ihracat imkânlarını geliştirmekte, ülkedeki idare ve yönetim anlayışlarını değiştirmektedir. Bu nedenle, var olan sermayesiyle bu değişimi gerçekleştirebilme gücüne sahip olmayan özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerdeki şirketleri kendilerine ortak edecekleri uluslararası sermaye ile bu teknolojik değişimi gerçekleştirebilecek ve ülke ekonomisinde daha etkin rol alabileceklerdir. Gelişmiş ülkeler açısından ise, patent ve bilgi transferlerinde yaşanan kısıtlama ve engellemeler nedeni ile ileri teknoloji ürünlerinin bizzat bu teknolojilere sahip kurumlarca getirilip kurulması önem arz etmektedir. Hem gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler hem de gelişmiş ülkelerde ileri teknoloji transferi konusunda uluslararası sermayeli yatırımlara büyük gereksinim duyulmaktadır¹⁵⁶.

3.2.5. Bilgi Açığı

Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin kalkınma ve gelişmelerinde bilgiye dayalı sanayileşme ve teknoloji günümüzde anahtar rol oynamaktadır. Sanayileşme, teknoloji ve bu teknolojilere ilişkin bilgiler ise gelişmiş ülkelerin ve uluslararası şirketlerin kontrolündedir. Bu bilgilere ulaşmak, bu bilgileri kullanmak ve ortaya yeni bilgiler koyarak bunlardan katma değer üretmek için sermaye birikimine ve sermaye açığının kapatılmasına gereksinim duyulmaktadır. Bilgilere ulaşma ve ulaşılan bilgileri kullanma konusunda, belli bir süreç içerisinde bilgi birikiminin oluşturulmasında ve bilgi açığının kapatılmasında doğrudan veya dolaylı uluslararası sermaye yatırımlarının katkısı büyük olmaktadır¹⁵⁷.

3.2.6. Vergi Açığı

Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde çeşitli nedenlerle vergi gelirlerinde istenilen rakamlara ulaşılamamaktadır. Bunda en büyük etken kayıtdışılıktır.

Bütçenin gelir kalemi en sağlıklı kaynak olan vergilerle sağlanamayınca, doğan bütçe açığı iç ve dış borçlarla kapatılmaya çalışılmaktadır. İç ve dış borçlanmanın maliyet

¹⁵⁶ Cömert, a.g.e., s.5

¹⁵⁷ IMF, "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues," **Economic Issues**, (17), 1999, s.3 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17/index.html> (21.04.2012).

içermesi nedeniyle açıkların finansmanında borçlanmaya alternatif olarak uluslararası sermayeye gereksinim duyulmaktadır. Ülkeye giren uluslararası sermaye, türüne göre yarattığı katma değer ile ülkenin vergi gelirlerinde artış sağlayabilmektedir. Lakin, ülke ekonomilerine ürettikleri katma değer ve ödedikleri vergiler ile önemli katkılar sağlayan doğrudan yabancı yatırımlar dışında kalan, yoğun sermaye ihtiyaçlarından dolayı vergi uygulamaları dışında bıraktıkları veya az vergi uyguladıkları portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri gibi uluslararası sermaye hareketleri daha spekülasyon sonuçları ile ülke ekonomilerinde kriz yaratacak büyüklüklere ulaşmışlardır. Birçok ülke bu tür sermaye hareketlerinin ekonomileri açısından olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla vergisel önlemler almaktadırlar. Uygulamaya konulan bu tür vergi önlemleri ile de ülkelerin vergi gelirlerinde artışlar sağlanabilmektedir¹⁵⁸.

3.3. Ülke Riskinin Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerindeki Etkileri

Doğrudan yabancı yatırım yapan çokuluslu şirketler, bankalar, ithalatçılar, ihracatçılar veya bu gibi kurumlar yatırım yapılması düşünülen ülkeye ait politik, ekonomik, finansal ve sosyal riskleri ve bunların birleşiminden hesaplanan birleşik ülke riskini değerlendirerek yatırımlarını gerçekleştirmektedirler. Bu anlamda ülke riski ile ilgili veriler kurum ve kişilerin yatırımlarının şimdi ve gelecekte nasıl etkileneceğini belirlemeye yönelik verilerdir. Dolayısıyla ülke riski kavramı, sermaye sıkıntısı içinde bulunan gelişmekte olan ülkeler için doğrudan yabancı yatırımların ülkelere yönlendirilmesi anlamında yatırımcılar tarafından değerlendirildiği düşünülen oldukça önemli bir kriterdir.

Uluslararası sermaye yatırımlarını etkileyen ve ülke riski kavramı içerisinde değerlendirilen ekonomik, finansal ve sosyal faktörler ve finansal krizler daha önceki konularda ele alınmıştı.

Dolayısıyla bu faktörlerin sermaye akımlarını etkileme durumu ve derecesi ile ilgili bilgiler aşağıdaki gibi ele alınabilmektedir.

3.3.1. Ekonomik Risk Faktörlerinin Etkisi

Ekonomik büyüme bir ülke üretiminin reel olarak artması anlamına gelmektedir. Ekonomik büyüme pek çok faktör ile karşılıklı nedensellikler barındıran bir olgudur. Ancak ekonomik büyümenin üretim fonksiyonu çerçevesinde üretim faktörlerinin miktarlarının artması ve üretim faktörlerinin verimliliklerinin artması olmak üzere iki

¹⁵⁸ Erol, a.g.e., s.77-78

kaynağı olabilecektir. Dolayısıyla ülkeler arasındaki ekonomik büyüme farklılıklarının sebebinin de bu iki kaynaktaki gelişmelerde aramak gerekir. Geleneksel olarak sermaye birikiminin çeşitli şekilleri, ülkeler arasındaki ekonomik büyüme farklılığının en önemli nedeni olarak kabul edilmektedir.

Az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında önemli bir sermaye kısıtı ile karşı karşıya iken, gelişmiş ülkelerde sermaye faktörü olanakları oldukça fazladır. Ülkeler arasında sermaye donanımları açısından ortaya çıkan bu dengesizlik dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu doğurmaktadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilmektedir. Bu anlamda az gelişmiş ülkeler finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden faydalanmaya çalışmaktadırlar.

Ülkelerin finansal olarak dışa açılmaları özellikle az gelişmiş ülkeler için önemli faydalar sağlamaktadırlar. Finansal olarak dışa açılmanın doğrudan iki faydası söz konusudur¹⁵⁹:“Finansal dışa açılma sonucunda gelen yabancı sermaye sonucu yurt içi yatırımlar artacaktır. Ayrıca yabancı sermaye, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır. Finansal dışa açılmanın doğrudan faydaları yanında dolaylı olarak da faydaları da söz konusudur. Öncelikle yabancı sermaye “bilgi taşması etkisi” yaratacak, kaynak dağılımı etkinliğini arttıracak ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal finans piyasalarını güçlendirecektir.” Bu anlamda gelişmelere bakıldığında 1980’li yıllardan sonra uluslararası sermaye hareketlerinin resmi (official) sermaye akımlarından özel sermaye akımlarına doğru kayması sağlıklı bir gelişmedir¹⁶⁰. “Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, sermayenin yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini arttırmaktadır. Gelişmiş ülkelere doğru ortaya çıkacak özel yabancı sermaye akımları yatırımları ulusal tasarruflar ile kısıtlanmış az gelişmiş ülkelerdeki emek faktörü içinde faydalı olacaktır”.

Bu anlamda ekonomik faktör kapsamında, ekonomik risk değerlendirmesinin temel amacı ülkenin değerlendirmeye tabi tutulduğu andaki ekonomik güç veya zayıflıklarını

¹⁵⁹ World Bank, “Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration”, **World Bank Policy Research Report**, Washington, D.C: The World Bank, 1997.

¹⁶⁰ A. O. Kruger, “Debt, Capital Flows, and LDC Growth”, **The American Economic Review**, 77(2), 1987, s.160

ortaya koymaktır. Genel olarak eğer ülkenin ekonomik olarak güçlü yönleri zayıf yönlerinin üzerinde bir oranda (değerde) ise bu durum düşük ekonomik riskin göstergesi tersi durum ise yüksek ekonomik riskin göstergesidir.

Ekonomik faktörlerle ilgi daha ayrıntılı bilgiler ise aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir¹⁶¹.

Diğer taraftan ülkelerin dış borç problemleri ve yabancı yatırımcılar açısından kredi değerliliği yüksek bir hassasiyete sahip olup, olmaması makro ekonomik bir olgudur. Dış borcun ekonomiye katkı sağlayacak şekilde yani artık katma değer meydana getirecek şekilde kullanılması gerekmektedir. Böylece marjinal tasarruf oranı arttıkça ülke dış borç servisini daha kolay yerine getirebilecek ve yatırımlar ile tasarruflar arasındaki fark kapanmış olacaktır. Yatırımlardan elde edilen gelirler arttıkça yeni yatırım alanlarını finanse etme olanağı ortaya çıkmış olacak böylece dış borç servisi için kaynak meydana getirilmiş olunacaktır. Bununla birlikte politik istikrarın sağlandığı ve serbest piyasa ekonomisinin oluştuğu ülkelerde ekonomik büyümenin reel olarak sağlanması, ülkelerin iç ve dış yatırıma elverişli hale getirilmesi ile mümkündür. Dış yatırım ise ülkenin rating kuruluşlarından alacağı ülke riski ile alakalı olan kredi notuna bağlıdır.

Bir ülkenin ekonomisi ne kadar gelişmiş olursa, hükümetler kriz döneminde istikrar tedbirleri almakta ve uygulamakta o derece başarılı olmaktadır. Ülkelerin ekonomik yönden gelişmişlik düzeyini ve krizlere karşı direnme gücünü uluslararası anlamda kredi notu belirlemektedir.

Ülkelerin dış borçlarını ödeyebilme kabiliyeti döviz elde etme yeteneğine bağlıdır. Bu ise ülkenin ulusal parasının konvertibl olması anlamına gelmektedir. Döviz elde etme yeteneği ülkenin mali, ekonomik ve sosyal gücünü göstermektedir. Bu faktörler ise kredi notunun belirlenmesinde esas alınmaktadır. Ülkeler yapılan derecelendirme sonucunda çeşitli imkanlar sağlamış olmaktadır. Yapılan derecelendirme sonucunda söz konusu ülke;

- Ülke ekonomisini faiz oranlarının kredi notuna göre farklılaştığı,
- Borçlanma kalemlerinin kolaylaştığı,
- Çeşitli dengelerin kurulduğu,

¹⁶¹ Kredi Notunun Ülkelere Etkileri, <http://www.atb.gov.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (19.04.2012).

- Yatırımcıların güveninin sağlandığı,
- Borçlanma kalitesiyle birlikte işlem hacminin istikrarlı şekilde geliştiği, bir yapıya kavuşmuş olmaktadır.

Uzun dönemde ülkenin döviz elde etme kabiliyeti, yurt içi kaynaklarının varlığına ve yurt dışı imkanlardan sağlayacağı fon miktarları ile bu kaynakları kullanmak için sahip olduğu ülkedeki mevcut kalifiye işgücü ve sermaye birikimine bağlıdır. Ülkelerin bu faktörleri kullanma kapasitesi GSMH'nın büyümesi oranı ile paraleldir. Bir ülkenin dış borçlarını geri ödemelerini finanse edebilmesi, doğrudan mal ve hizmet ihraç edebilme kapasitesine ve yeteneğine bağlıdır. Yani yüksek bir "İhracat / GSMH" oranı yüksek bir borç geri ödeme kapasitesi ve yeteneği ile birlikte dışa açık bir ekonomiyi göstermektedir

Derecelendirme ülkeler için borçlanma işleminde maliyet tasarrufu da sağlamaktadır. Bu tasarrufun ne kadar olacağı ise verilen derecelere bağlıdır. Kredi notu yüksek olan ülkelerin finansman maliyetlerinde önemli azalma olmakta ve risk primleri düşmektedir.

Ülke riskinin belirlenmesinde önemli bir paya sahip olan ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi, açık bütçe ve iç borçlanma, düşük yurt içi tasarruf oranları, spekülasyon faaliyetleri ve makro ekonomik dengesizliğin etkisiyle yükselen faiz hadleri gibi faktörler ülkedeki döviz kuru değişimlerine uzun süre imkan vermemekte ve dışa açık, yüksek faiz ve spekülasyon kar beklentisiyle içeri giren fonlar sayesinde sürdürülmektedir. Bu durum Türkiye örneğinde olduğu gibi ekonomiye ağır bir maliyet getirmektedir. Normal şartlarda "Libor+risk primi" oranını birkaç kez katlayan döviz bazında faizler dışarıya ödenmektedir. Bu sebeple ülke riskinin yüksekliği milli ekonomi açısından oldukça önemlidir.

Eğer ülkeler ödemeler dengesinde problem yaşıyorlarsa, ödemeler dengesinde meydana gelen sorunu çözmek için IMF ile Stand-By anlaşması yapmaktadırlar. Bu anlaşma ile ülkede uygulanacak bir ekonomik program üzerinde IMF ile görüş birliğine varılmaktadır. Buradaki amaç, ülkenin içine düştüğü borç ve ödeme krizinden dolayı ödemeler dengesinde meydana gelen bozuklukların düzeltilmesinin sağlanmasıdır.

3.3.2. Finansal Faktörlerin Etkisi

Daha önceki bölümlerde bahsedilen ve üzerinde ayrıntılı bir şekilde durulan, finansal sistemin bilgi akışına müdahale eden şokların ve yaşanan finansal krizlerin,

finansal istikrarsızlığa yol açtığını, böylece finansal sistemdeki yatırım fırsatlarının üretken fonlara kanalize olmasına yardımcı olan temel işlevini yerine getirmediğini ifade etmek mümkündür.

Diğer taraftan kriz yaşanan pek çok ülkedeki bankaların uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) sermaye yeterlilik standartlarına göre sermayelerinin yetersiz olduğu da beklenen bir sonuçtur. Bu nedenle likidite ve döviz sıkışıklığına sebep olan finansal şoklarda; varlıkların değeri düşmekte, ödenmeyen borçları artmakta, portföydeki kamu kağıtlarının değeri düşmekte ve açık pozisyonlar nedeniyle kayıplara uğramaktadırlar.

Borç veren ülkeler, borç verdikleri ülkenin borcu geri ödememe riskine karşılık borçlanma faizlerine ülke ekonomisindeki istikrarsızlıktan kaynaklanan risk primlerini de dahil etmektedirler. Bu durum ise borçlanma maliyetlerine artırıcı etkide bulunmaktadır.

Dolayısıyla yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede, ekonomik ve finansal riskler önemlidir. Vergi oranlarının yüksekliği, düşük büyüme oranları, enflasyon, yüksek ithalat vergileri ve iktisadi korumacılık ekonomik riskler olarak; döviz kurlarındaki dalgalanma, faiz oranlarının oynaklığı, yüksek kamu borçlanması, borsadaki dalgalanmalar ve dış ticaret açıklarının finansmanı gibi 'finansal riskler' yabancı sermaye yatırımlarını yapılan analizler sonucunda önemli ölçüde etkilediği ortaya çıkmıştır¹⁶².

Finansal riskler arasında döviz kuru riski analizler açısından önemli yer tutmaktadır. Aynı zamanda gelişen ülkelerde döviz kurundaki dalgalanmalar ve döviz kur rejimleri bir gösterge olarak yabancı sermaye yatırımlarını da etkilemektedir¹⁶³. Bazı çalışmalarda döviz kuru hareketlerinin yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede her zaman etkili olmadığı sonucuna varılsa da özellikle yatırım kararlarını verenler üzerinde yapılan anket çalışmalarında yüksek oranda kur dalgalanmalarının dikkate alındığı ortaya çıkmıştır¹⁶⁴.

Bu gelişmelere benzer şekilde, uluslararası finansal piyasalarda uzun süredir meydana gelen küresel mali kriz sonucunda yaşanan gelişmeler ve birçok ülkede finans kurumlarının iflas etmesi, finansal kurumlara olan güvenin azalmasına neden olmuştur. Krizin, küresel piyasalara olan en önemli etkisi banka kredilerinin uzun sürebilecek bir

¹⁶² A.B. Quéré, L. Fontagné, ve Révil Lahréche, "Exchange Rate Strategies In The Competition For Attracting FDI", *Journal of the Japanese and International Economies*, 5,2001, s.190.

¹⁶³ Ferit Kula, *Çokuluslu Girişimler ve Türkiye*, İstanbul: İleri yayınları, 2006, s.157

¹⁶⁴ Emin Akçaoğlu, *Türk Firmalarının Dış Yatırımları: Saikler ve Stratejiler*, Ankara: TBB yayınları, 2005, s.15

zaman için kısıtlanmış olmasıdır. Bankaların kredi verme standartları ciddi şekilde yükselmiştir. Banka zararları açıklanmaya devam ettikçe hükümetler bankaların sermaye tabanlarını artırmak için yardım paketleri açıklamışlarsa da kredilerin daha da daralması söz konusu olmuştur¹⁶⁵.

Küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını da etkilemektedir. Bu ülkelerin finansal kuruluşlarının Amerika'daki yüksek riskli aktiflere ve bu aktiflerle ilgili menkul kıymetlere olan erişimi sınırlı olmakla birlikte, söz konusu gelişmeler bütün gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkeler yatırımcıların risk alma iştahlarının azalması nedeniyle dış finansman açısından ciddi daralma yaşamıştır.

Yüksek gelir grubundaki bankalar ve yatırım fonları gelişmekte olan ülkelere fonlarını çekmişler ve riskli aktif kategorisindeki bu varlıkları daha likit enstrümanlara çevirmişlerdir. Riskli aktiflerin bu satışları hisse senedi fiyatları, tahvil piyasası ve ülke paraları üzerinde dramatik etkiler yaratmış, aynı zamanda bu ülkelerde kredi koşullarının daralmasına yol açmıştır. Cari açıkları GSYİH' in yüzde 10'undan fazla olan ülkelere sermaye girişlerinin durmasıyla iç talep ciddi ölçüde daralmıştır. Bankacılık sektöründe özel bankaların dışarıdan borçlanmaları dramatik şekilde düşmüştür. Ocak 2008-Eylül 2008 döneminde Kazakistan'da 13,2 milyar dolar, Rusya'da 6,6 milyar dolar, Güney Afrika'da 3,7 milyar dolar, Ukrayna' da 2,1 milyar dolar ve Türkiye'de 3,1 milyar dolar azalma olmuştur. Cari fazlası olan ülkeler de dahil olmak üzere bütün ülkeler küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerden fazlasıyla etkilenmiştir¹⁶⁶.

3.3.3. Politik Faktörlerin Etkisi

Bir ülkedeki siyasi otorite ve izlenmekte olan ekonomik rejime bağlı iç ve dış politika o ülkenin uluslararası sermaye çekme konusunda etkin rol oynamaktadır. Uluslararası sermaye için önemli olan konu ekonomik istikrarın sağlanmış olması kadar politik istikrarın da sağlanmış olmasıdır¹⁶⁷.

Politik alandaki istikrarsızlıklar, grevler, hükümete karşı gösteriler, devrimler uluslararası sermayeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Politik istikrarın anayasal düzenle

¹⁶⁵ OECD, Economic Surveys- United States, 2009, www.oecd.org (20.04.2012).

¹⁶⁶ Dünya Bankası, (2009) Global Economic Prospects, s.21

http://siteresources.worldbank.org/INTGEP2009/Resources/10363_WebPDF-w47.pdf (20.04.2012).

¹⁶⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s.600

sağlandığı durumda ise uluslararası sermaye artış göstermektedir ve bu ülkelerde genellikle ülke riskinin düşük olduğu gözlemlenmektedir.

3.3.4. Sosyal ve Kültürel Nedenler

Eğitim düzeyi, okuma-yazma oranı düşük geleneksel yapıya sahip ülkelerde, uluslararası sermayenin ülkeye girişi ile birlikte toplumsal bir değişim ve uluslararası sermayenin ait olduğu ülkeye ilginin artacağı görüşü yaygındır. Uluslararası sermaye yatırımı yapılan ülke halkının bu değişime huzur ortamı yaratacak şekilde eğitilmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde daha çok karşılaşılan bu sorun, uluslararası sermaye yatırımcıları için de bir risk faktörüdür. Ekonomik ve siyasi istikrar sağlanmış olsa da sosyal ve kültürel yönden hazır olmayan bir ekonomi uluslararası sermaye yatırımcıları için caydırıcı bir özellik taşımaktadır¹⁶⁸.

Finansal ve ekonomik faktörlerin yanı sıra sosyal ve kültürel faktörler de dikkate alınan ülke riski hesaplamasında sosyal barış ve adaletin sağlanmadığı bir ülkede ülke riskinin düşük çıkması ve ülkeye uluslararası sermaye yatırımı yapılması beklenmemektedir.

3.4. 1980-2010 Döneminde Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri

Ülke riski kavramıyla uluslararası sermaye hareketleri arasında karşılaştırma olanağı sunması bakımından 1980-2010 döneminde Türkiye’deki uluslararası sermaye hareketleri Tablo 6’da ayrıntılı olarak verilmiştir.

İkinci bölümde üzerinde durulduğu gibi 1992 ve 1993 yıllarında Türkiye’nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyededir. 1992 yılında net sermaye girişi 3648, 1993 yılında ise 8903 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1994 krizinde kredi notu üç kademe birden indirilen Türkiye’de 4257 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1999 yılında sermaye girişi 4829 milyar dolardır. 2000 yılında ise Fitch Türkiye’nin kredi notunu BB durağana çıkarmış bu dönemde net sermaye girişi 9610 milyar dolara yükselmiştir. 2001 yılında ise kasım ve şubat aylarındaki krizlerin etkisiyle 14 milyar dolar civarında sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2001 yılı sonrasında ülke riskinin de azalmasıyla ülkeye giriş yapan uluslararası sermayenin yıllar itibarıyla artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu artış eğiliminde uluslararası sermayeye yönelik liberal politika uygulamalarıyla Türkiye’nin yeni düzenlemelere gitmesinin de etkisi kaçınılmaz olmaktadır. Ancak bazı dönemlerde

¹⁶⁸ Çetin, a.g.e., s.41

ülke riski kredi notunun düşük olmasına rağmen net sermaye girişinde artış meydana gelmektedir.

Tablo 6: 1992-2010 Döneminde Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri

| Yıllar | Toplam Sermaye Hareketleri(Net) | Doğrudan Sermaye Hareketleri | Portföy Yatırımları | Diğer Sermaye Hareketleri |
|--------|---------------------------------|------------------------------|---------------------|---------------------------|
| 1992 | 3648 | 779 | 2411 | 458 |
| 1993 | 8903 | 622 | 3917 | 4364 |
| 1994 | -4257 | 559 | 1158 | -5974 |
| 1995 | 4565 | 772 | 237 | 3556 |
| 1996 | 5483 | 612 | 570 | 4301 |
| 1997 | 6969 | 554 | 1634 | 4781 |
| 1998 | -840 | 573 | -6711 | 5298 |
| 1999 | 4829 | 138 | 3429 | 1262 |
| 2000 | 9584 | 112 | 1022 | 8450 |
| 2001 | -14557 | 2855 | -4515 | -12897 |
| 2002 | 1172 | 939 | -593 | 826 |
| 2003 | 7162 | 1222 | 2465 | 3475 |
| 2004 | 17702 | 2005 | 8023 | 7674 |
| 2005 | 42685 | 8967 | 13437 | 20281 |
| 2006 | 42689 | 19261 | 7415 | 16013 |
| 2007 | 48700 | 19941 | 833 | 27926 |
| 2008 | 34558 | 16955 | -5014 | 22617 |
| 2009 | 9758 | 6858 | 227 | 2673 |
| 2010 | 57933 | 7620 | 16093 | 34220 |

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1992-2010) Verileri, <http://www.dpt.gov.tr>.

SONUÇ

Günümüzde küreselleşme olgusu her alanda olduğu gibi, sermaye hareketlerinin etki ve yapısında da önemli değişimlere neden olmuştur. Küreselleşmenin temel lokomotifini oluşturan kar güdüsüyle hareket eden, yeni finansal araçlar ve teknolojik yeniliklerle farklılaşan sermaye, spekülasyonun yanı sıra ülke ekonomik politikalarını önemsiz ve etkinsiz kılacak güce ve etkinliğe kavuşmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki kalkınma amacı için tasarruf ihtiyacı nedeniyle sermaye açığını gidermede, en önemli kaynak uluslararası sermaye olarak görülmektedir.

1970'li yıllarda ithal ikameci kalkınma stratejisini benimsemiş birçok gelişmekte olan ülke petrol krizi sonrası ekonomik yönden önemli ölçüde kaynak sıkıntısına girmiştir. Bir ekonomide üretimin temel unsuru olan sermaye, emek faktörüne göre kıt olduğundan sermaye faktöründeki artışların, yatırımları da arttırmasına paralel olarak ekonomik büyümeyi olumlu yönden etkilemektedir. Küreselleşme sürecinin hız kazanması ile sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, teknoloji, iletişim ve haberleşme alanlarındaki gelişme ile birlikte gelişmiş ülkelerdeki fazla fonlar ülkeler arasında anlık bir şekilde hareket etmeye başlamış ve sermayenin bu gelişmelerle birlikte hacmi de artarak bu sayede ulusal piyasalar uluslararası piyasalar haline dönüşmüştür.

Bu anlamda uluslararası sermayeyi sağlayan birim kurum ve devletlerin amacı bilindiği gibi genel anlamda kardır. Dolayısıyla sermaye sağlayanlar kar marjı yüksek olan ülkeye sermayesini yönlendirerek kar etme amacını gütmektedirler. Bir yatırımcının kendi ülkesinden başka ülkede çeşitli risk ve belirsizliklere rağmen yatırım yapması, kendi ülkesindeki kardan daha fazla bir karın söz konusu olması koşulunda geçerli olmaktadır. Bu nedenle uluslararası sermaye hareketlerinin temel nedeninin ülkeler arası getiri farklılıkları olduğunu ifade etmek mümkündür.

Sermaye gereksinimi olan ülkelerin ülke riskini etkileyen faktörlerden sosyal, ekonomik, finansal ve politik yapılarındaki istikrarı sağlamaya yönelik politikaları, uluslararası sermayeyi ülkelerine çekme anlamında önem kazanmıştır. Bu anlamda uluslararası yatırımcı, bekleyeceği yüksek getiriye karşılık riski daha düşük bir ortamı

tercih etmektedir. Bu durumda, ülkenin risk derecesi uluslararası sermaye hareketlerinde önem kazanmaktadır.

1980'li yıllarda, finansal serbestleşmenin de gelişmesiyle birlikte birçok gelişmekte olan ülke tasarruf ve sermaye yetersizliğini aşmak için uluslararası sermaye hareketlerine kolaylıklar sağlayacak birtakım uygulamalar ortaya koymuşlardır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde resmi kanallardan özel kanallara geçiş yaşanmış ve bunun sonucunda bu ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırımların yanında portföy yatırımları, kredi ve mevduatların boyutlarında büyümeler yaşanmıştır.

Dolayısıyla uluslararası sermaye yatırımlarının ülkeye sağlayacağı katkılardan faydalanmak için ilk olarak yapılması gereken, ülkedeki ekonomik, siyasi ve politik ve finansal istikrarın sağlanmasıdır. Ekonomik ve siyasi politikadaki tutarlılık ve süreklilik, uluslararası sermaye yatırımlarının kısa süreli, uzun süreli olmasını sağlayacak ve uluslararası sermayeden beklenen faydanın gerçekleşme potansiyelini güçlendirecektir. Türk sermaye piyasasının gereksinimi olan sermayenin, serbest piyasa koşulları çerçevesinde bütünleşen finansal piyasa ortamından temini ve rasyonel kullanımı, globalleşen ve etkinleşen bir piyasa ile mümkün olacaktır.

Yukarıda açıklanan ve görülen bu etkilerle birlikte uluslararası sermaye hareketleri çoğu zaman yaşanan finansal krizlerden de oldukça etkilenmiştir. Bu krizlerle, uluslararası sermayenin ülkelerin, gelişmişlik ve az gelişmişlik düzeylerine, ekonomik, kültürel, sosyal siyasal ve hukuki yapısına bağlı olduğu anlaşılmıştır.

Bu anlamda Türkiye'deki durumu literatür kısmında verilen bilgiler ışığında aşağıdaki gibi açıklamak mümkün olmaktadır.

Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerin tasarruf düzeylerinin düşük olması nedeniyle ekonomik büyümenin sağlanması için dış tasarruflara yani ülke içine giren sermaye hareketlerine bağımlıdır. Diğer taraftan sermaye girişinin sağlanması da karşılıklı olarak ülkedeki ekonomik gelişmişliğin derecesine bağlı olarak gerçekleşmektedir.

Sermaye hareketlerini etkileme derecesi açısından Türkiye'de kamu harcamalarını kısmadan mali dengeleri sağlamadan ve parasal disiplini oluşturmadan ekonomide büyümeyi sağlamak oldukça güçtür. Bilindiği üzere, Türkiye ekonomisi genel anlamda değerlendirildiğinde, hükümetlerin popülist politikalar sonucu kamu harcamalarını artırması, özellikle seçim ekonomisi dönemlerinde bunun yüksek boyutlara ulaşması ile bu

durumun kamu kesimi borçlanma gereğinin artmasına neden olduğu görülmektedir. Diğer taraftan artan kamu harcamaları ve bunu para arzının artışıyla büyümeyi sağlama sürecinin izlemesi faiz oranlarını artırmakta ve artan para arzı sonucu enflasyonist etki görülmektedir. Dolayısıyla ülke riskini etkileyen ekonomik faktörler konusunda açıklandığı gibi yüksek ve kronik enflasyon, ekonomide yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkiye neden olmaktadır. Ayrıca döviz kurunu baskı altına alarak değerlendirilen yerli para, cari açığın da artmasına neden olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasında sıkı bir ilişki söz konusudur. Bu anlamda gerek yatırım harcamaları gerekse de tüketim harcamaları sermaye girişleri etkilenmektedir. Bu noktada bir diğer sorun ise yurt dışından borçlanarak kaynak temin eden bankaların bunu kamu kesimini fonlamada kullanması ve üretken reel sektöre kredi olarak kullandırmamasıdır. Bu durum ise ekonomik büyümeyi sınırlandırmaktadır. Diğer yandan istikrarsız bir yapı sergileyen Türkiye’de ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanarak yapısal sorunların çözülmesi sağlanmalı böylece ülkeye kısa vadeli ve portföy şeklinde yoğunluk kazanan yatırımın yerini uzun vadeli doğrudan üretken yatırımların alması sağlanmalıdır.

Türkiye ile ilgili uluslararası sermaye hareketlerinde dikkati çeken diğer bir durumda ekonomide bilindiği gibi 1989 yılı sonrası 2001 yıllarına kadar doğrudan yatırımların yıllık miktarı 1 milyar doları bile bulmazken 2003 yılı sonrası doğrudan yatırımlarda görülen artış olmuştur. Bu artışın nedeni ise daha çok finans kesimi ve telekomünikasyon alanlarında yapılan özelleştirmelerdir. Bunun sonucunda yeni yatırım, ilave iş sahaları fabrika ve endüstriden ziyade mevcut kaynakları satın alma ve ortaklık şeklinde olduğundan büyüme üzerinde beklenen bir etkiye sahip olamamıştır.

Bu artışlar daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlarda görülmüştür. Doğrudan yatırımlar ise bu dönemde daha düşük seviyelerde kalmıştır. Ülkeye giriş yapan uluslararası sermayenin çeşitlilik göstermesi bilindiği gibi, ülkenin makro ekonomik yapısı, bölgesel faktörler ve demografik etkenler gibi nedenlere bağlıdır.

Diğer taraftan bürokratik engeller, özelleştirme çalışmalarında gecikme, yaşanan belirsizlik ve yetersizlikler, sıkça yaşanan ekonomik ve finansal krizler ve zaman zaman ortaya çıkan siyasi gerilimler Türkiye’ye yönelebilecek uluslararası sermaye hareketlerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Bu anlamda Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olarak, öncelikle doğrudan yatırım kanalı ile sermaye girişini tercih etmesi gerekmektedir. nk doğrudan yatırımlar beraberinde teknoloji, bilgi ve kalifiye eleman getirmekte, giriş yaptığı ülkede uzun dönemli kalarak ülkelerin daha hızlı ve istikrarlı bir şekilde büyümesine ve kalkınmasına yardımcı olmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin ülkeye girişi açısından Türkiye, pazar büyüklüğü, coğrafi konum, kalifiye işgücü, AB'ye yakınlık ve gümrük birliği, altyapı, esnek ve bol işgücü ve AB'ye üyelik müzakerelerinin başlamış olması açısından avantajlı konumdadır. Ancak bununla birlikte yasalar, bürokrasi, insan hakları ve politik birtakım istikrarsızlıklardan dolayı da dezavantajlı bir konuma sahiptir.

Ayrıca Türkiye'nin, AB'ye yeliğine kabul, politik, bölgesel ve ekonomik istikrarın temini, düşük maliyetler, yeni kanun ve kararnameler ve enerji dağıtım yollarındaki konumundan faydalanarak uluslararası sermaye konusunda birçok fırsatları söz konusudur. Ancak, AB yeliğinin ucunun açık olması ve görüşmelerin uzun yıllar sürecek olması nedeniyle bu fırsatlardan yeterince yararlandığını ifade etmek mümkün değildir.

Yukarıdaki faktörlerin dışında yine uluslararası sermayenin ülkemize yeterli seviyede gelememesine neden olan bazı faktörler bulunmaktadır. Bunlar bürokrasi, politik istikrarsızlık, maliyet engelleri, yüksek vergi oranları, enerji maliyetleri, finansman maliyetleri, verimlilik ve şeffaflık yetersizliği olarak sayılabilmektedir. Diğer taraftan yatırım ortamı açısından maliyetlerin rakip ülkelere oranla dezavantajlı olması uluslararası sermayenin önündeki bir başka engelleyici faktör olarak görülebilmektedir. Bu anlamda işçilik, enerji, vergi maliyetlerinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre nisbeten yüksekliği, üstelik verimlilik düşüklüğü, yatırım ve iş ortamının daha elverişli konuma getirilmesini zorunlu kılmaktadır.

Ayrıca sık sık gündemde yer alan yolsuzlukların tam olarak önlenememesi ve yaygın rüşvet söylemleri de uluslararası sermaye için engelleyici bir faktör olarak kabul edilmektedir. Bunun için daha şeffaf bir kurumsal ve ekonomik altyapının sağlanması gerekmektedir. Dolayısıyla bu anlamda uygulamaların geliştirilmesi ile lde ekonomik belirsizlikler azalacak, uluslararası sermayenin doğrudan yatırım biçiminde ülkemize akışı güçlenecek ve daha etkin bir rekabet gücüne ulaşmamıza imkn sağlanacaktır.

Sonuç olarak Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile beklenen sonuçlar elde edilememiştir. Bu anlamda, 1989 yılı sonrası ülke içine giren sermaye miktarında artış yaşanmaya başlamış, artan sermaye girişi kur düzeyini düşük faizleri de yüksek tutarak faiz-kur paritesinin açılmasını ve kamu kesimi açıklarının kapatılmasını sağlamıştır. Bu finansal arbitraj ülke içine üretken yatırımlar yerine paradan para kazanan spekülative nitelikli sermaye girişlerini arttırmış, diğer yandan bankaların topladıkları fonlar reel sektöre kredi olarak kanalize edilmeyip, devlet borçlanma senedi olarak kamu kesimi açıklarını finanse etmekte kullanılmıştır. Uluslararası piyasalarda ve ülke içinde yaşanan siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar sonucu ülke içindeki spekülative sermayede çıkış gerçekleşmiştir. Çıkan bu sermaye dövize olan talebi artırmış ve ekonomide daralmaya neden olarak sonuç olarak dış borçlar artmış ve ekonomi istikrarlı büyüme yerine kırılganlıklara terk edilmiştir. Bu anlamda Türkiye ekonomisinin istikrarlı ve kalıcı büyüme sürecine girilebilmesi için yapısal reformların mutlaka sağlanması gerekmektedir. Aksi takdirde dış finansal bağımlılık ya da enflasyon gibi istikrar bozacak etmenler Türkiye’nin istikrarlı büyümesine engel olmaya devam edecektir.

Sonuç olarak uluslararası sermaye girişini etkilemesi açısından ülke riski faktörlerinin olumsuz sonuçlarına karşı ülkelerin önlem almaları gerekli olmakla birlikte, bu konularda ülkelerin tek başına hareket etmesi, sermayenin yalnızca öteki ülkelere kaçması sonucunu doğurmakta ve küresel anlamda bir çözüm olarak kabul edilmemektedir. Bu yüzden uluslararası sermaye hareketleriyle ilgili tüm ülkeleri bağlayıcı biçimde kuralların konulması, denetimi sağlamak üzere ortak hareket edilmesi ve uluslararası mali yapının bu doğrultuda hareket etmesi gerekmektedir.

Tüm yaşanan ekonomik maliyetler sonrası elde edilen diğer bir nokta ise kalkınmanın devamı ve uluslararası sermaye hareketlerinin etkinliği için liberal politikalar uygulayan bir ekonominin, gerekli makro ekonomik koşulları (denk bütçe, fiyat istikrarı, adil bir gelir dağılımı, katma değeri yüksek olan malların üretimi, denetimli bankacılık kesimi, derinliği olan finansal kesim, reel büyümeyi sağlayan bir ekonomik yapılanma) sağlaması gerekliliğidir.

Bununla birlikte uzun dönemli sermaye hareketlerinden yararlanmak isteyen bir ekonominin istikrarlı bir reel büyüme oranına sahip olması gerekmektedir. Aksi takdirde yapısal ve kurumsal zayıflıklar taşıyan bir ekonomide uluslararası sermaye hareketlerini etkileyecek imkanlar sınırlı olduğu için, kısa vadeli sermaye hareketleri, ancak yüksek

faizler sunularak cezbedilmeye çalışılır. Bu durum ise kriz riskini dolayısıyla ülke riskini artırmaktadır.

Bütün bu ifadeler ışığında Türkiye'nin ülke riski açısından değerlendirilmesi söz konusu olduğunda, ekonomik, finansal, politik, sosyal ve kültürel anlamda ülke riski derecesinin yüksek olduğunu bu durumun uluslararası sermaye hareketlerini olumsuz yönde etkilediğini belirtmek mümkündür. Dolayısıyla ülkemizin bu anlamda acil önlemler alması, ekonomik, finansal, sosyal ve politik anlamda radikal dönüşümler planlaması ve uygulaması, üretime ağırlık verilerek ekonomik canlanmayı gerçekleştirilmesi, kamu kesimi harcamalarını daha etkin ve verimli gerçekleştirirken, kamu gelirlerinde etkinliğin sağlanması ve siyasi, politik ekonomik ve finansal anlamda istikrarlı bir gelişim sergilemesi faydalı olacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Abit, K. (1999), **Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Sorunu: Türkiye Üzerine Bir Uygulama**, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akçaoğlu, Emin, (2005), **Türk Firmalarının Dış Yatırımları: Saikler ve Stratejiler**, Ankara: TBB Yayınları.
- Akgüç, Öztin (1985), “Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım, Makro Ekonomik Finansman Oranı”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 22(11),31-45.
- Akhan, Hüsnü (2000), “Türk Bankacılık Sisteminde Yeni Dönem”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. 15 (174),7-14.
- Allen, Franklin ve Gale, Douglas (1998), “Optimal Financial Crises”, **The Journal of Finance**, 53(4), 1245-1284.
- Altuğ, F. Nuray (1986), **Gelişmekte Olan Ülkeler Yönünden Dış Borçlanmanın Ekonomik Önemi ve Türkiye'nin Dış Borçlanması**, No. 544, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları.
- Altuğ, F.Nuray (1993), **Dış Borç Krizi ve Türkiye**, No. 19993-002-1, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları.
- Aslan, Nurdan (1997), **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aslan, Nurdan (1997), **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aydın, Cengiz (2008), **Ekonomik Güvenlik-Türkiye Örneği**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Babuşçu, Şenol (2005), **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi**, Ankara: Akademi Yayıncılık.

- Bakdur, Alper ve Duman, Gülyeter (1999), **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**, Ankara: DPT Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Balkan, Erol (1995), **International Bank Lending and Country Risk**, New York: Nova Science Publishers Inc.
- Beim, David ve Calomiris, Charles (2001), **Emerging Financial Markets**, New York: McGraw Hill.
- Berksoy, T.(2001), “Kur Faiz Kısılacı,” **Görüş Dergisi**, 8, 54-58.
- Berksoy Taner ve Saltoğlu Burak (1998), **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, No. 1998-58, İstanbul: İTO Yayınları.
- Bezirci, Muhammed (1998), **Ülke Riskinin Ölçülmesi ve Türkiye Örneği**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bitterman, H.J. (1973), **The Refunding of International Debt**, Durham: Duke University Press.
- Bolak, Mehmet (1991), **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul: Beta Yayınevi.
- Branson, William H. (1995), **Makro İktisat Teorisi ve Politikası**, (Çev: İbrahim Kanyılmaz), İstanbul: Alfa Yayınları.
- Ceylan, Ali (2000), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chang, Roberto (2005), **Financial Crises and Political Crises**, NBER Working Papers, 11779, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Ciarrapico, Anna Micalea (1991), **Country Risk, a Theoretical Framework of Analysis**, Brookfield: Dartmouth Publishing Comp.,
- Cin, Fatih ve diğerleri (2001), “Heterodoks Politikalar Işığında Türkiye’de Uygulanmakta Olan İstikrar Programı ve Bir Değerlendirme”, **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 23-24.
- Coşkun, İsa ve Yılmaz, Nevin (1997), “Kredi Değerliliği (Rating) Analizi”, **Yaklaşım Dergisi**, 50, 25-30.

- Coyle, Bryan (2000), **Introduction to Currency Risk**, United Kingdom: Financial World Publishing.
- Cömert, F. (1998), Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü ve Geleceği, **Hazine Dergisi**, 12, 1-25.
- Çalışkan, Ömer Veysi (t.y.), **Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kuruluşları**,
http://web.sakarya.edu.tr/~adurmus/kredi_derecelendirme/4104uygulamali%20calisma.pdf (04.03. 2012).
- Çarıkçı, Emin (2001), **Ekonomik Gelişmeler ve Türkiye-AB ilişkileri**, Ankara: Tutibay Yayınları.
- Çeken, Hüseyin (2003), **Küreselleşme, Yabancı Sermaye ve Türkiye Turizmi**, 1.Baskı İstanbul: Değişim Yayınları.
- Çelik, Faik (2002), **Risk Yönetimi Genel Yaklaşımı ve Bankacılık Uygulamaları**, Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çetin, Muhammet Şükrü (2008), **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çetinkaya, Özhan (2002), **Türkiye'de Devlet İşletmeciliği ve Özelleştirme**, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Çolak, Ömer Faruk (2002), **Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul: Alkım Yayınevi.
- Delice, Güven (2003), “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif” **Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 20, 57-81.
- Demirçelik, Adalet ve Bahşayış, Temir (1995), **Şirketler Kesiminin Reel Yatırımları ve Bunların Finansmanı**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Derecelendirme Kuruluşları Ateş Altında, (30.04.2010), **Hürriyet**
- Derici, Onur ve diğerleri (t.y.), Kurumsal Risk Yönetimi ve Sayıştay Uygulaması, **Sayıştay Dergisi**, (65,) <http://dergi.sayistay.gov.tr/icerik/der65m12.pdf> (25.03.2012).

Devlet Borçları, <http://www.kpssrehber.com/dersnotu-184-devlet-borclari.html>
(20.03.2012).

Doğukanlı, Hatice (2001), **Uluslararası Finans**, Adana: Nobel Kitabevi.

DPT (2000), **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ÖİK Raporu**, No.2514, Ankara:
DPT Yayınları.

Dünya Bankası, (2009) Global Economic Prospects, s.21
http://siteresources.worldbank.org/INTGEP2009/Resources/10363_WebPDF-w47.pdf
(20.04.2012).

Eaton, Jonathan (1996), "Sovereign Debt, Repudiation, and Credit Terms," **International Journal of Finance and Economics**, 1(1), 25-36.

Edwards, Sebastian (1985), "Country Risk, Foreign Borrowing and Social Discount Rate in an Open Developing Economy" **NBER Working Paper Series**, 1651, 1-37.

Eichengreen, Barry, Rose, Andrew ve Wyplosz Charles (1996), "Contagious Currency Crises", NBER, Working Paper, 5681, 1-48.

Eğilmez, Mahfi, (29.04.2010), "Yunanistan, Portekiz ve Türkiye", **Radikal Gazetesi**.

Emir, Mustafa (1999), "Ülke Riski Ölçüm Kriterleri Sorunu: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 154, 14-26.

Emir, Mustafa (2004), "Ülke Riskinin Ölçüm Kriterleri ve Tahvil Marjları Üzerine Etkisi: Genel Bir Değerlendirme", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 21, 74-79.

Ercan, Hakan (2000), **Açık Ekonomi İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para**, No.642,
Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları.

Erdönmez, Pelin (2009), "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", **Bankacılar Dergisi**, 68, 85-101.

Eroğlu, Ömer (1997), "Does Foreign Aid Work on Economic Development of Developing Countries" **Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi**, 2, 29-50.

Erol, Ahmet (2000), "Yabancı Sermaye I", **Mükellefin Dergisi**, 93, 72-83.

Ertürk, Emin (1999), **Makro İktisat**, İstanbul: Alfa Yayınları.

- Eser, Berfu (2004), **Küreselleşme Sürecinde Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Krizler Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Boyutu**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Evgin, Tülay (2000), **Dünden Bugüne Dış Borçlarımız**, Undersecretariat of the Treasury, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Yayınları.
- Fettahoğlu, Abdurrahman (1981), **Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye**, Ankara: Adalet Matbaası.
- Gençoğlu, Pelin (2006), **Ekonomik Gelişimde Beşeri Sermayenin Rolü ve Türkiye: Ampirik Bir Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Glasberg, D. S. and Ward. K. B. (1993), "Foreign Debt and Economic Growth in the World System" **Social Science Quarterly**, 74, 703-720.
- Hassan M.K., ve diğerleri (2003), "Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in The Middle East and Africa," **Economic Systems**, 27, (63-82).
- Heffernan, Shelagh A. (1986), **Sovereign Risk Analysis**, London: Allen&Unwin Publishers Ltd.
- Howell, M. Cozzini, A. (1994), "Cross-border Equity Flows: Hot or Cold?" **A Global Flow of Funds Analysis**, Baring Securities.
- IMF (1999), "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues," **Economic Issues**, (17).
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17/index.html>(21.04.2012)
- İnandım, Şeyda (2005), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB.
- İMKB (2002), **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul: İMKB Yayınları.
- İSO (2002), **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye Durum Tespit ve Stratejik Plan**, No. 2002/1, İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayını.

Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1980-2010) Verileri, <http://www.dpt.gov.tr>.

Kar, Muhsin ve Kara, M. Akif (2003), "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", **Dış Ticaret Dergisi**, 29, 46-80.

Kara, Fatih (2006), **Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karaçor, Zeynep (2001) **İstikrar Politikaları ve Uygulamaları Ders Notları**, Konya.

Karluk, Rıdvan (1983), **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, No. 13, İstanbul: İTO Ekonomik Yayınları Dizisi.

Karluk, Rıdvan (1999), **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim**, İstanbul: Beta Yayınları.

Karluk, Rıdvan ve diğerleri (1999), **Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye**, No. 640, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları.

Karluk, Rıdvan (2003), **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Karluk, Rıdvan (2009), **Uluslararası Ekonomi**, 9. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları.

Kaya, Y. (1998), **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, No. 2487, Ankara: DPT Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müd.

Kazgan, Gülten (2000), **İktisadi Düşünce veya Politik İktisat’ın Evrimi**, 9. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.

Kepenek, Yakup ve Yentürk, Nurhan (2000), **Türkiye Ekonomisi**, 10. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.

Kırankabeş, Mustafa Cem (2006), Ülke Riski Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi, **Mevzuat Dergisi**, 102, 24-34.

Kıbrıçoğlu, Aykut (2001) "Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi**, 1(41), 174-182.

- Kibritçioğlu, Berna (2000), **Parasal Krizler**, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Hazine Müsteşarlığı.
- Kindleberger, Charles P. (1970), **Uluslararası İktisat**, (Çev. Necdet Serin), 2.Baskı, Ankara: Doğan Yayınevi.
- Kozanoğlu, Hayri (1987), **Ülke Risk Analizleri ve Türkiye'nin Ödemeler Dengesi Üzerine Bir Projeksiyon Modeli**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Krayenbuehl, Thomas (1988), **Country Risk, Assessment and Monitoring It**, Cambridge: Woodhead Faulkner.
- Kredi Notunun Ükelere Etkileri, <http://www.atb.gov.tr/pages.aspx?pageId=07a81eeb-c843-4244-8fe2-2ab1c339bf9e> (19.04.2012).
- Kruger, A. O. (1987), "Debt, Capital Flows, and LDC Growth", **The American Economic Review**, 77(2), 159-164.
- Kula, Ferit, (2006), **Çokuluslu Girişimler ve Türkiye**, İstanbul: İleri Yayınları.
- Kula Ferit (2003), "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 4(2), 141-154.
- Kumcu, Ercan (t.y.), **Hepsi Euro Kullanıyor**, <http://www.haberturk.com/yazarlar/ercan-kumcu/712830-hepsi-euro-kullaniyor> (20.03.2012).
- Marshall, David (1998), "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure", **Economic Perspectives**, 3, 13-38.
- McNamee, M. (2002), "The Credit-Raters: How They Work and How They Might Work Better", **Business Week**, 38-40.
- Melvin, M. and Schlagenhauf, D. (1985), "A Country Risk Index: Econometric Formulation and An Application to Mexico", **Economic Inquiry**, 23(4), 601-619.
- Mewally M. and O'Brien. M. D. (1994), "The Debt Servicing Problem of Some Asian Countries" **The Indian Economic Journal**, 41(3), s. 98-109.

Moody's Investor Service (1997), **The Function of Ratings in Capital Markets**, New York.

Mukatel, Loni Aslan (2006), **Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Mumyakmaz, Kubilay (1998), **Rating'in (Derecelendirme) Finans Sektörü Bakımından Yeri ve Önemi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

OECD,(2009), Economic Surveys- United States, www.oecd.org (20.04.2012).

Ordu, Özgecan (2008), **İnsan Hakları Sözleşmesinde Temel Hak ve Özgürlüklerin Sınırlanma Nedeni Olarak Avrupa Kamu Düzeni**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, **Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> (10.04.2012).

Özler, Ş. (1991), "Evolution of Credit Terms: An Empirical Examination of Commercial Bank Lending to Developing Countries", **Journal of Development Economics**, 38, 79-97.

Quééré, A.B., Fontagné, L. ve Lahréche-Révil (2001), "Exchange Rate Strategies In The Competition For Attracting FDI", **Journal of the Japanese and International Economies**, 15, 178-198.

Polatlı, Ahmet (2009), **Uluslararası Yatırımlarda Risk**, <http://www.makaleler.com/bilim-makaleleri/uluslararasi-yatirimlarda-risk.htm> (20.03.2012).

Saini, Krishan G. and Bates Philip S.(1984), "A Survey of The Quantitative Approaches to Country Risk Analysis," **Journal of Banking and Finance**, 8(2), 341-356.

Sarı, Müslim (2004), **Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

- Selimata, Selim (2003), “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri”, **Active Dergisi**, 32, 1-16.
- Seyidoğlu, Halil (2007), **Uluslararası İktisat**, 16.Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Solberg, Ronald L. (1992), **Country Risk Analysis A Handbook**, London and New York: Routledge.
- Sönmez, Sinan (1998), **Dünya Ekonomisinde Dönüşüm Sömürgecilikten Küreselleşmeye**, Ankara: İmge Kitabevi.
- Sunar, Ali Mert (1994), **Türkiye’nin Kredi Değerliliği Analizi**, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü.
- Şahin, Mehmet (1975), **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Ankara: Ayyıldız Matbaası.
- Şahinöz, Ahmet (1998), **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, Ankara: Turhan Kitabevi, Türkiye Ekonomi Kurumu
- Şimşek, M. (1995), Türkiye’deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 12, 25-39.
- Tezcanlı, Meral Varış ve diğeri (1994), **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Yayınları.
- Tugay, Fatoş (1991), “Ülke Riski”, **Bankacılar Dergisi**, 2(5), 30-37.
- Türkiye’nin Kredi Notu Gelişimi, Mynet Finans, <http://finans.mynet.com/haber/detay.aspx?haber=105108902> (17.07.2012).
- Ulusoy, Ahmet (2001), **Devlet Borçlanması**, 1. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Ural, Mert (2003), Finansal Krizler ve Türkiye, **D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi**, 18(1), 11-27.
- Ural, Mert (2003), **Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Uzunoğlu, Sadi ve diğerleri (1995), **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, No:6, İstanbul: İMKB Yayınları.
- Ünsal, Necla ve diğerleri (1989), **Türkiye’de Dış Kredi Kullanımı**, No. 380, Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi.
- Williamson John and Milner Chris (1991), **The World Economy: A Textbook in International Economics**, Harvester Wheatsheaf.
- World Bank (1990) **A Strategy For Managing Debt, Borrowing and Transfer Under Macroeconomic Adjustment: Turkey**, Washington D. C.
- World Bank (1997), **Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration**, A World Bank Policy Research Report, Washington D.C: The World Bank.
- Yaman, Bülent (2003), **Uluslararası Rezervler, Türkiye İçin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Seviyesi Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Yeldan, Erinç (2001), “Türkiye Ekonomisinde 2000–2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine”, **Doğu-Batı Dergisi**, 4 (17), 187-195.
- Yıldıran, Mustafa (2010), “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Finansal Risk Unsurlarına Bağımlılığının Analizi: Uluslararası Karşılaştırmalar”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 11(2), 1-20.
- Yıldırım, Kemal ve diğerleri (2006), **Makro Ekonomi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yıldırım, Halil (2002), “Yabancı Sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları”, **Ekonomi ve Toplum Dergisi**, 5(2), www.isguc.org.
- Yıldızoğlu, Ergin (1994), “Kriz Üzerine Bir Araştırma Projesi Önerisi-1”, **İktisat Dergisi**, 11 (346).
- Zaimoğlu, Tülay (2001), **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, 2.Baskı, Ankara: SPK Yayınları.

ÖZGEÇMİŞ

1987 yılında Giresun'da doğan Ayça BAYRAKDAR, ilkokul öğrenimini Giresun'un Keşap ilçesinde, orta ve lise öğrenimini Giresun'da tamamlamıştır. 2004 yılında eğitime başladığı Adnan Menderes Üniversitesi Nazilli İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümünden 2008 yılında mezun olmuştur. 2010 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda yüksek lisans eğitimine başlamıştır.