



T.C

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

HEDGE FONLAR, SICAK PARA HAREKETLERİ

VE

PARA KRİZLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Güliz KASABOĞLU

BURSA – 2020



T.C

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

HEDGE FONLAR, SICAK PARA HAREKETLERİ

VE

PARA KRİZLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Güliz KASABOĞLU

Danışman:

Prof. Dr. Emin ERTÜRK

BURSA – 2020

Yemin Metni


Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Hedge Fonlar Sıcak Para Hareketleri ve Para Krizleri: Türkiye Örneği” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynakların usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

24/08/2020



Adı Soyadı:	Güliz KASABOĞLU
Öğrenci No:	701411018
Anabilim Dalı:	İktisat
Programı:	İktisat
Statüsü:	<input checked="" type="checkbox"/> Y.Lisans <input type="checkbox"/> Doktora

prof. Dr. Amr Eldeh





SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS İNTİHAL YAZILIM RAPORU

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞINA

Tez Başlığı / Konusu: **Hedge Fonlar Sıcak Para Hareketleri ve Para Krizleri: Türkiye Örneği**

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam **183** sayfalık kısmına ilişkin, **05.08.2020** tarihinde şahsım tarafından "**Turnitin**" adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtremeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı **%10** 'dur.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kaynakça hariç
- 2- Alıntılar hariç/dahil
- 3- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Özgünlük Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

GÜLİZE KASABOĞLU

24/08/2020

Danışman:

Prof. Dr. Emin ERTÜRK

ÖZET

Finansal serbestleşmenin 1990' lı yıllarda hızını arttırması ile birlikte sermaye akımları, portföy yatırımları şeklinde, yatırım kârlarının yüksek olduğu GOÜ' lere yönelmiştir. Hızla ülke piyasalarına giriş yapan sıcak para yerli üretimi arttırmakta, yatırımların finansmanı ve iç borç için gerekli finansal kaynağı sağlamaktadır. Ancak gelen sıcak paranın, risk gördüğünde aniden ülkeden çıkması finansal istikrarı ve ödemeler dengesini bozarak finansal krizlere sebep olmaktadır. Hedge fonlar, kısa vadeli portföy yatırımları olarak sıcak para akımları içerisinde ülke piyasalarına giriş yapmaktadır. Bu fonlar kullandıkları yüksek kaldıraç oranları, uyguladıkları stratejiler ve kullandıkları finansal türevlerle finans piyasalarında dengeleri değiştirici güce sahiptirler.

Finansal piyasaların henüz gelişimini tamamlayamadığı ülkelerde sıcak para hareketlerinde yaşanan ani dalgalanmalar, olası para krizlerinde tetikleyici bir unsurdur. Türkiye ekonomisi 1980 sonrası 24 Ocak kararları ile sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırmış, 1989 yılında 32 sayılı karar ile kambiyo rejimini tamamen serbestleştirmiş böylece Türkiye finans piyasaları uluslar arası entegrasyona uyumlaştırılmıştır. Ancak Türkiye ekonomisi 1990 sonrası çok hızlı hareket eden kısa vadeli yabancı sermayeyi kontrol altına alacak finansal yeterlilikte olamadığı için art arda finansal krizler yaşamıştır. Hedge fonlar, küreselleşme ile birlikte dünya piyasalarındaki etkinlik alanını ve bilinirliğini arttırmış olsa da Türkiye' de yeterince bilinmemektedir. Ancak finansal entegrasyon ile birlikte hedge fonlar gibi alternatif yatırım enstrümanlarının Türkiye gibi GOÜ piyasalarını tercih etmesi bu fonlar ile ilgili alınması gereken tedbirleri ve yasal düzenlemeleri zaruri kılmaktadır.

Çalışmamızın amacı sıcak para akımlarının ve bir sıcak para olan hedge fonların olası para krizleri üzerindeki etkisini anlamak ve hedge fonların yapısını detaylı inceleyerek Türkiye' deki durumunu analiz etmektir. Bu kapsamda 1989 sonrası yaşanan finansal liberalizasyon neticesinde, finansal yapıdaki değişim ile birlikte yoğunluğunu arttıran sıcak para akımlarınınve bunla birlikte hedge fonların, Türkiye ekonomisinde 1989-2020 yıllarını kapsayan dönemde para krizleri üzerindeki etkisi dünya örnekleri ışığında incelenmiştir.

ABSTRACT

In the 1990s associated financial liberalization with increased its speed, capital flows were in the form of portfolio investments were directed towards developing countries where investment profits were high. The hot money which is rapidly entering, increases domestic production and provides the necessary financial resources for financing investments and domestic debt. However, the sudden outflow of hot money from the country causes financial crisis by disrupting the financial stability and balance of payments account. Hedge funds enter the markets of country in the form of hot money flows as the short-term portfolio investments. Hedge funds have the power to change the balances in the financial markets with the using their high leverage rates, the strategies and the financial derivatives.

Sudden fluctuations in hot money movements in countries where financial markets were not able to yet completed their development are a trigger factor in possible money crises. After 1980 Turkey's economy with of January 24 decisions has been removed the obstacles to capital movement, Turkey completely liberalized the foreign exchange regime with 32th decision in 1989 and thus the financial system was harmonized with international financial integration. However, as Turkey's economy after 1990 was not have the financial capability able to take under the control of short-term very quick moving foreign capital has had financial crises consecutively. Though the hedge funds have increased their effectiveness and popularity in the world markets with the globalization are have not sufficiently well known in Turkey yet. As the alternative investment instruments such as hedge funds chooses the developing country markets like Turkey after the financial integration making the necessary measures and legal regulations regarding these funds are necessitate.

The purpose of our study is to understand the effect of hot money flows and hedge funds, which are hot money, on possible money crises and through examining the structure of hedge funds in detail in Turkey is to analyze the feasibility. In this context, as a result of financial liberalization after 1989, hot money flows and hedge funds that increase their density with the change in financial structure, effect on currency crises for Turkey in the period covering the years 1989-2020 were examined by world examples light.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	x
GRAFİKLERLİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM HEDGE FONLAR

1.1. HEDGE FONLARA GENEL BİR BAKIŞ.....	3
1.1.1. Hedge Fonların Tanımı	4
1.1.2. Hedge Fonların Tarihçesi.....	6
1.1.3. Hedge Fonların Yapısal Özellikleri	13
1.2. HEDGE FONLARIN STRATEJİLERİ.....	18
1.2.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fon Stratejileri.....	19
1.2.2. Arbitraj Stratejileri.....	21
1.2.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Hedge Fon Stratejileri	22
1.3. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYON YAPISI	24
1.3.1. Hedge Fonların Kuruluş Şekli	25
1.3.1.1. Yatırım Danışmanı	26
1.3.1.2. Aracı Kurumlar	26
1.3.1.3. İdareciler/Offshore İdareci	27
1.3.1.4. Bağımsız Denetçiler	28
1.3.1.5. Müşavirler	28
1.3.1.6. Danışmanlık Ücreti	29
1.4. HEDGE FONLARIN SAHİP OLDUĞU RİSKLER.....	29
1.4.1. Fiyatlama Riski	30
1.4.2. Piyasa Riski	30
1.4.3. Likidite Riski	31
1.4.4. Kredi Riski	31

1.4.5. Kaldıraç Riski	32
1.4.6. Operasyonel Riski	32
1.4.7. Yönetici Riski	32
1.4.8. Sistemik Riski	33
1.4.9. Teknoloji Riski	34
1.5. HEDGE FONLARIN GELENEKSEL YATIRIM FONLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI.....	35
1.6. HEDGE FONLAR İLE İLGİLİ GÖRÜŞLER.....	37
1.6.1. Hedge Fonların Sağladığı Avantajlar	37
1.6.2. Hedge Fonların Yarattığı Dezavantajlar	40
1.7. HEDGE FONLAR İLE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER.....	42
1.7.1. ABD’ de Yapılan Düzenlemeler	42
1.7.2. AB’ de Yapılan Düzenlemeler	45
1.7.3. İngiltere’ de Yapılan Düzenlemeler	46
1.7.4. Japonya’ daki Düzenlemeler	47
1.7.5. Off Shore Bölgelerde Yapılan Düzenlemeler	47
İKİNCİ BÖLÜM	
FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ, SICAK PARA OLGUSU ve PARA KRİZLERİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ	
2.1. FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ.....	49
2.1.1. Sermaye Hareketleri ve Finansal Liberalizasyon.....	52
2.1.1.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri.....	53
2.2. SICAK PARA OLGUSU.....	61
2.2.1. Sıcak Para Hareketlerini Belirleyen Faktörler.....	62
2.2.1.1 Arbitraj	63
2.2.1.1.1 Döviz Kuru Arbitrajı	63
2.2.1.1.2. Faiz Arbitrajı	64
2.2.1.1.3. Faiz - Kur Arbitrajı	66
2.2.1.2. Ani Sıcak Para Duruşu (Sudden Stop)	66
2.2.1.3. Sıcak Paranın Ters Yönde Hareket Etmesi	67
2.2.2. Sıcak Para Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Etkileri.....	68
2.2.2.1. Pozitif Etkiler.....	68
2.2.2.2. Negatif Etkiler.....	69
2.3. PARA KRİZLERİ VE HEDGE FONLARIN KRİZLERE ETKİSİ.....	72

2.3.1. Para Krizi Kavramı.....	72
2.3.1.1. Birinci Nesil Para Krizi Modelleri.....	72
2.3.1.1.1. Teorik Olarak Birinci Nesil Para Krizi Modelleri.....	73
2.3.1.1.2. Birinci Nesil Para Krizi Modellerine Göre Para Krizine Sebep Olan Etmenler.....	74
2.3.1.1.3. Birinci Nesil Para Krizi Modellerinin Yaşanan Finansal Krizleri Açıklama Gücü.....	76
2.3.1.2. İkinci Nesil Para Krizi Modelleri.....	77
2.3.1.2.1. Teorik Olarak İkinci Nesil Para Krizi Modelleri.....	78
2.3.1.2.2. İkinci Nesil Para Krizi Modellerinde Çoklu Denge ve Sabit Döviz Kuru Mekanizması.....	79
2.3.1.2.3. İkinci Nesil Para Krizi Modellerine Göre Para Krizine Sebep Olan Etmenler.....	80
2.3.1.2.4. İkinci Nesil ve Birinci Nesil Para Krizi Modellerinin Karşılaştırması.....	81
2.3.1.3. Üçüncü Nesil Para Krizi Modelleri ve Üzerinde Durulan Temel Konular.....	82
2.3.1.3.1. Asya Krizi ve Üçüncü Nesil Para Krizi Modelleri.....	83
2.3.1.3.2. Üçüncü Nesil Para Krizi Modellerinin Temel Özellikleri.....	85
2.3.1.3.3. Finansal Krizler ve Asimetrik Bilgi.....	87
2.3.1.3.3.1. Ahlaki Tehlike Sorunu ve Finansal Krizler.....	89
2.3.1.3.3.2. Ters Seçim Sorunu ve Finans Piyasalarına Etkisi.....	92
2.3.1.3.4. Finansal Krizler Işığında Grup Psikolojisi ve Yayılma Etkisi.....	94
2.4.1990 SONRASI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN PARA KRİZLERİ VE SICAK PARA KAPSAMINDA HEDGE FONLARIN KRİZLERDEKİ ROLÜ.....	96
2.4.1. Gelişmekte Olan Piyasalar Açısından Hedge Fonlar.....	96
2.4.2. Güneydoğu Asya Krizi ve Hedge Fonlar.....	98
2.4.3. Rusya Krizi ve Hedge Fonlar.....	99
2.4.4. Hedge Fonlar ve ERM Krizi.....	100
2.4.5. 2008 Küresel Finansal Krizinde Hedge Fonların Etkisi.....	101
2.4.6. Kriz Sonrası Bugün Geline Nektada Hedge Fonların Dünyadaki Durumu.....	102

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE' DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER ÜZERİNDE SICAK PARA HAREKETLERİNİN, SICAK PARA İÇERİSİNDE HEDGE FONLARIN ETKİSİ ve HEDGE FONLARIN TÜRKİYE' DEKİ UYGULAMASI

3.1. TÜRKİYE' DE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ ve YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ.....	105
---	-----

3.2. TÜRKİYE' DE SICAK PARA OLGUSU.....	110
3.3. 1990 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLERDE SICAK PARA HAREKETLERİNİN VE SICAK PARA İÇERİSİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ.....	116
3.3.1. Nisan 1994 Krizi.....	124
3.3.1.1. Ekonominin Kriz Öncesindeki Durumu.....	124
3.3.1.2. Sıcak Para Hareketlerinin Etkisi	126
3.3.1.3. Sıcak Para İçerisinde Hedge Fonların Rolü.....	128
3.3.1.4. Uygulanan Ekonomi Politikaları.....	129
3.3.1.5. Krizin Ardından Yaşanan Gelişmeler.....	130
3.3.2. Kasım 2000 Krizi.....	133
3.3.2.1. Ekonominin Kriz Öncesindeki Durumu.....	134
3.3.2.2. Sıcak Para Hareketlerinin Etkisi	137
3.3.2.3. Sıcak Para İçerisinde Hedge Fonların Rolü.....	139
3.3.2.4. Uygulanan Ekonomi Politikaları.....	140
3.3.2.5. Krizin Ardından Yaşanan Gelişmeler.....	140
3.3.3. Şubat 2001 Krizi.....	141
3.3.3.1. Ekonominin Kriz Öncesindeki Durumu.....	141
3.3.3.2. Sıcak Para Hareketlerinin Etkisi	142
3.3.3.3. Sıcak Para İçerisinde Hedge Fonların Rolü.....	147
3.3.3.4. Uygulanan Ekonomi Politikaları.....	147
3.3.3.5. Krizin Ardından Yaşanan Gelişmeler.....	150
3.3.4. 2008 Küresel Finansal Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri ve Hedge Fonların Kriz Üzerinde Oynadığı Rolün Türkiye Açısından Değerlendirilmesi.....	155
3.3.4.1. 2008 Küresel Finansal Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri	155
3.3.4.2. Hedge Fonların Kriz Üzerinde Oynadığı Rol.....	157
3.3.4.3. Kriz Sonrası Bugün Geline Noktada Hedge Fonların Türkiye' deki Durumu.....	158
3.4. HEDGE FONLARIN TÜRKİYE' DEKİ UYGULAMASI.....	159
3.4.1. Türkiye' de Hedge Fonlar İle İlgili Düzenlenmelerin Amacı	160
3.4.2. Türkiye' de Hedge Fonların Kuruluş Şekli	161
3.4.3. Hedge Fonların Türkiye' deki Örnekleri	164
3.4.4. Türkiye' deki Hedge Fonların Diğer Yabancı Hedge Fonlar İle Karşılaştırılması.....	165
3.4.5. Hedge Fonların Türkiye Ekonomisinde Yarattığı Problemler	168
3.4.6. Türkiye'nin Hedge Fonlar İle İlgili Sorumluluğu	170
SONUÇ.....	175
KAYNAKÇA.....	183

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1: 2017 Yılı'nın En Çok Kazanan Hedge Fonları.....	10
Tablo 1.2: Hedge Fon 2018-2014 Yılları Arası Kasım Ayı Aktif Varlık Akışları.....	12
Tablo 1.3: 2018 Yılbaşı İtibariyle Hedge Fon Performans ve Yönetim Ücretleri.....	18
Tablo 1.4: Geleneksel Yatırım Fonu ile Hedge Fonların Karşılaştırılması.....	37
Tablo 1.5: Seçili AB Ülkeleri İçin Hedge Fonların Oluşum Yapısı.....	46
Tablo 2.1: Yıllık Kısa Vadeli Nominal Ortalama Faiz Oranlarına Göre Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler.....	56
Tablo 2.2: Kriz Öncesi Güneydoğu Asya Ülkelerinin Büyüme Oranları.....	83
Tablo 3.1: Türkiye' de Sıcak Para Kavramının Bileşenleri.....	110
Tablo 3.2: Yıllar İtibariyle Ülkeye Giriş Yapan Yabancı ve Yerleşik Kaynaklı Sıcak Para Hareketleri (Milyon USD).....	111
Tablo 3.3: Türkiye' ye Yapılan Sıcak Para Yatırımları (1989-2019 Milyon USD)...	115
Tablo 3.4: TCMB Ödemeler Dengesi Bilançosu (Milyon USD).....	119
Tablo 3.5: Türkiye'nin Yıllar İtibariyle Dış Ticaret Gelişimi (1994 – 2019) (Milyar USD).....	120
Tablo 3.6: Döviz Kurlarındaki Değişimler Açısından DİBS' lerin Reel Getirileri...	121
Tablo 3.7: Büyüme ve Enflasyon Kapsamında DİBS' lerin Reel Getirileri.....	122
Tablo 3.8: Türkiye' nin Krizler Karşındaki Durumunu Belirleyen 1990-1994 Yıllarına Ait Seçili Temel Makroekonomik Göstergeler (Milyon USD).....	126
Tablo 3.9: Özel ve Kamu Kesimi Dış Borç Stoklarının Vadesi (Milyon USD- 1989-2020*).....	136
Tablo 3.10: Kriz Öncesi ve Sonrası Sıcak Para Hareketleri(Milyon USD).....	138
Tablo 3.11: Sıcak Paranın USD Cinsinden BİST' teki Net Kazançları (1990-2019).....	146
Tablo 3.12: 2001-2020* Yılları Arası Temel Ekonomik Göstergeler.....	152
Tablo 3.13: 2019 Yılı İtibariyle Bağlı Oldukları Şemsiye Fonlarına Göre Türkiye' nin Serbest Yatırım Fonları.....	165
Tablo 3.14: Türkiye' deki Hedge Fonların Portföy Dağılımı(%).....	167

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1: Yıllar İtibariyle Açılan ve Kapanan Hedge Fon Sayıları (1997 Öncesi-2018 Yılsonu).....	11
Grafik 1.2: 2017 Yılsonu İtibariyle Hedge Fonların Faaliyet Gösterdikleri Bölgelere Göre Varlık Akımları.....	13
Grafik 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelerin Sermaye Bileşenleri(Milyar USD).....	59
Grafik 2.2: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ükelere Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri (1990-2018 Milyar USD).....	60
Grafik 2.3: 2017 Yılı İtibariyle GOÜ Piyasalarına Yatırım Yapan Hedge Fonların Tüm Hedge Fon Yatırımları İle Mukayesesi.....	98
Grafik 2.4: 2001-2008 Yılları Arası Hedge Fon İndeksleri.....	102
Grafik 2.5: Küresel Finansal Kriz Sonrası Hedge Fon Tasfiyeleri (Milyon USD)...	103
Grafik 2.6: 2018 Yılında Yatırımcıların Portföylerini Etkileyen Makroekonomik Değişken Payları.....	104
Grafik 3.1: Türkiye' nin Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyümesi (1989-2018).....	109
Grafik 3.2:: Yıllar İtibariyle Ülkeye Giriş Yapan Yabancı ve Yerleşik Kaynaklı Sıcak Para Hareketleri (Milyon ABD USD).....	112
Grafik 3.3: Reel Döviz Kuru Endeksi (Milyon USD).....	131
Grafik 3.4: Türkiye' de Yabancı Sermaye ve Sıcak Para Hareketleri (1990-2019 Milyon USD).....	144
Grafik 3.5: Toplam Mevduatlar İçindeki Yabancı Para Mevduatlarının Payı ve USD/TL Kuru.....	150
Grafik 3.6: 2008-2009 Yılları Arası Dış Ticaret Dengesi.....	156
Grafik 3.7: 2015-2020(Mart) Arası Türkiye Hedge Fon Büyükliklerinin Gelişimi.....	159

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Hedge Fonların Aktif Olduğu Ülke Dağılımı.....	12
Şekil 1.2: Hedge Fonlardan Çıkış Süreleri.....	15
Şekil 1.3: Hedge Fonların Yatırımcılarına Göre Dağılımı.....	16
Şekil 1.4: Avrupa’ da Faaliyet Gösteren Hedge Fonların Kullandıkları Stratejiler.....	24
Şekil 1.5: Tipik Hedge Fonun Organizasyon Yapısı.....	25
Şekil 1.6: Hedge Fonların Offshore Bölgelerdeki Dağılımı.....	48

KISALTMALAR

A.g.e	Adı Geçen Eser
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIMA	Alternatif Yatırımlar Birliği - The Alternative Investments Association
BİST	Borsa İstanbul
EUR	Euro – Avrupa Para Birimi
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GÜ	Gelişmiş Ülke
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
HRF	Hedge Fon Araştırmaları – Hedge Fund Research
IFC	Uluslararası Finans Kurumu – International Finance Corporation
IMF	Uluslararası Para Fonu - International Monetary Fund
IOSCO	Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü – International Organization of Securities Commissions
KYD	Kurumsal Yatırımcılar Derneği
LTCM	Uzun Dönem Sermaye Yönetimi – Long Term Capital Management

MSCI	Morgan Stanley Bileşik Endeksi - Morgan Stanley Composite Index
SEC	Amerika Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu – Securities and Exchange
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SYF	Serbest Yatırım Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyat İndeksi
WTO	Dünya Ticaret Örgütü – World Trade Organization

GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması, uluslar arası finans piyasaları arasındaki entegrasyonu arttırmış ve sermaye yatırımlarını ekonomik gelişmişlik seviyesine ulaştırmış, sanayileşmiş ülkelere henüz ekonomik gelişimini tamamlayamamış ve yatırım karı yüksek olan GOÜ' lere yönlendirmiştir. İç tasarruflarıyla yatırımlarını finanse edemeyen GOÜ' ler için gelen yabancı sermaye, büyüme ve istihdamı artırıcı finansman imkanı sunmuştur. Küreselleşme ile artan bilişim ve teknoloji yeni alternatif finansal yatırım araçlarından biri olan hedge fonları oluşturmuştur. 1990 sonrası hedge fonlar gibi çok kısa vadeli, spekülasyon hareket eden sıcak paranın GOÜ' lere girişinin hızlanması, ödemeler dengesini bozarak art arda yaşanan para krizleri üzerinde etkili olmuştur. Bir ülkede başlayan kriz liberalleşmenin etkisi ile diğer ülkelere hızlıca yansımıştır.

Türkiye açısından hedge fonlar 2006 yılında Sermaye Piyasası Kurulunu tarafından yayınlanan tebliğ ile finans piyasasına giriş yapmıştır. Bu tebliğe göre hedge fonlar "Serbest Yatırım Fonu" olarak adlandırılmaktadır ve katılma payları yalnızca "nitelikli yatırımcı" olarak tanımlanan kişilere satılmaktadır.

Bu çalışmanın konusu; hedge fonların, sıcak para hareketlerinin ve para krizlerinin ilişkisinin incelenmesi ve Türkiye açısından analiz edilmesidir. Çalışmanın amacı; küreselleşme ile birlikte yaşanan finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak hızını arttıran sıcak para hareketlerinin, sıcak para içerisinde hedge fonların dünyada ve Türkiye' de yaşanan para krizlerindeki rolünü incelemektir. Çalışmanın hipotezleri; Sıcak para hareketleri ve hedge fonlar GOÜ' lerde ve Türkiye' de yaşanan para krizlerinde etkili midir? Finansal liberalizasyon ve para krizleri ilişkili midir? Türkiye' de 1990 sonrası uygulanan finansal serbestleşme sıcak para hareketlerini ve hedge fonları etkiledi mi?

Bu çalışma üç alt bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, hedge fon bir kurum olarak detaylı şekilde ele alınacaktır. İlk olarak, genel geçer bir tanımı olmayan hedge fonlar ile ilgili yapılan farklı tanımlamalar ele alınacak ve hedge fonların tarihçesine bakılacaktır. Daha sonra hedge fon stratejileri, organizasyonu, hedge fonların taşıdığı riskler incelenecek, hedge fonların diğer yatırım fonları ile karşılaştırılması yapılacak ve

hedge fonlar ile ilgili görüşler ele alınacaktır. Son olarak, hedge fonlar ile ilgili dünyada yapılan yasal düzenlemeler incelenecektir.

Sermaye hareketlerinde yaşanan finansal liberalizasyonun neticesinde uluslar arası finans piyasalarının birbirine entegreolması, GOÜ ekonomilerine yapılan sermaye yatırımlarının hızını artırırken süresini de kısaltmıştır. Uluslararası entegrasyonun bir diğer sonucu ise bir ülkede başlayan finansal bir krizin diğer ülkeleri de etkilemesi ve küresel bir krize dönüşmesidir. Bu bağlamda ikinci bölümde, finansal liberalizasyon süreci GÜ ve GOÜ tecrübeleri kapsamında ele alınacak ve GOÜ' lere yönelik yabancı sermaye yatırımları incelenecektir. Sıcak para kavramı, sıcak para hareketlerini belirleyen faktörle bu bölümde ele alınacak ve GOÜ' ler üzerinde sıcak para hareketlerinin yarattığı etkiler kısaca irdelenecektir. 1990 sonrası hızlanan finansal serbestleşme neticesinde para ve döviz piyasalarında yaşanan istikrarsızlar sonucu ortaya çıkan para krizlerinin doğası, üç nesil model çerçevesinde bu bölümde incelenecektir. Sıcak para içerisinde ülkelere giriş yapan ve finansal liberalizasyon ile hızını arttıran hedge fonların 1990 sonrası dünyada yaşanan para krizlerindeki etkisi bu bölümün sonunda incelenecek ve 2008 küresel finansal krizinin ardından bugün gelinen noktada hedge fonların dünyadaki durumuna kısaca bakılacaktır.

Türkiye ekonomisinde tüm finansal engellerin kaldırıldığı 1989 yılından sonra sıcak para yatırımları yoğunluk kazanmıştır. Çalışmanın son bölümünde 1989 sonrası Türkiye' de yaşanan finansal liberalizasyon süreci kapsamında, yabancı sermaye hareketleri ve sıcak para olgusu incelenecek, Türkiye ekonomisinin yaşadığı üç büyük ekonomik kriz olan Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ve dünyada yaşanan etkileri Türkiye' de de hissedilen 2008 küresel finansal krizi sıcak para ve hedge fonlar üzerinden değerlendirilecektir. Türkiye ekonomisinin kriz öncesi ekonomik durumu, kriz üzerinde sıcak paranın ve hedge fonların etkisi, kriz için uygulanan politikalar ve sonrasında yaşanan gelişmeler kapsamında krizlerin doğası incelenecektir. Daha sonra 2008 küresel finansal krizinin ardından bugün gelinen noktada hedge fonların Türkiye' deki gelişimine kısaca bakılacaktır. Son olarak, hedge fonların Türkiye' deki durumu yapılan düzenlemeler ve faaliyet alanları detaylı olarak bu bölümde incelenecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

HEDGE FONLAR

Çalışmanın bu bölümünde Hedge fon kavramı detaylı olarak ele alınacaktır. Hedge fonların özellikleri, organizasyon yapısı, sınıflanması, stratejileri ve taşıdığı riskler detaylı olarak ele alınacaktır. Daha sonra hedge fonlar geleneksel yatırım fonları ile karşılaştırılacaktır. Son olarak bu bölümde hedge fonlar ile ilgili yapılan hukuksal düzenlemeler incelenecektir.

1.1.HEDGE FONLARA GENEL BİR BAKIŞ

Kısa bir süre içerisinde temel finansal piyasa araçlarından biri haline gelen Hedge fonların herkes tarafından kabul gören ortak bir tanımını yapmak oldukça zordur.¹ Türkçe karşılığı olarak, bazı yerlerde “*Koruma Fonu*” olarak geçmekte iken SPK tarafından “Serbest Yatırım Fonu” olarak adlandırılmaktadır. Bu çalışmada daha ortak ve kapsamlı bir kullanım olduğu düşünüldüğü için “*Hedge Fonlar*” kavramı kullanılacaktır.

Globalleşme ile birlikte yaşanan finansal liberalleşme sonucu piyasalar arasientegrasyon sağlanmış, bununla beraber sermaye hareketlerinin serbestliği ile finansal araçların önündeki engeller kalkmış ve uluslar arası ticaret gittikçe hızlanmıştır. Yabancı sermaye; sermayenin bileşenleri olarak adlandırdığımız doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları yoluyla ilgili ülkelere giriş yapmaya başlamıştır. Serbest piyasa koşullarında artan yatırımcı taleplerini karşılamak için finansal yatırım ürünleri çeşitlilik kazanmıştır. Oluşan bu yeni yatırım ürünleri alternatif yatırım ürünleri olarak nitelendirilmektedir. Hedge fonlar, bu alternatif yatırım fonlarından biri olan bir portföy yatırım türüdür. Portföylerini çeşitlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından önemi gittikçeartmaktadır.

¹US Securities and Exchange Commission Staff Report, Implications of the Growth of Hedge Funds, Washington D.C USA, September 2003, s.3

1.1.1. Hedge Fonların Tanımı

İngilizce kökenli olan Hedge kelimesinin Türkçe karşılığı, tehlikelerden uzaklaştıracak şekilde bir alanı daha güvenli hale getirecek, koruyucu tedbirler almak anlamına gelmektedir.² Diğer bir deyişle hedge kelimesi teminat etme, garanti altına alma, güvence gibi kelimelerle özdeşleşmektedir. Finansal anlamda, Hedge kavramı yatırım riskine karşı korunmak demektir. Burada ki amaç, olası fiyat değişiklikleri sebebi ile alınan pozisyonun değerindeki azalış riskine karşın, finansal sonuçları lehine değiştirecek şekilde diğer bir pozisyona geçiş yaparak riski gidermektir. Literatürdeki tanımı ile, “hedge etmek” alınan pozisyonun değerini azaltacak durumlardan kaçınmak amacıyla tamamen zıt başka bir pozisyona yönelmek, “sigorta” etmek anlamına gelmektedir.³ Bir başka ifade ile fiyat hareketlerinden doğabilecek zararları önlemek adına yatırımcıların, aralarında negatif korelasyon bulunan iki varlığa yatırım yapması işlemidir.⁴ Spot piyasadaki pozisyonun tersine bir pozisyonda işlem yapılarak risklerden korunmayı ifade etmektedir.⁵ Yani, “Hedging” işlemi finans piyasalarında fiyat değişikliğinden kaynaklı oluşabilecek yatırımcı zararlarını minimize etmektedir.⁶

Fon kelimesi ise bir paranın toplandığı havuz veya kaynak olarak ifade edilebilmektedir. “Fon” kelimesinin sözlük anlamına baktığımızda “Belirli bir iş için gerektikçe harcanmak üzere ayrılıp işletilen para, kaynak demektir.⁷ Finansal anlamda fon kelimesinin karşılığı ise, yetkili kurumlar tarafından oluşturulan bir portföydür. Bu portföy yatırım riskini paylaşmak amacıyla yatırımcıların birikimlerinin devlet tahvili, değerli maden ve kağıtlar, hisse senedi, döviz gibi çeşitli yatırım araçlarına dağılmış hali olarak da ifade edilebilmektedir.

Hedge fon ise bahsedilen ters yöndeki fiyat hareketlerine karşı riskten korunma anlamına gelen “hedging” işleminin aksine tamamen riskten arındırılmış değildir. Hedge fonlar stratejileri itibariyle yüksek riskleri bünyesinde barındıran bu sayede yüksek

²The Golden Dictionary, *Hedge*, İstanbul: Altın Kitaplar, 1990, s.398.

³Metin Ercan, Deniz.R Gökçe, “Hedge Fonları” Nedir, Ne Değildir?”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C.15, S.173, Ağustos 2000, s.30

⁴ Daniel AStrachman, “The Fundamentals of Hedge Fund Managment”, 1.b, Wiley Trading, New Jersey: 2007.ss..3-4

⁵ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., TürevAraçlar Lisanslama Rehberi, İzmir, VOB, 2008, s.63.

⁶HalilSeyidoğlu, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*,3.Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları,1992, s.256.

⁷Fon, <http://www.tdk.gov.tr/index>. (29.09.2019)

kazançlar sağlayabilen portföylerden oluşmaktadır.⁸Hedge fonlar ile ilgili genel kabul görmüş bir tanımlama olmamakla beraber literatürde kabul görmüş farklı birçok tanımlama mevcuttur. Bunlardan ilki, büyük kuruluşlar ve varlıklı kişilerden elde edilen fonların finansal varlık alım satımında sermaye arttırma veya getiri sağlama amacı ile kullanılmasıdır.⁹ Çeşitli yatırım araçlarını ve stratejilerini herhangi bir yasal sınırlamaya bağlı kalmaksızın kullanabilen özel nitelikli fonlardır.¹⁰ Başka bir tanımlamada ise, katılma payları nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlara hedge fonlar denilmektedir. Borsa Komisyonun tanımına göre, hedge fonlar halka satılabilen belirli finansal varlıklardan ve genel olarak menkul kıymetlerden oluşan bir finansal havuza sahip fonlardır. Bir başka tanımlamaya göre dehedge fonlar özel veya genel yasalara bağlı olmaksızın bireysel yatırım bankaları ve finans kurumlarından bağımsız özel yönetilen ve özgürce hareket edebilen fonlardır. ¹¹ Hedge fon, esnek yatırım stratejisi izleyebilen bir yatırım fonu olarak da tanımlanmaktadır.¹²

Yıldız'ın SPK yeterlilik etüdündeki tanımına göre, bu fonlar kısa ve uzun pozisyon alabilen, arbitraj stratejileri kullanabilen, değerinin altında fiyatlanmış bir menkul kıymeti aynı anda hem alıp hem satabilen, opsiyonlara veya tahvillere yatırım yapabilen ve düşük risk altında yüksek getiri elde etme imkanı taşıyan her türlü piyasada yatırım yapabilen fonlardır.¹³Hedge fonlar, profesyonel yatırım yöneticileri tarafından yönetilen, herkese açık olmayan ve özel olarak organize edilen bir havuz yatırım aracı olarak tanımlanmaktadır.¹⁴ George Soros hedge fonları, diğer yatırım fonlarına uygulanan yatırım stratejilerine tabi olmaksızın daha sofistike yatırımcılara hitap eden farklı yatırım faaliyetlerinde kullanılan fonlar olarak tanımlanmaktadır.

Bu fonlarda katılma payları nitelikli yatırımcılara aittir. Üstlendikleri riskin bilincinde olup, bunları ölçme ve değerlendirme kabiliyet ve bilgisinde olan varlıklı

⁸European Central Bank, "Hedge Funds and Their Implications For Their Financial Statability", Occanional Pape Series No: 34,Ağustos 2005,s.5-6

⁹NurgülChambers, "Hedge Fonlar", Niğde Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Niğde, C.1, S.1, Haziran 2008, s.5.

¹⁰Ekin Fıkrkoca, "Alternatif Yatırım Araçları",TSPAKB Araştırma ve İstatistik Aylık Yayınlar,Sayı:41,Ocak 2006,s.8.

¹¹Dale A Oesterle, "Regulating Hedge Funds", Public Law and Legal Theory Working Paper Series No.71, NewYork, 2006,ss.1-33

¹²Tuba YıldızErtugay "Hedge Fonların İşleyişi",SPK Yeterlilik Etüdü,İstanbul,Haziran 2004,s.2

¹³Ertugay(2004),s.2

¹⁴Report of ThePresident's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management", ,Washington,1999,s.1

gerçek ve tüzel kişiler nitelikli yatırımcı olarak tanımlanmaktadır.¹⁵Sabit getiri yerine performansa göre kazanç sağladığı için bu fonlara “Performans Fonu” denmesini daha doğru bulmaktadır.¹⁶Bu fonlar kesin getiriye amaçlamaktadır. Bu getiri için finansalenstrümanlar uzman kişiler tarafından birçok strateji uygulanarak kullanılmaktadır. Hedge fonlar yatırım stratejilerini özgürce kullanabilmektedir. Bu nedenle SPK bu fonları “serbest yatırım fonları” olarak isimlendirmektedir.

1.1.2. Hedge Fonların Tarihçesi

Hedge fonların ilk çıktığı tarih kesin olarak bilinmemekle beraber ilk hedge fonun yatırım alım opsiyon ticaretine dayalı olduğu düşünülmektedir.¹⁷ 1920’ li yıllarda hedge fona en çok benzeyen Benjamin Graham ve Jerry Newman’ın yatırım ortaklıklarıdır. Günümüzdeki anlamıyla ilk hedge fon; 1949 yılında Alfred Winslow Jones’un kendisinin sorumlu ortak olduğu bir komandit şirket kurması ile başlamıştır. Bu hisse senetleri, market-neutral olarak adlandırılan uzun pozisyonlu, değerinin altında işlem gören hisse senetlerinin alınıp, kısa pozisyonlu ve aşırı değerli olanlarının satıldığı riskten kaçınma hareketidir. Diğer bir ifadeyle Alfred Winslow Jones kendi fonunu risklerden korumak amacıyla, fiyatı çok düşük olan hisse senetlerini satın almış ve fiyatı olması gerekenden fazla değerli olan hisse senetlerini satmıştır.¹⁸

1940 yılında çıkan “Yatırım Şirketleri Kanunu”na göre kârın %20 si oranında bir ücret ödemek gerekmektedir. Ancak komandit ortaklar doğru şekilde organize edilirse bu kanundan muaf olunabilmektedir. Jones’ un bu durumu fark etmiş olması onun bu derece ünlenmesinin sebebidir. Bu muafiyetle birlikte kredili alım ve açığa satış teknikleri de kullanılmaya başlamıştır. 1954 yılına gelindiğinde Jones’ in fonu gittikçe büyümüş, Dick Radcliffe ile beraber çalışmaya başlamıştır. Jones beraberindeki sekiz portföy yöneticisine ters pozisyon alma ve birbirlerinin yatırımlarını kopyalama serbestliği vermiştir. Bu sayede başka alternatif bir hedge fonun olmadığı bu ortamda çeşitliliği olan bir fon oluşmuştur. 1964 yılında Carl Jones “City Associates”i kurarak

¹⁵SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri: VII, No: 29), Madde 1. <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=301&ct=f&action=displayfile> (10.03.2012)

¹⁶US Securities and Exchange Commission Staff Report (2003)

¹⁷Angel Ubide, “Demystifying Hedge Funds”, Finance and Development, C.43, S. 2, s.1. Aktaran: Terzi, s.11.

¹⁸Steven Drobny, Para Palas, Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri, 1.b, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, s.29

Jones' tan sonra kendi hedge fonunu oluşturan ilk yönetici olmuştur.¹⁹1966 yılında dergide yayınlanan makale ile birlikte fon daha popüler hale gelmiştir ve birçok fonun kurulmasında etkili olmuştur.²⁰

Hedge fon sektörü bu yıllarda ciddi bir gelişme göstermiş ve önemli bir takım fonlarda yine bu yıllarda oluşturulmuştur. Araştırmalara göre bu yıllarda yaklaşık olarak 200' den fazla hedge fon mevcuttur. Bu dönemde spekülasyon hareketleriyle yatırım yapma yöntemi gündeme gelmiştir. Böylece hedge fonlar spekülasyon hareket eden riskli yatırım şekilleri haline gelmiştir.²¹ 1969 yılında en iyi hedge fonlara yatırım yaparak mutlak kar elde etme amacıyla Rothschild ve Karlweis tarafından Cenevre' de "Leveraged Capital Holdings" kurulmuştur.²²Bretton Woods sisteminin çöktüğü ve petrol şokunun yaşandığı 1970' li yıllarda piyasada ciddi fiyat düşüşlerinin hakim olduğu, istikrarsız bir ortam vardır. Bu dönemde birçok hedge fon batmış ve hedge fon endüstrisi ilk ciddi şokunu bu dönemde yaşamıştır. Bunun sonucunda hedge fonlara olan talep azalmış ve 1980' li yılların başına kadar talepte bir canlanma yaşanmamıştır. Fakat 1980'li yılların sonlarında hedge fon talebi kayda değer olmasa da artmaya başlamıştır. Bu dönemde ses getiren ünlü hedge fonlar ve bu fonlara yatırım yapan fonlar kurulmuştur. Julian Robertson ve Thorpe McKenzie 'nin tarafından kurulan "Tiger" Fonu'nu ve Gilbert de Botton tarafından kurulan hedge fonlara yatırım yapan "Global Asset Management" fonu örnek olarak verilebilir. ²³ Yine bu dönemde önemli yatırımcılar spekülasyon hareketlere yönelerek yüksek riskli yatırımlar yapmışlardır.

1990'lı yıllar hedge fonlara olan talebin tekrardan artış gösterdiği yıllardır. Hedge fonlar yapısal anlamda ilk değişikliğini bu yıllarda yaşamışlardır. Wall Street' in en çok kazananları arasında gösterilen George Soros ve Steinhardt bu dönemin önde gelen fon liderleridir. 1992 yılı "Kara Çarşamba" olarak bilinen ekonomik krizle birlikte döviz kurları ile oynanmış, değeri düşen İngiliz ve İtalyan para birimlerine yatırım yapılarak finansal spekülasyon yaratılmış, böylece bu para birimleri Avrupa Para

¹⁹Taliye Yesilürdü, "Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar", Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, ,Ankara, Temmuz 1998, s.39.

²⁰Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği(KYD) ,"Global Piyasalardan Hedge Fonlara" KYD Aylık Bülten, Kasım 2003 s.6.

²¹Robert A. Jeager, "All About Hedge Funds" ABD:Mc Graw Hill Company,2003,s.19.

²²UBP,"Alternative Investments, New Investments Horizons Hedge Fund" World Konferans Notları, İstanbul, Kasım 2006, s.2 Aktaran:Keler,s.66.

²³UBP.(2006), s.66

Sisteminden çıkmıştır.²⁴ Bu sayede günlük kazancı 1 milyon dolar olan hedge fonlar tüm dünya tarafından dikkatleri üzerine çekmeyi başarmıştır. 1994 yılında FED faizlerindeki beklenmedik artış ve bu yıllarda yaşanan Asya krizinin de etkisiyle önemli birçok hedge fon yöneticisi zarara uğramıştır. Bu durumlardan en fazla etkilenen fon Long Term Capital Management(LTCM)'dir. Fonun zararı 4 bin 500 milyon dolara ulaşmış ve tarihin en büyük zararı olarak kayda geçmiştir. ²⁵ Bu olay piyasa ve kredi riskinin birbirini nasıl etkilediğinin bir kanıtıdır. Ayrıca riskin, risk yöneticileri tarafından araştırılması gerektiğini göstermiştir.1998 yılına gelindiğinde hedge fonların değeri 1 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı yıllara ait veriler incelendiğinde, hedge fonların yatırım fonlarının %20 sini oluşturduğu görülmektedir.²⁶

2000' li yıllara gelindiğinde teknoloji işletmelerine ait hisse senetleri piyasalarda daha fazla değer kazanmıştır.²⁷ Bu dönemde risk yönetimi kavramı daha çok gündeme gelmiş ve hedge fonlar daha çok konuşulur olmuştur. Popülerliği artan hedge fonlar varlıklı yatırımcıların dikkatini çekmiştir. Hedge fonlardaki bu büyüme 2000' li yılların sonuna kadar devam etmiştir.²⁸ Bir kuruma bağlı olmaksızın belli kişilerce yönetilen bu fonlar ile ilgili ulaşılan veriler kesin bilgilerdir diyemeyiz. Hedge Fund Research verilerine göre, 2000 yılı ocak ayında hedge fon varlıklarının değeri yaklaşık 264 milyar dolar civarındadır. 2001 yılına gelindiğinde ise bu değerler tekrardan yükselmiştir. 2002 yılında bu değer 455 milyar dolara gelmiştir. Bu değerlere bakıldığında, hedge fonların finansal piyasalarda artan önemi göze çarpmaktadır.

2004 yılına bu rakam 1.186 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde Ocak ayında yürürlüğe girmiş olan bir yasa gündeme gelmiştir. Hedge fonların şeffaf olup olmadığının tartışıldığı bu ortamda bu yasa ile birlikte hedge fonlar için yeni bir yasal çerçeve oluşturulmuştur. 2005 yılında hedge fonların riskini hesaplama ve bunları yönetmeye dair birçok analiz ve araştırma yapılmıştır. Bu dönemde hedge fon adeti

²⁴Stefanini, Filippo, *Investment Strategies of Hedge Funds*, 1.b, West Sussex İngiltere: John Wiley & Sons Inc., 2006 Aktaran: Keler ,s.66

²⁵François-Serge Lhabirant, *Handbook of Hedge Funds*, 2.b, West Sussex-İngiltere:John Wiley & Sons Inc., 2007,s.15 Aktaran:Keler,s.69.

²⁶Report of ThePresident's Working Group on Financial Markets(1999), s.3

²⁷Şahin.A Keler,. *Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, 2008. s.70

²⁸Keler(2008), s.70

1.319 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 2006 yılı itibariyle ise hedge fon yönetimi altındaki varlıklar 1.696 milyar dolar olurken, 2007 yılında sayı ciddi artış göstermiş ve 2.295 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Hedge fon varlık sayısı bu denli artarken fonlarla ilgili tartışmalar ise devam etmektedir. Hedge fonların spekülasyon yaratan durumu ve yasal olmayan yapıları piyasalar için tehlike arz etmektedir. Bu durum hedge fonlar ile ilgili bir takım önlemler alınması gerektiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla şeffaf olmayan spekülatif hareketlerin ve yalan beyanların önüne geçmek amaçlı bir takım önlemler alınmıştır. SEC bu konu ile ilgili olarak, yalan beyan ve yatırımcıların yanlış yönlendirilip kandırılmasının önüne geçmek amacıyla kısıtlayıcı bir takım yasal düzenlemeler yapmıştır.

2008 yılında hedge fon standartları kurulu (HFSB) kurulmuş ve 2008 küresel krizin etkisiyle gündemdeki en önemli konulardan biri olmuştur. Bu nedenle HFSB ‘nin belirlediği standartlar doğrultusunda katılımcılar yatırımlarını yönetmekle yükümlüdür. Krizin etkisi ile hedge fon sayısında ciddi bir düşüş yaşanmış ve 1.149 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. 2009 yılına gelindiğinde hedge fonlar altındaki varlıkların değeri 1.367 milyar dolardır. Avrupa Komisyonu Alternatif Yatırım Fon Yöneticileri Direktifini (AIFM) yayınlamıştır. Bu direktif ile yatırımların, istikrarı sağlamaya yönelik olarak denetlenmesi gerektiğinin altı çizilmiştir

2010 yılında hedge fon yönetimi altındaki varlık sayısı 1.403 milyar dolar olurken, 2011 yılında bu rakam 1.408 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Fakat diğer taraftan hedge fonlar ile ilgili finansal sermaye hareketleri incelendiğinde aynı durum olmadığı gözlemlenmektedir. Bir önceki yıl verileri ile mukayese edildiğinde sermaye hareketleri eksi seviyelerine düşmüştür. 2012 yılında hedge fonların değeri 1.482 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Hedge fonlar bu yıllar itibariyle güzel gelişme kaydederek geniş hacme ulaşmıştır. Bazı hedge fonların değer kaybetmesine karşın bazılarının getirisi ciddi ölçüde artmıştır. 2013 yılında bu fonlar hukuka girmiş ve özel, sermaye ve emlak olmak üzere üç gruba ayrılmıştır. Fon yöneticileri %39 oranında yükselmiştir. Bu yıla ait hedge fon değeri ise 1.884 milyar dolardır. 2014 yılına gelindiğinde, hedge fon varlık yönetimi altındaki fon sayısı 2.025 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 2015 yılında bu rakam 2.219 milyar dolardır. 2016 yılına gelindiğinde biraz daha yükselerek 2.367 milyar dolar seviyesine çıkmıştır.

2017 yılında hedge fon varlık yönetimi altındaki fon değeri 2.905 milyar olarak gerçekleşmiş ve 2017 yılının son çeyreğine kadar artış sürekli devam etmiştir. 2017 yılında 2013 yılından bu yana en iyi yıllık performansa ulaşılmıştır. Ancak, 2017 yılının ilk çeyreğinde piyasada yaşanan ani ve sert dalgalanmaların neticesinde birçok şirket tasfiye olmuştur. Bu dönemde hedge fon şirketlerinin performansları düşmüştür. Diğer yandan artan komisyon ücretleri yatırımcıların gelirlerini etkilemekte ve fondaki devamlılığını güçleştirmektedir. Tüm bunlara rağmen yüksek getirili bu fonların artışı devam etmiştir. 2018 yılının ilk çeyreğinde yapılan savunma platformunun ardından hedge fon yönetimi altındaki varlık değerleri daha da yükselmiştir. HFRI fonu %7,44 oranında bir yükseliş yaşamıştır.2018 yılı toplam hedge fon değeri 2.878 milyar dolardır.

Bugün hedge fonların geldiği duruma bakıldığında, fonların şeffaflığı ile ilgili sorunlar hala devam etmektedir. Hedge fonlar üzerinde hala çok sınırlı düzenlemeler yapılabilmektedir. 2019 yılı eylül ayı sonu itibariye hedge fon yönetimi altındaki varlık değerine bakıldığında, 3 trilyon 151 milyar dolar olarak ciddi bir seviyeye ulaşmıştır. Aşağıdaki tabloda güncel veriler ile hazırlanmış, küresel ölçekte en büyük ilk 10 hedge fonun yönetimi altındaki toplam varlıklar yer almaktadır.

Tablo 1.1: 2017 Yılıının En Çok Kazanan Hedge Fonlar

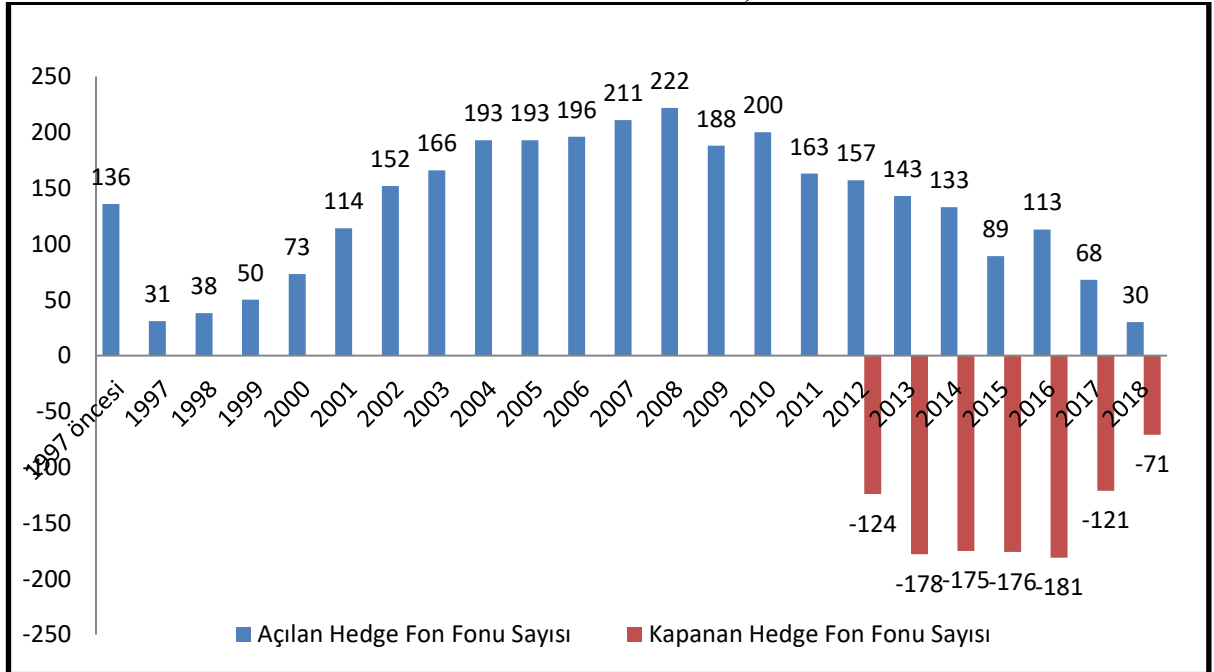
Fon Adı	Kullandığı Strateji	Kurulduğu Bölge	2017 Yıl Sonu Net Getirisi (%)
1. Silver 8 Partners	Çoklu strateji	ABD	770,7
2. Global Advisors Bitcoin Investment Fund	Kripto paralar	ABD	330,1
3. SH Capital Partners, L.P.	Uzun pozisyon	ABD	234,1
4. Northwest Warrant Fund-Class A	Uzun pozisyon	Hong Kong	216,7
5. Vulpes Life Sciences Fund-Class A	Çoklu strateji	Singapur	190,0
6. Green Energy Metals Fund	Emtia	ABD	135,0
7. EIA All Weather Alpha Fund I	Göreceli değer arbitrajı	ABD	117,3
8. Pabrai Investment Fund 3	Uzun-Kısa Hisse Senedi Pozisyonu	ABD	109,2
9. CSV China Opportunities Fund	Uzun-Kısa Hisse Senedi Pozisyonu	Çin	108,8
10. Symphonic Opportunities Fund, LP	Uzun-Kısa Hisse Senedi Pozisyonu	ABD	103,9
11. Bulle Rock Partners - Class A	Uzun-Kısa Hisse Senedi Pozisyonu	ABD	84,8
12. SYW	Makro stratejiler	ABD	87,6
13. Atyant Capital India Fund-I	Uzun pozisyon	Mauritius	79,9
14. Greenwoods 'A' Share Opportunities Master Fund-Class B	Uzun-Kısa Hisse Senedi Pozisyonu	Hong Kong	73,8
15. Redart Focus Fund	Değer bazlı stratejiler	Hindistan	73,5
16. Golden China Plus Fund	Değer bazlı stratejiler	Hong Kong	72,2
17. UG Hidden Dragon Special Opportunity Fund - Class A	Çoklu strateji	Tayvan	70,5
18. TAL China Focus Fund - Class D (Employee Share Class)	Uzun-Kısa Hisse Senedi Pozisyonu	Hong Kong	69,5
19. AlphaNorth Partners Fund - Class A	Uzun pozisyon	Kanada	69,3
20. Augury Hedge Fund - USD Arbitrage Class	Sigorta bazlı stratejiler	Cayman Adaları	67,9

Kaynak: Preqin, 2019 <https://docs.preqin.com/samples/2019-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> Erişim Tarihi: 10.02.2020

Tablo1.1’ de görüldüğü gibi çoklu strateji ile hareket eden, ABD’de faaliyet gösteren Silver 8 Partners fonu 2017 yılında %770,7 ile dünyanın en çok kar eden hedge fonu olmuştur. Bu fonun arkasından %330,1 ile kripto para stratejisine sahip Global Advisors Bitco in Investment fon gelmektedir. Üçüncü ve dördüncü en çok kazandıran hedge fonlar ise sırasıyla SH Capital Partners, L.P. ve Northwest Warrant Fund-Class A dır. Bunlar toplamda % 450,8 getiri sağlamaktadır. Bu denli güçlü net getiri oranlarına sahip bu fonların dünya finans piyasalarını etkileme gücü oldukça yüksektir.

1990’ lı yıllarda hızını arttıran hedge fonların 1997 yılında ilk kez kendi fonları kurulmuştur. Bu durum birden çok hedge fondan oluşan portföyleri tanımlamak için kullanılmaktadır. Burada yatırımcılar tek bir hedge fona yatırım yapmaktansa birkaç hedge fondan oluşan portföye yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Aşağıdaki Grafik1.1, hedge fonların alt fonlarıyla birlikte kurulduğu yıl olan 1990-1997 yılına kadar olan kısmını tek bir periyot olarak, 2017 yılı Haziran ayına kadar Açılan–Kapanan hedge fon sayılarını vermektedir. Grafiğe göre en çok hedge fon 2004-2010 yılları arasında kurulmuştur. 2013 yılında ise ilk defa kapanan fon sayısı yeni açılan sayısını geçmiştir. Bu durum 2017 yılına kadar devam etmiştir.

Grafik 1.1: Yıllar İtibariyle Açılan ve Kapanan Hedge Fon Sayıları (1997 Öncesi-2018 Yılısonu)



Kaynak: Preşin, 2019, Erişim tarihi: 15.02.2020

Tablo1.2’ de ise hedge fonların 2018-2014 yılları arası Kasım aylarlarını içeren beş yıllık performansları gösterilmektedir. Tabloda görüldüğü gibi, Kasım 2018’ de hedge fon sektörü 12 milyar dolarlık net varlık akışında kayıp ve 5.2 milyar dolar performans kaybı yaşamıştır. Hedge fon sektörü büyümeye devam etse de 2018 yılı Kasım ayında en fazla fondan çıkış yaşanmıştır.

Tablo 1.2: Hedge Fon 2018-2014 Yılları Arası Kasım Ayı Aktif Varlık Akışları

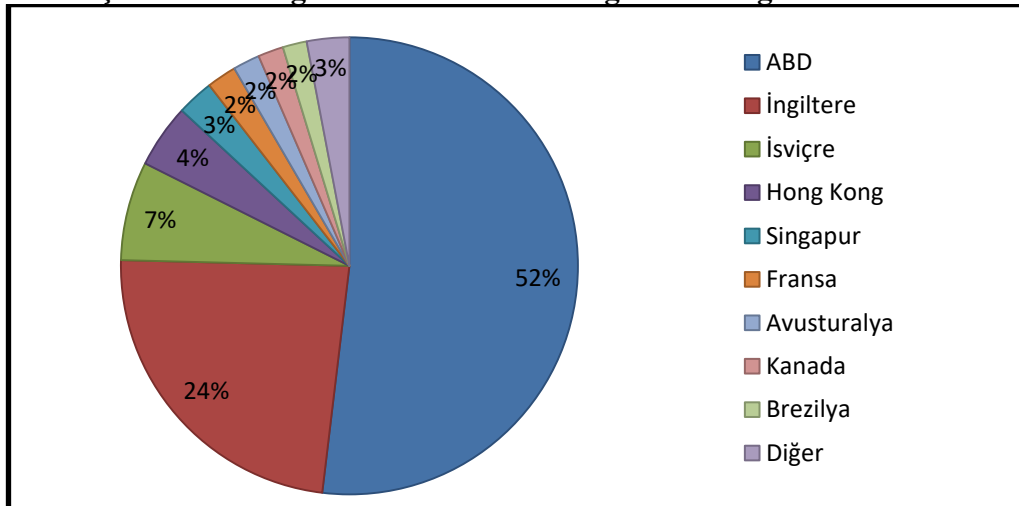
	Kasım 18 (Milyar Dolar)	Kasım 17 (Milyar Dolar)	Kasım 16 (Milyar Dolar)	Kasım 15 (Milyar Dolar)	Kasım 14 (Milyar Dolar)
Girişler	9,6	21,3	8,5	5,8	11,4
Çıkışlar	-21,6	-10,5	-16,9	-6,8	-18,8
Net Varlık Akışları	-12	10,7	-8,4	-1	-7,4
Büyüme	9,4	6,8	5,1	10,9	22
Düşüş	-14,7	-2,6	-6,1	-1,6	-2,3
Toplam Performans	-5,2	4,3	-1,1	9,3	19,6
Genel Toplam	-17,2	15	-9,34	8,2	12,3

Kaynak: <http://www.eurekahedge.com> yararlanılarak hazırlanmıştır.

Erişim Tarihi: 15.02.2020

Aşağıdaki şekilde ise hedge fonların faaliyet gösterdikleri ülke dağılımı gösterilmektedir. Buna göre en fazla pay ABD’ ye aittir. ABD ve İngiltere % 70 lik dilimi oluşturmaktadır.

Şekil 1.1: Hedge Fonların Aktif Olduğu Ülke Dağılımı

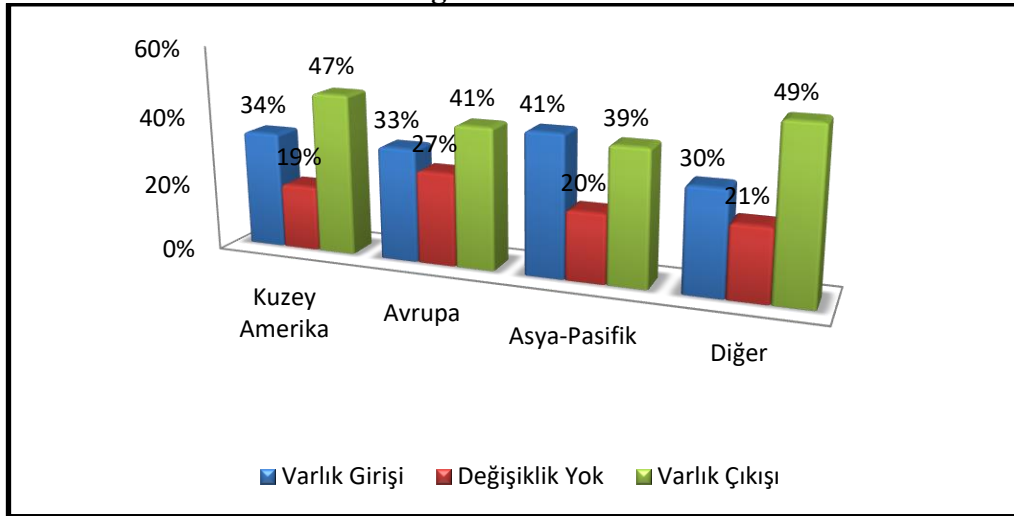


Kaynak: www.eurekahedge.com tarafından hazırlanmıştır. Erişim Tarihi: 15.02.2020

Aşağıdaki Grafik1.2’ de ise hedge fonların 2017 yılsonu itibariyle varlık akımlarındaki değişim, bölgeler detayında ele alınmıştır. Buna göre Asya Pasifik’ te

faaliyet gösteren hedge fonlara varlık girişi talebi %41 oranında artış göstermiş, Kuzey Amerika' da ise %47 oranında varlık çıkışı yaşanmıştır. Avrupa' da ise %33 oranında varlık girişi yaşanmış ancak %41 oranında varlık çıkışı olmuştur. Şekil incelendiğinde Kuzey Amerika ve diğer bölgelerin toplamından çıkan sermayenin Asya Pasifik' teki hedge fonlara kaydığı görülmektedir.

Grafik 1.2: 2017 Yılı İtibariyle Hedge Fonların Faaliyet Gösterdikleri Bölgelere Göre Varlık Akımları



Kaynak: Preşin, 2018 Erişim Tarihi: 15.02.2020

1.1.3. Hedge Fonların Yapısal Özellikleri

Hedge fonlar işlemlerini küresel piyasalarda kârlılığını arttıracak şekilde pozisyon alacakları yeni ülke, sektör ve piyasa araştırması içinde sürdürmektedirler. Bu fonların analiz yeteneklerinin güçlü olması, hesap verecekleri bir yasal zorunluluk olmaması ve daha karmaşık olan finansal araçları etkin bir şekilde kullanmaları görece daha rekabetçi olduklarının bir göstergesidir.²⁹ Hedge fonlar bir kısıtlama olmadıkça tüm dünya piyasalarında işlem yapabilmektedirler.³⁰ Hedge fon yöneticileri, kendi alanlarında uzmanlaşmış, eğitilmiş, deneyimli ve profesyonel kişilerdir. Bu yöneticiler yatırımları kendi uzmanlaştıkları ya da görece rekabet üstünlüğünün olduğunu

²⁹ K. Songül Acaravcı, "Finansal Piyasalarda Hedge Fonlar: Strateji ve Riskler", Çağ University Journal of Social Sciences, C.1, S7, Haziran 2010, s. 87

³⁰ Faruk M Aydın, US Vuşlat, "Hedge Fonlar: Eğilimler ve Riskler", TİSK Akademi Dergisi, C.3,S.5, Mart 2008, ss.171-173

düşündükleri yatırım alanlarına yönlendirirler. Hedge fonların ayırt edici belli başlı yapısal özellikleri bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır.³¹

Eşit Yönetim Koşulları: Hedge fon yöneticileri yatırımcıların sahip oldukları çoğu riske katlanmaktadır. Bunun sebebi hedge fon yöneticilerinin fon içerisinde azımsanmayacak ölçüde hissesinin bulunmasıdır. Buradaki amaç, yöneticinin yatırımcının aleyhine olacak bir hareketten kaçınmasını sağlamak ve her ikisinin çıkarlarını eşit ve uyumlu hale getirmektir. Bu eşitlik koşulları çerçevesinde fon yöneticileri sahip oldukları beceriler ile yeni stratejiler geliştirerek aktif yönetim olanakları ile fon değerini arttırmayı hedefler. Burada fon yöneticisinin durumu bu eşitlik koşullarının seyrini etkilemektedir. Çünkü tecrübesi görece daha az olan bir portföy yöneticisinin aldığı risk karşısında kaybı daha az olacağı için tecrübesi daha fazla olan bir yöneticiye göre daha fazla risk almaya eğilimlidir.

Ölçülebilir Olmama: Hedge fon stratejilerinde önemli olan, avantaj sağlayacak yüksek getirili yatırımları yakalamak ve bu yatırımları iyi yönetebilecek yüksek beceriye sahip yöneticidir. Bu bağlamda önemli olan portföyün büyüklüğü değil, etkinliğidir. Dolayısıyla portföyü şekillendirecek olan yöneticinin becerisidir. Yatırım koşulları ölçülebilecek göstergeler olmadığı için hedge fon stratejileri ölçülebilir değildir.³²

Sınırlı Şeffaflık: Hedge fonlar açısından en çok tartışılan meselelerden bir de şeffaflık sorunudur. Hedge fonlar, kendileri ile ilgili bilgileri (fonun net aktif değeri, işlem hacmi, yatırımcı profili ve yatırım stratejisi) paylaşma veya düzenleyici kurumun denetimine sunma yükümlülüğü bulunmayan, özel yasalarla belirli bir grup için kurulmuş, belirlenen özel kanallar aracılığıyla satışlarını gerçekleştiren fonlardır. Birçok hedge fon ülke dışına offshore satılmaktadır.³³ ve portföy ile ilgili performans, getiri v.b bilgileri sunmak gibi bir yükümlülükleri de yoktur. SEC' e kayıtları bulunmamaktadır. Bu fonları ile ilgili duyuru yapmak, reklam çekmek yasaktır. Tüm bu özellikler hedge fonların şeffaf olmadığının bir kanıtıdır.

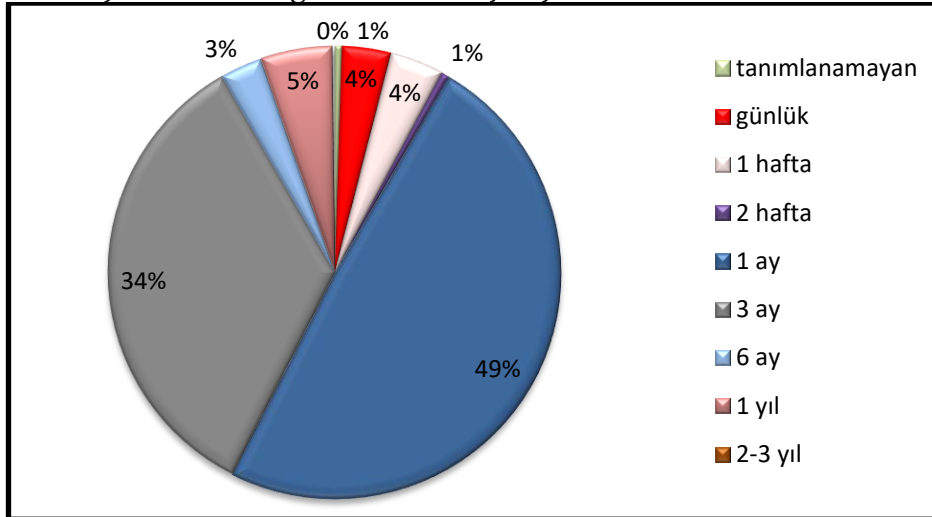
³¹Lhabirant(2007), ss.25-35 Aktaran:Keler,

³²Lhabirant(2007), ss.25-35 Aktaran:Keler,

³³Anita K. Krug, "The Hedge Fund Transparency Act of 2009", BerkeleyLaw University of California, California, 2009, s.3.

Likiditenin Sınırlı Olması: Hedge fonlara giriş ve çıkış yapmak katı kurallar doğrultusunda gerçekleşmektedir. Hedge fonlarda yatırımcı fonunu dilediği zaman çekememektedir. Çünkü hedge fonlara girmekte, çıkmakta oldukça zordur. Ancak belirlenmiş tarihlerde giriş ve çıkış yapılabilir. Hedge fona giriş, çıkış tarihi ve çıkış koşulları giriş koşullarında belirtilmektedir. Buna göre, yatırımcıların bir ay öncesinden fondan çıkıp, nakde dönüştürme isteklerini bildirilmiş olmaları gerekmektedir. Yatırımcıya yapılacak ödemede belirli bir süre sonunda gerçekleşecektir. Yatırımcılara fazladan ödenecek ücret karşılığında paralarını geri çekebilme izni verilmiştir. Ayrıca piyasa türbülansı gibi istisnai durumlarda yatırımcı yatırımı sonlandırma süresini uzatma hakkına da sahiptir.³⁴ Buradaki amaç, yeni başlayan bir yatırımı en az belirlenmiş süre sonuna kadar fonda tutabilmektir. Bu durum “sermaye bağlama süresi” olarak adlandırılmaktadır. Böylece yönetici stratejisini uygulamak için yeterli bir zamana sahip olacaktır ve aniden yatırımdan çıkmanın diğer yatırımcıları olumsuz etkileme durumu ortadan kalkacaktır. Bağlı kalma süresi, hedge fonlara ve her yatırımcıya göre değişebilmektedir. Ancak bu süre genellikle bir yıldır.³⁵ Hedge fonlar bu özellikleriyle likit değildirler. Yani yatırımcılar ortalama piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde etmek için likiditeden fedakârlık etmek durumundadır.

Şekil 1.2: Hedge Fonlardan Çıkış Süreleri



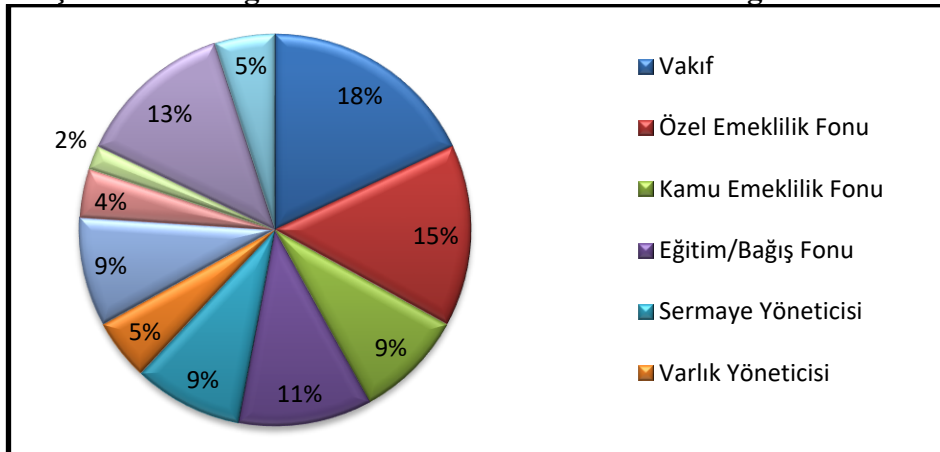
Kaynak: Recent Developments in Hedge Funds”, Financial Systems and Bank Examination Dept. Financial Markets Department, Bank of Japan Erişim Tarihi: 17.02.2020

³⁴ Bank of Japan, *Recent Developments in Hedge Fund*, Financial Systems and Bank Examination Department, Financial Markets Department, June 13, 2006.

³⁵ Ahmet Anbar, , “Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonlarının Temel Özellikleri”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, C.8, S.27, 2009, s.106

Özellikli Yatırımcıları Hedeflemesi: Hedge fon yatırımcıları büyük oranda varlıklı bireylerden ve ailelerden oluşmaktadır. Son yıllarda hedge fonların piyasadaki büyüklüğünün giderek artması ile birlikte yatırımcılar arasına kurumsal yatırımcılarda dahil olmuştur. Hedge fonların varlıklı bireyleri ve kurumsal yatırımcıları hedeflemesinin arkasında bir takım sebepler mevcuttur. Hedge fonlar sermaye yapıları gereğince sınırlı ortaklıkla maksimum getiriye elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Dolayısıyla fon değerinin yüksek seviyede kalmasını sağlayacak şekilde, katılımcılar için minimum sermaye miktarlarının yüksek olması gerekmektedir. Diğer taraftan hedge fonların basit olmayan kompleks yapıları nedeni ile yatırımların belli bilgi seviyesine sahip ve belirli bir kıdeme ulaşmış özellikli yatırımcılar tarafından yönetilmesi gerekmektedir. Bir diğer unsur ise hedge fonların bir takım yasal düzenlemeler vasıtasıyla fonlara ulaşımı sadece özellikli yatırımcılara bırakmasıdır. Hedge fonlara yatırım yapan kurumsal yatırımcılar arasında sigorta şirketleri, emeklilik fonları, aile şirketleri, vakıflar, bağış (endowment) fonları gibi kurumlar bulunmaktadır. Tahminlere göre hedge fonlar içerisinde bu kuruluşların payı %60 civarındadır.³⁶ Hedge fonların büyümesinin kurumsal yatırımcılar ile mümkün olacağı öngörülmektedir. Buna karşın, hedge fonların istedikleri minimum giriş tutarını azaltmaları ve hedge fonu fonları gibi yeni yapısal ürünlerin oluşturulmasıyla, orta düzeyde varlıklı kişilerin de hedge fonlara yatırım yapabilmeleri mümkün hale gelmektedir. Hedge fonların yatırımcı çeşitlerine göre dağılımı Şekil 1.5 de görülmektedir.

Şekil 1.3: Hedge Fonların Yatırımcılarına Göre Dağılımı



Kaynak: Preçin, 2018.Erişim Tarihi: 17.02.2020

³⁶ Anbar(2009), s.106

Yönetimin Etkin İşlemesi: Hedge fon yöneticileri fonun değerini arttıracak aktif yönetim kabiliyetlerini ve yatırımı doğru yönlendirecek yöneticinin becerisine dayalı stratejileri kullanmaktadır. Hedge fon yöneticilerine göre piyasa, etkin işleyen doğru fiyatlandırmayı kendi yapamamaktadır. Bir başka deyişle, hedge fon yöneticileri geleneksel yatırım paradigmalarını reddetmektedir. Onlar modern anlamda, beceri tabanlı stratejiler geliştirerek ve etkin yönetim olanakları ile yatırımı değerli hale getirirler.

Farklı Yasal Yapılarının Olması: Hedge fonlar, finansal işlemler esnasında uygulanan vergi yükünü en aza indirmek ve finansal araçlara yapılan yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla kurdukları bölgeleri ve kuruluş şekillerini buna göre ayarlamaktadırlar. Bu muafiyetler yatırımcıların limitet veya komandit şirket kurmalarıyla ya da vergi açısından avantajlı olan ülkelerde offshore yatırım şirketleri kurma yoluyla elde edilmektedir.

Esnek Yatırım Politikalarını Benimsemeleri: Hedge fonların tüm varlık türlerini sınırsız olarak kullanmasına dair herhangi bir engel bulunmamaktadır. Hedge fonlar piyasalardaki riski düşürmek amacıyla diğer finansal araçlarla arasındaki farkı kapatacak şekilde hamle yapabilirler. Ayrıca hedge fonlar açığa satış yapabilir ve değer kaybı yaşayan hisselerle yatırım yapabilirler.³⁷ Hedge fonlar yine yüksek getiri amacıyla türev enstrüman ve kaldıraç kullanırlar. Yani hedge fonlar riskten kaçınmak için yüksek oranda kaldıraç kullanabilir, kar amaçlı türev ürün kullanabilir ve alternatif yatırım stratejilerine başvurabilir.³⁸ Hedge fonlarda hangi varlığa yatırım yapıldığı kadar yatırımın nasıl yapıldığı da getiriye etkilemektedir.³⁹ Bu bağlamda hedge fon yöneticileri yatırım politikalarını esnek olarak kullanmaktadır. Ancak, esnek yatırım politikaları hedge fonları hem negatif hem de pozitif anlamda etkilemektedir. Pozitif anlamda hedge fon yöneticileri kârını arttıracak ve riskini minimize ederek kontrol altında tutacak şekilde tüm alım-satın stratejilerini kullanabilmektedir. Diğer açıdan ise hedge fon yöneticisi kendi seçimi ile değer kaybeden bir yatırıma veya batmakta olan bir sektöre yatırım yapmak durumunda kalabilir. Bu durum yatırımı negatif etkilemektedir.

³⁷John Kambhu, Til Schuermann ve Kevin J. Stiroh, "Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk", Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, No. 291, July 2007 s.3.

³⁸Ryback, William A., "Hedge Funds in Emerging Markets", *Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds*, No:10, April 2007, s.144

³⁹Kambhu (2007), s.3

En İyi Getiri Hedefi ve Performans Ücreti: Hedge fonlarda hem performans primi hem de yönetim ücreti zorunludur. Yönetim ücreti, fon içerisindeki varlıkların yıllık ya da üçer aylık ödemeler şeklinde yüzde bazlı yapılmasıdır. Yıllık oran %1-3 arasında değişirken genellikle yüzde 2 olarak gerçekleşmektedir. Bu ücret faaliyet giderlerini karşılamak için tahsis edilmektedir. Fon yöneticilerini motive ederek yatırımları en yüksek getiri getirecek şekilde yönlendirmek, başarılı yöneticileri ödüllendirmek ve yatırımcılar ile yöneticilerin çıkarlarını uyumlu hale getirmek amacıyla fon yöneticilerine performans ödemesi yapılmaktadır.⁴⁰ Bu ödeme bir senelik performansın %15 - %25' i arasında genelde %18' ikadardır. Fon yöneticisinin elde ettiği gelir direkt olarak sergilediği performansa bağlı olduğu için yönetici mutlak getiriyi amaçlamaktadır. Bu durum en iyi getirinin performans ücretlerine bağlı olduğunu açıklamaktadır.

Aşağıdaki tabloda hedge fonların 2018 yılıbaşı itibariyle talep ettiği performans ve yönetim ücretleri yer almaktadır. Tablo, hedge fonlarınortalama beş yıllık büyüklüklerine göre dört gruba ayrılmıştır. Buna göre en yüksek ortalama beş yıllık getiriye sahip birinci ve ikinci fon, en fazla yönetim(1,57% ve %1,58%) ve performans ücretine(18,92% ve 19,05%)sahiptir. Görece daha düşük performansa sahip olan iki fon grubu ise daha düşük yönetim ve performans ücreti talep etmektedir.

Tablo 1.3: 2018 Yılıbaşı İtibariyle Hedge Fon Performans ve Yönetim Ücretleri

	Yönetim Ücreti (Ort.) (%)	Performans Ücreti (Ort.) (%)
En İyi	1,57%	18,92%
İkinci En İyi	1,58%	19,05%
Üçüncü En İyi	1,56%	18,66%
Sonuncu	1,49%	18,41%

Kaynak: Preqin, 2018.Erişim Tarihi: 17.02.2020

1.2.HEDGE FONLARIN STRATEJİLERİ

Hedge fonlar; birçok yatırım stratejisinin kazanca odaklı olarak, geniş bir risk aralığında, üstün becerilerle yönetildiği yatırım araçlarıdır. Günümüzde hedge fonlar

⁴⁰Dean P. Foster, H. Peyton Young, "The Hedge Fund Game: Incentives, Excess Returns, and Piggy-Backing", 2008. s.10

tahvil ve hisse senedi gibi geleneksel yatırım stratejilerinin dışında yapılan yatırım stratejilerini ifade eden kapsamı geniş bir sözcük haline gelmiştir.⁴¹Hedge fonlar ile ilgili genel kabul görmüş bir strateji sınıflandırması mevcut değildir. Yatırımcılar fon ve endeks sağlayıcı şirketler birbirinden farklı sınıflandırmalar yapmaktadırlar. Bunun yanında özellikle son yıllarda iyice artan yatırım araçları ile birlikte hedge fon strateji ve türlerinin sınıflaması da oldukça genişlemiştir. Ancak hedge fonlar ile ilgili sınıflama hedge fonların kullandıkları stratejilere göre yapılmaktadır. Hedge fon türleri Chambers tarafından yapılan sınıflama doğrultusunda aşağıdaki gibi açıklanmaktadır.⁴²

1.2.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fon Stratejileri:

a- Piyasaya Duyarsız Hedge Fonlar (Equity Hedge Funds):

Bu fonlar piyasaya karşı duyarsızlardır ve piyasalardan etkilenmezler. Ancak geleneksel piyasalar dediğimiz sermaye ve para piyasalarında getiri elde etmeyi hedeflerler. Bu tür stratejilerde değerlendirme, yatırımın nereye yapıldığına bakılmaksızın elde edilen getirinin büyüklüğüne bakılarak yapılmaktadır. Burada asıl amaç kar elde etmektir. Bu kar düşük fiyatlı hisse senetlerinin satın alınıp, beklenenden fazla değerlenmiş, yüksek fiyatlı hisse senetlerinin satılması yoluyla gerçekleşmektedir. Böylece fiyat farklılıkları sonucunda yüksek getiriye ulaşılmaktadır. Bu işlem esnasında piyasa riskini minimize etmek amacıyla bir hisse senedi aynı sektörde iki defa seçilmektedir.

İki hisse senedi arasında sıkı korelasyon olup olmadığından emin olmak için sık sık hisse senedi çiftleri test edilir.⁴³Yatırımcılar özellikle döviz gibi makro ekonomik göstergelerin kısa süreli pozitif etkilerden yararlanmak için genellikle farklı ülkelerde bulunmaktadırlar. Tam tersi bir durumda aynı sektördeki çiftlerden biri bulunduğu piyasanın olumsuz koşullarından etkilenirse o zaman çift ticareti belirli bir aralık ile tekrardan yapılmaktadır.

b- Alım Satım Fonları (Trading Funds):

Geleneksel piyasalarda önemli korelasyona sahip olan alım-satım stratejileri piyasaya duyarsız değildir. Bu strateji short-long pozisyonlarının bir kombinasyonu

⁴¹Ninh Q. Tran, "Evaluating Hedge Fund Performance", USA, John Wiley & Sons, 2006, s.54

⁴² Chambers, ss. 8-10

⁴³ Chambers, (2008), s.8

olarak ifade edilebilmektedir. Short satma, long ise alma işlemini ifade etmektedir. Buradaki işlem bir şirket veya piyasanın durumuna göre finansal varlığın alınması ya da satılmasıdır. Elde tutulan varlıktan artan fiyatlarla kar elde etmek amacıyla hedge fonlarda alım stratejisi çokça kullanılmaktadır. Hisse senedinin fiyatının gelecekte düşeceği beklentisi ile satışlardan kar elde etme durumu, satım stratejisini kapsamaktadır. Bu strateji genellikle “açığa satış” şeklinde gerçekleşmektedir.

Yöneticiler hisselerin fiyatlarındaki artış beklentisi ile uzun (long) pozisyon alırlar, hisselerin değerindeki düşüş beklentisi ile açığa satış yaparak gelirlerini arttırmayı hedefler. Bunun aksine; uzun pozisyonda değer düşüşü beklentisi olduğu durumda kısa(short) pozisyonda bu etki iki misli ile yaşanacağı için satılan hisse senedi çok daha düşük bir fiyattan satın alınarak yüksek kara ulaşılabilecektir. Diğer bir ifade ile, ödünç alınan menkul kıymetin ileride fiyatının düşeceği beklentisi ile şimdi satılması, ileride düşük fiyattan satın alınması ve ödünç alınan bu menkul kıymetin geri verilmesi ile kar elde etmeyi amaçlayarak yapılan bir işlemdir. Ancak menkul kıymet alınan fiyatın üzerinde satılmışsa zarar edilmiş olur. Bu strateji piyasaların hedge fon portföylerinde oluşturduğu riski azaltmaktadır. Bununla birlikte alım satım işlemleri ile pozisyonlardan yüksek getiri elde edilebilmektedir. Pozisyonların geneline bakıldığında ise uzun pozisyonların miktarının daha fazla olduğu görülmektedir.⁴⁴

c- Belirli Durumlara Yönelen Fonlar (Event Driven Funds) :

Bu stratejinin amacı, yakın zamanda önemli olaylara maruz kalmış şirketlerin menkul kıymetleri arasındaki fiyat farklılıklarından kar elde etmektir. Bu stratejide kar elde etmek için finansal varlıkların gelecekteki fiyatları doğru tahmin edilmelidir. Önemli bir takım olayların olması fiyatları doğrudan etkileyecektir. Bu olaylar şu şekilde sıralanabilir; şirketlerin borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmesi, birleşmeler, yeniden yapılanmalar, şirket ortaklıklarından ayrılmalar, satın alma, iflaslar, şirketin bölünmesi, kombinasyonlar ve yeni şirketlerin piyasada yükselmesi gibi olaylardır. Makro ve mikro anlamda şirketi etkileyen tüm haberlere anında cevap vermek gerekmektedir. Bu fonlardan bazıları kaldıraç kullanmaktadır. Olay odaklı fonlar, kesin alım, satım veya menkul kıymet satışı için alternatif bir seçenek olarak opsiyon gibi türev ürünleri kullanmaktadır.

⁴⁴Tran (2006), s.58

d- Aktivist Hedge Fonlar:

Şirketin büyük kısmını yönetim ve karar mercilerinde etkin söz sahibi olmak amacıyla satın alan fonlar aktivist fonlardır. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kar payı kazançları için uzun süreli beklentilerigöz ardı ederler. Bu fonlar ‘yağmacı’ olarak da nitelendirilmektedir. Sorunları olan küçük bir şirkette oldukça büyük pozisyon alarak, şirket sahibini ve şirketi yeniden yapılandırmak veya yönetim değişikliklerine gitmek konusunda zorlayabilirler.⁴⁵

1.2.2. Arbitraj Stratejileri:

a- Birleşme Arbitraji Fonu:

Birleşme arbitraji (merger arbitrage) birleşen firmaların yaptıkları ticareti kapsamaktadır. Piyasa fiyatının altında veya yukarısında belirlenen bir fiyat teklifinin birleşmek istenilen şirkete sunulması ve kabul edilmesine göre arbitrajın yönü değişmektedir. Eğer birleşmeyi isteyen şirket hisse senedinin piyasa değerinin üzerinde teklif verirse ve eğer trader birleşmenin olacağına inanıyorsa, birleşmek isteyen şirket satma ve hedef şirket alma yoluna gider ve birleşme tarihindeki spread’ den kar elde eder. Eğer trader birleşmenin iptal edileceğini öngörürse, birleşmeyi isteyen firmada alış ve hedef firmada satış pozisyonlarını alır. Bunun tam tersi bir durum ise birleşmeyi isteyen şirketin birleşeceği şirkete ilgili hisse senedi için piyasa değerinin altında bir teklif sunması ile olur. Birleşme arbitraji kendi içinde bir risk barındırmaktadır. Bu risk iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki birleşmenin yayılmasının (spread) ‘ın kendinin bir risk unsuru olması ve ikincisi birleşmenin başarısız sonuçlanma ihtimalinin olması.

b- Sermaye Yapısı Arbitraji (Capital Structure Arbitrage)

Hedge fonlar yönetildikleri uzman ekiplerce, finansal çöküntü yaşama olasılıkları değerlendirilerek ve şirketin net değerinin doğru hesaplanması konularında hazırlıklar yapılarak ilerlemektedir. Böylece değerinin altında değerlendirilmiş olan bir hisse senedinden arbitraji yoluyla avantaj sağlanabilmektedir. Diğer bir durum ise, hisse senedi ve tahviller arasındadır. Herhangi bir iflas durumunda ilk ödeme yapılması gerekenler tahvil sahipleridir. Piyasada firmanın alacaklılara ödeme yapamayacağı

⁴⁵ Chambers,(2008), s.9

yönünde kötü haberler dolaşıyorsa, taşıdığı risk daha fazla olan hisse senetleri tahvillere göre daha olumsuz etkilenecektir. Çünkü bir iflas durumunda anlaşma gereği alacağını ilk olarak alabilen tahvil sahipleridir. Hedge fon yöneticisi adi hisse senetleri ile tahviller arasındaki değerlendirme farklılıklarından kar sağlayabilir.⁴⁶

c- İstatistiksel Arbitraj:

Türev ürünlerin yanlış fiyatlanmasından ve oluşan fiyat farklılıklarından dolayı meydana gelen avantajları değerlendiren bir arbitrajdır. Bu arbitraj türü gelişmiş teknikleri içeren bilgisayar programları kullanmaktadır.

d- Sabit Getirili Arbitraj:

Sabit getiriye sahip finansal enstrümanların fiyatlarındaki ufak dalgalanmalardan veya hatalardan avantaj sağlamaya çalışan bir hedge fon türüdür.⁴⁷

e- Mortgage Bazlı Menkul Kıymet Arbitrajı:

Teminat altına alınmış ipotekleri, gayrimenkulleri, menkul kıymetleri ve menkul kıymetlendirilme işlemini içermektedir. Bir finansal kurum, ipoteklere sahip olduğunda bir havuzda toplanan ipotekleri temsil eden birimleri veya senetleri sattığında kurumun ipoteklerini menkul kıymetleştirdiğini ve menkul kıymet ihraç ettiğini söylenebilir. Burada havuzda toplanmış ipoteklerin nakit akışları, ihracatçı tarafından yüklenilen komisyonlar düşüldükten sonra nakit ihraç eden teşebbüsten menkul kıymetin sahibine geçmektedir.⁴⁸ Bu işlem ile menkul kıymetin gelecek durumu ile ilgili bilgi edinilerek, krediyi kullanan tarafın ödediği faizi hedge fon yatırımcısı için bir gelire dönüştürebilmektedir.

1.2.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Stratejiler:

a- Global Makro ve Gelişmekte Olan Piyasalar Fonu:

Global makro fonlar; sabit getirili finansal varlıklar, türev ürünler, emtia, hisse senedi ve döviz gibi finansal ürünlere yatırım yapmaktadırlar. Yaptıkları ticaretküresel makro ekonomik olaylara ve durumlara bağlıdır. Bu tür hedge fonlar şirket analizi

⁴⁶ Chambers, (2008), s.9

⁴⁷ Ertugay (2004), s.18

⁴⁸Filippo, (2006), s.167

yerine sektör ve ülke analizi yaparlar. Global makro fonlar kendi bünyelerindeki makroekonomi uzmanlarının bilgilerinden yararlanırlar. Çünkü ekonomi politikalarında ve ekonomik değişkenlerde oluşabilecek olası değişiklikleri kullandıkları makro ekonomik veriler yoluyla önceden tahmin etmek isterler. Yapılan bu işlemin amacı ekonomik değişikliklerden kar elde etmektir. Gelişmekte olan piyasa fonları henüz belirlenen ekonomik yüksekliğe ulaşamamış, yüksek enflasyon oranına sahip, istikrarlı büyümeye ulaşamamış ülkelere tahvil ve hisse senedi vasıtasıyla yatırım yapmaktır.

Yatırım esnasında finansal korunma açığa satış ile değil, kısa pozisyon alınarak yapılmaktadır.⁴⁹ Bu fonlar piyasa fiyatının altında değerlendirilen finansal varlıkları tespit ederek satın alırlar ve gerçek değerine ulaştınca bu varlıkları satarak kar elde ederler. Bu fonlar odaklandıkları gelişmekte olan ülke piyasasında yaşanan bir takım gelişmeler neticesinde finansal varlıklarda yaşanan olumlu gelişmelerden kar elde etmeyi hedeflemektedirler. Dolayısıyla ilgili ülkedeki şirketlerin finansal varlıklarını satın almaktadırlar. Çünkü ekonomik büyümenin bunların değerini arttıracığı beklentisindedirler.⁵⁰

Makro fonlar ise varlıkların değerini saptamak ve gelecekteki değerlerini tahmin etmek adına detaylı analiz yaparlar. Bu yönüyle gelişmekte olan piyasa fonlarına benzemektedirler. Bu fonlar makro ekonomi politikalarına odaklanırlar. Ülkelerin makro ekonomik politikaları ile ilgili doğru analizler yaparak ilgili ülkelerin ekonomik durgunluk ve büyüme dönemlerinin önceden tespitini yaparak bu dönemler üzerinden yüksek karlar elde etmeyi hedeflemektedirler.

b- Offshore Hedge Fonlar:

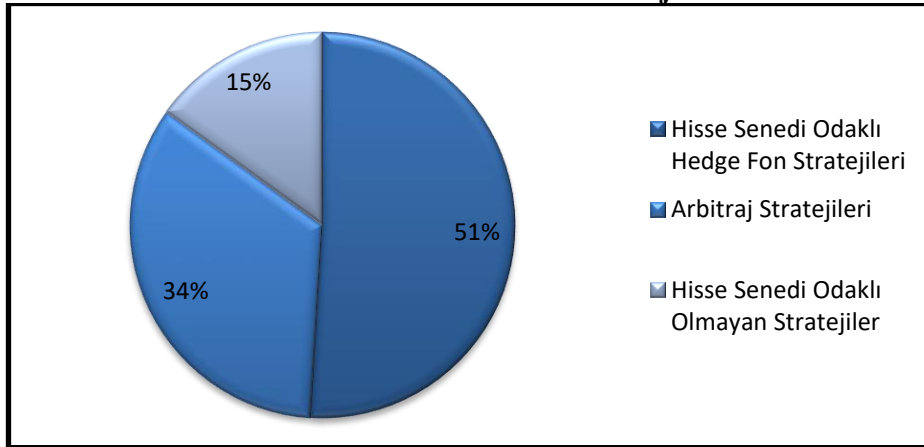
Vergilerin sağladığı pozitif olanaklardan yararlanmak amacıyla offshore adı verilen bölgelerde işlem yapan hedge fonlardır. Hedge fon portföy yöneticileri bu bölgelere yerleşerek fon üzerindeki vergi yükünü azaltmayı hedeflemektedir. Önde gelen offshore bölgeleri; Cayman ve Virjinya Adaları ile Bermuda'dır. Offshore bölgeleri dışında kalan yerler içinde en popüler olanı, hedge fonların yaklaşık üçte birinin bulunduğu Amerika'dır. Offshore dışındaki bölgelerde bulunan hedge fonlar

⁴⁹Çoşkun Küçüközmen, "Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)", TC Dışişleri Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, S.27, 2007, s.17

⁵⁰ Chambers, (2008), s.9

kendilerini ‘Limited Ortaklık’ olarak yapılandırmışlardır. Buna göre portföy yöneticisi baş ortak, yatırımcılar da sınırlı ortaklardır. Fonlar bir araya getirilir ve baş ortak yatırım kararlarını verir.⁵¹Hedge fonların kullandıkları stratejiye göre dağılımları aşağıdaki Şekil1.4’ de yer almaktadır. Bu şekilde Avrupa’ da faaliyet gösteren hedge fonlar baz alınmıştır. Buna göre Avrupa’ da hedge fonların en çok benimsediği strateji hisse senedi stratejisidir. Bu stratejiyi arbitraj stratejileri takip etmektedir.

Şekil 1.4: Avrupa’ da Faaliyet Gösteren Hedge Fonların Kullandıkları Stratejiler



Kaynak: Preşin, 2018 Erişim Tarihi: 17.02.2020

1.3.HEDGE FONLARIN ORGANİZASYON YAPISI

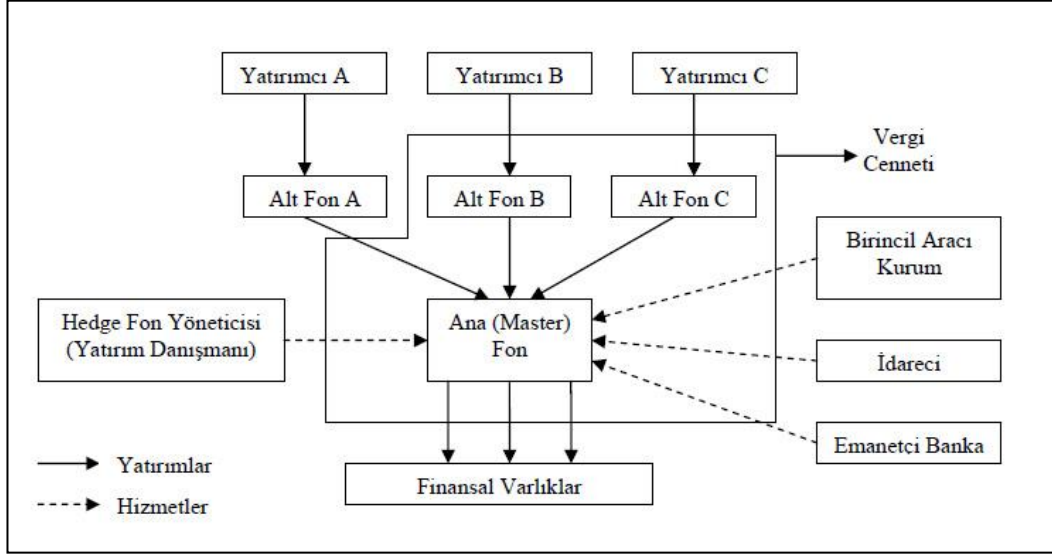
Basit bir organizasyon yapısına sahip olan hedge fonlar yatırım danışmanları, aracılar, idareciler, bağımsız denetçi ve müşavirler olmak üzere beş farklı taraftan oluşmaktadır. Hedge fonlar ana fonlardan ve bunların altındaki fon olarak adlandırılan feeder funds lardan oluşmaktadır. Hedge fonlar vergi avantajlarından yararlanmak için vergi oranlarının düşük olduğu yerlerde ana fonları kurarlar. Bu bölgelere vergi cennetleri denilmektedir.⁵² Bu fonlar komandit ortaklık şeklinde kurulmaktadır. Çünkü komandit ortaklıklar, aşamalı olarak değil tek bir aşamada vergi almaktadırlar. Ayrıca bu ortaklıklar, organizasyonun başarılı bir şekilde yapılması sonucunda yatırım şirketleri kanunlarından muaf olabilmektedirler.⁵³

⁵¹ A.g.e, s.10

⁵² Anbar, (2009), ss.114-115

⁵³ Strachman, (2007), s.51

Şekil 1.5: Tipik Hedge Fonun Organizasyon Yapısı



Kaynak: ANBAR, Adem, Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, C.8, S.27, Kış-2009, s.116
<https://dergipark.org.tr/download/article-file/70081> Erişim Tarihi: 20.02.2020

1.3.1. Hedge Fonların Kuruluş Şekli

Hedge fonların kuruluş şekli iki bölüme ayrılmaktadır. Bunlar yerel ve offshore olarak isimlendirilmektedir. Hedge fonlar daha maliyetsiz ve daha rahat hareket imkanı sağlayan, denetimin daha az olduğu vergi avantajına sahip bölgelerde offshore olarak kurulmaktadır. Yerel hedge fonlar ise komandit ortaklık olarak kurulmaktadır. Burada vergi kesintisi yatırımcının gelir elde etmeye başlaması ile olur. Offshore hedge fonlar vergi cenneti olarak adlandırılan offshore bölgelerinde kurulmaktadır.(cayman ve chanel adaları, bahamalar...). Hedge fonlar yatırımcıların sınırlı ortaklığa sahip olduğu limitet ortaklık olarak da kurulabilmektedir.⁵⁴

Hedge fonlar 1933 yılında menkul kıymetler kanunda özel ortaklık şeklinde kaydedilmiştir. Kuruluş aşamasında SEC' e kayıt zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak SEC' e kayıt için belirli kısıtlamalara sahiptir. Eğer fonlara yatırım yapan nitelikli müşteri (geliri 5 milyon dolardan fazla kurumlar ve 200 bin dolardan fazla geliri olan bireysel yatırımcılar) sayısı 500 ulaşırsa kayıt zorunluluğu bulunmaktadır. Kuruluş aşamasında hedge fon yöneticisi ile hedge fon yatırımcısı arasında temel bilgilerin yer aldığı bir anlaşma yapılmaktadır.

⁵⁴ Strachman, (2007), s.51

1.3.1.1.Yatırım Danışmanı

Hedge fon yöneticisi fonun hem sponsoru hem organizatörü olarak görev yapmaktadır. Sponsor olarak fonu kurar ve fonu organize ederek yönetir. Fon için gerekli stratejileri geliştirip pazarlama görevi de fon yöneticisine aittir. Hedge fon yöneticileri profesyonel kişilerdir. Komandit ortaklık olarak kurulan bir hedge fonda yönetici, hedge fonun ortaklık sözleşmesinin hazırlanmasından ve tescilinden sorumludur. Aynı zamanda bir komandite ortaktır.

Hedge fon offshore bölgede kurulu biryatırım şirketi ise fonun yatırım danışmanı aynı zamanda fonun yöneticisi olup fonun kuruluş işlemlerinden sorumludur.⁵⁵Hedge fon yöneticileri yatırımcılara fon ile ilgili bilgi vermek amacıyla fonun performansını analiz eder ve raporları düzenli olarak yatırımcılara sunarlar. Bunun yanı sıra hedge fonun ilk kurulduğu zaman diliminde menkul kıymetlerin yatırımcılara dağıtımından ve fonun pazarlanmasından sorumludurlar.

Hedge fon yöneticileri becerilerine göre üç gruba ayrılmaktadır. İlk tip yöneticiler görece çok daha yüksek tutarlara sahip portföyleri yöneten daha sofistike yöneticilerdir. İkinci tip yöneticiler ise alanlarında uzmanlaşmış analist, broker, hukuk müşaviri gibi operasyonel işlerde çalışmaktadırlar. Üçüncü grup ise, görece tecrübesiz, işe yeni başlamış, portföy yönetimi, operasyon ve risk yönetimi gibi hizmetleri bir arada veren daha küçük yatırımları yöneten yöneticilerdir. Hedge fonun hangi nitelik ve kapasitede bir yönetici tarafından yönetildiği önemlidir.

1.3.1.2. Aracı Kurumlar

Hedge fonlara büyük aracı kurumlar hizmet vermektedir. Bunlara tam yetkili aracı ((full-service broker-dealer) denilmektedir. Bunlar iki şekilde hizmet vermektedirler. İlki temel aracılık işlemleri olarak alım-satım faaliyetlerindeki aracılık görevidir. İkincisi ise prime brokerage denilen “birincil aracılık” faaliyetidir. Birincil aracılar genellikle yatırım bankası şeklinde kurulmuş, yüksek sermayeye sahip kurumlardır. Birincil aracılık sistemi tam yetkili aracılar tarafından geliştirilmiş bir sistemdir. Portföy yöneticileri, alım satım işlemlerinin takibini yapmak, netliğini

⁵⁵ Ertugay (2004), ss.8-9

sağlamak ve yatırım danışmanlığı yapmak gibi görevlere sahiptir.⁵⁶Birinci aracılardan vermiş oldukları hizmetler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:⁵⁷

- Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri:
- Periyodik Raporlama
- Kredili İşlemler
- Sermaye Tanıtımı
- Araştırma
- Operasyonel Hizmetler
- Değerleme İşlemi
- Teknolojik Faaliyetleri Yürütme

1.3.1.3.İdareciler/Offshore İdareci

Fon yöneticilerinin idari görevlerinin dışarıdan destek alınarak yani offshore olarak yürütmesi anlamına gelmektedir. İlk başlarda offshore bölgelerdeki hedge fonların tabii olduğu vergi yükümlülükleri konusunda bilgi vermekten, vergi muafiyetiyle birlikte hedge fonlara direkt olarak hizmet vermeye başlamışlardır. Offshore idarecilerin sorumlulukları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır⁵⁸:

- Offshore olarak kurulan hedge fonun bağlı olduğu ülke kanunlarına göre kurulmasından,
- Ülkenin ilgili kanunlarına göre işletilmesinden,
- Yatırımcılarla yapılacak görüşmelerin organizasyonundan,
- Muhasebe, kayıt tutma ve periyodik raporlama,
- Gelir gider tablosunun oluşturulmasından,
- Fonun mali işlerine ilişkin işlemlerin denetiminde fonun yöneticisine yardımcı olmaktan,
- İlgili portföyde yer alan menkul kıymetlerin fiyatlamasından sorumludurlar.

⁵⁶ Ertugay (2004), s.9

⁵⁷ Ertugay (2004), ss. 9-10

⁵⁸ Ertugay (2004), s.11-12

1.3.1.4. Bağımsız Denetçiler

Bağımsız denetçiler; geleneksel yatırım fonları ve bağlı oldukları yatırım şirketleri kayıt altına alınmış kurumlardır. Mali tablolarının denetlenmesi konusunda yasal zorunlulukları bulunmaktadır. Ancak hedge fonlar ile ilgili mali tablolarının düzenleyici kurumlar tarafından denetlenmesi konusunda herhangi bir yasal düzenleme veya yaptırım bulunmamaktadır. Yani hedge fonlar mali denetime tabi değildir.

Ancak yapılan sözleşmeye bağlı olarak hedge fon yatırımcısı mali tablolarının yıllık denetimini talep edebilir. Bu denetim, bağımsız denetçiler tarafından yapılmaktadır. Denetimde hedge fonun mali tablolarının genel kabul görmüş muhasebe standartlarına uygunluğu denetlenmektedir. Bu denetim sonunda yine sözleşmeye bağlı olarak mali tablolar ve denetçinin görüşünün yer aldığı denetim raporu yatırımcıya yatırım danışmanı tarafından yollanır.

1.3.1.5. Müşavirler

Hedge fon müşavirleri üçüncü kişi olarak hem yatırımcıya hem de fonun kendisine hizmet vermektedir. Müşavirler fonun içerisinde bizzat yer almazlar. Müşavirlerin başlıca sorumlulukları aşağıdaki gibidir:

- Yatırımcıların tercihlerini ve yatırım riskini inceleyerek hedge fon yatırımlarının yatırımcıya uygunluğunun analizini yapmak,
- Yatırımcılara portföylerindeki varlıklarla ilgili alınacak kararlar konusunda yardımcı olmak,
- Hedge fonlar için uygun işletme, idare ve yasal yönlerin değerlendirmesini yaparak yatırımcılara bilgi sunmaktır.

Burada bahsedilen değerlendirme ve incelemenin ne kadar detaylı olacağı kararı yatırımcı vermektedir. Yatırım sürecinde tüm bilgi akışını sağlayan ve yatırımı yönlendiren yöneticinin aldığı riski, müşavirlerin varlığı bir miktar azaltmaktadır. Genel anlamda müşavirler hedge fon yöneticisine, yatırımcının fona uygun olup olmadığını belirleme konusunda yardımcı olmaktadır.⁵⁹

⁵⁹ Ertugay (2004), s.14

1.3.1.6. Danışmanlık Ücreti

Fonun yönetiminden ve en yüksek getiriyi elde edecek şekilde yönlendirilmesinden sorumlu olan yatırım danışmanı/yönetici verdiği bu hizmetlerin karşılığı olarak yönetim ücreti ve teşvik primi yani performans ücreti alır. Hedge fondan elde edilecek toplam gelir fonun kurulduğu yer ve organizasyon yapısıyla bire bir ilişkidir.

Yönetim ücreti; genellikle fonun net aktif değerinin %0,5' i kadardır. Performans ücreti ise; genellikle gelirin %20' si oranındadır. Bu ücretler aslında direkt yatırım danışmanına ödenmemektedir. Bu ücretler bir komandit şirket olarak kurulan hedge fonun komanditer ortaklıktan dağıtılan kar payıdır. Buradaki komanditer ortak fonun hem yöneticisi hem sponsoru hem de danışmanıdır. Dolayısıyla hedge fon danışmanı yönetim ücreti ve teşvik priminin her ikisini de elde etmektedir. Alınan teşvik primleri yatırım danışmanın yüksek gelir elde etme amacıyla daha çok yatırım riski almasını teşvik edici niteliktedir.

1.4. HEDGE FONLARIN SAHİP OLDUĞU RİSKLER

Hedge fonlar da diğer yatırım fonları gibi bir takım risklere sahiptir. Hedge fonlarda risk konusu, 1998 yılında en büyük hedge fon olan LTCM (Long-Term Capital Management) fonunun zarar etmesi sonucu başlamıştır. LTCM fonu yüksek oranlı kaldıraç kullanmaya başlamış ve aynı yıllarda Rusya da kriz yaşanmıştır. Krizin yarattığı etki ile yatırımcılar yüksek riskli varlıkları satarak riski düşük, likiditesi yüksek varlıklara yönelmişlerdir.

Ayrıca krizin piyasalarda yarattığı tedirgin ortam LTCM' in sıkıntıya girmesine ve giderek öz sermayesini kaybetmesine sebep olmuştur. Böylece kalan varlıklar düşük fiyatlardan satılmaya başlamıştır. LTCM' in kötü giden bu durumuna Federal Reserve Bank tarafından alınankararla 3,5 milyar dolarlık fon yardımında bulunulmuştur.⁶⁰ Yaşanan bu kriz ile birlikte hedge fonların finansal piyasaların istikrarını etkilemesi

⁶⁰ Anbar, (2009), s. 426

konusu gündeme gelmiştir.⁶¹ Hedge fonlar operasyonel, likidite, kredi, kaldıraç, teknoloji, sistemler, düzenleyici ve uyumluluk gibi birçok riske sahiptir. Bu risklerin oluşmasına neden olan en önemli hedge fon riski ise “Fiyatlama Riski” ‘dir.

1.4.1. Fiyatlama Riski

Hedge fonların “net varlık değeri” hesapları için gerekli politikalar ve kurallar yöneticiler tarafından tanımlanmıştır. “Net varlık değeri” ‘nin hesaplaması genel kabul görmüş muhasebe standartları gereğince yapılmaktadır. Hedge fon fiyatlaması yapılırken portföy içindeki tüm menkul kıymetlerin doğru şekilde fiyatlarının hesaplanması gerekmektedir. Menkul kıymetlerin yanlış fiyatlanması ile “ net aktif değeri riski” meydana gelecektir. Bu sebepten dolayı “net aktif değeri” hesaplaması yapılırken fon yöneticilerinin bir takım ayrıntılara dikkat etmesi gerekmektedir. Bu ayrıntılar şöyle sıralanabilir:

- Yatırım kararı alındığı sırada fiyatlamaya için uygulanmak istenen prosedür ve politika önceden belirlenmiş olmalı,
- Tüm fiyatlar adil ve tutarlı olmalı,
- Belirlenen fiyatlar kabul edilebilir olmalı.

1.4.2. Piyasa Riski

Hedge fonlar kredili alım pozisyonu taşıdıkları için yüksek oranda piyasa riskine sahiptir.⁶² Faiz ve emtia oranlarındaki değişiklikler, kurlardaki değişim, ipotekli borç ürünlerinde, tahvil fiyatlarında, türev ürün ve türev ürüne bağlı varlıklardaki değişim piyasa riskini oluşturan etmenlerdir.⁶³ Yatırımın yapıldığı coğrafya, sektör, kullanılan finansal enstrüman ve yatırım pozisyonu farklı piyasa risklerini meydana getirmektedir. Piyasa riski, çeşitli yöntemlerle ölçülebilmektedir. Risk yöneticileri portföydeki riski analiz etmek için farklı yöntemler tasarlarlar.⁶⁴

⁶¹ Anbar, (2009), s.427

⁶²Filippo,(2006), s.279

⁶³Filippo,(2006), s.279

⁶⁴ Tran, (2006), s.50

1.4.3. Likidite Riski

Gerektiği durumda fona kısa dönemli yeterli nakit kaynak sağlayama riskine “likidite riski” denilmektedir. Hedge fon yatırımcısının fonunu likidite etmek istemesi ancak ilgili fonun bu likiditeyi gerçekleştirecek yeterlilikte olmaması ile “likidite riski” ortaya çıkmaktadır. Diğer yatırım fonlarından farklı olarak hedge fonlar daha önceden belirlenmiş olan aylık, üç aylık, yıllık tarihler dışında piyasadan çıkış yapamamaktadırlar. Bu nedenle yatırımcılar hedge fonlara yatırım yaparken fonun içerisindeki yatırımcıların özelliklerini ve giriş çıkış zamanlarını değerlendirerek hareket etmelidirler.

İlgili pozisyondan çıkmak istenilen anda piyasada likidite kıtlığı var ise pozisyon değerinin altında kapatılabilmektedir. Böyle bir durumun oluşması “likidite riskidir”. Bu durumun önüne geçmek için belli pozisyonların (kredili alım, açığa satış) likiditesinin önceden tespit edilmesi gerekmektedir.⁶⁵ Diğer taraftan piyasaların kötü gittiği durumlarda, piyasalara giriş ve çıkış için katı sınırlamalar getiren hedge fonlar bu özellikleri ile piyasa riskinden korunabilmekte ve yöneticileri hedefledikleri getiriyi elde edecek şekilde daha uzun vadeli yatırımlar yapmaya teşvik edebilmektedir.⁶⁶

1.4.4. Kredi Riski

Denetime ve düzenlemelere tabi olmayan hedge fonlar kredili büyük finansal kuruluşlar tarafından güvence altına alınmaktadır.⁶⁷ Kredi riski organizasyonel ilişkilerden kaynaklı olarak ortaya çıkmaktadır. Organizasyonel yapının iyi işlememesi iş akışı ve servis hizmetlerinde aksaklıklar yaşanmasına sebebiyet verecektir. Kredi riski, fon sağlayan tarafın notundaki düşüş sebebiyle elindeki menkul kıymetin değerinin düşmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Kredi riskini düşürmenin yolu, hedge fonların organize piyasada işlem yapması olarak gösterilmektedir.⁶⁸

⁶⁵Keler(2008), s.61.

⁶⁶ Anbar, (2009), s. 110

⁶⁷ Armelle Guizot, “The Hedge Fund Compliance and Risk Management Guide” , USA, John Wiley & Sons, Inc.,2007, s.44.

⁶⁸Keler(2008), s.102.

1.4.5. Kaldıraç Riski

Karşılaşılan önemli risklerden birisi de “kaldıraç risk” dir. Hedge fon yöneticisinin taşıyabildiği borç düzeyi kaldıraç olarak tanımlanmaktadır.⁶⁹Geleneksel yatırım fonları kısa vadeli likidite ihtiyacı için kaldıracı kullanmakta iken, hedge fonlar kârı artırmak için kaldıracı ağırlıklı olarak kullanmakta ve kaldıracı yüksek türev ürünlerle ilgili pozisyon almaktadır.⁷⁰ Kaldıraç oranı; portföydeki toplam varlıkların tutarının yatırım sermayesinin üç katına eşit olacak şekilde belirlenir. Yani bire üçtür. Piyasa ve likidite riski kaldıraç riskini doğrudan etkilemektedir. Yapılan analizler doğrultusundan risklerden birini çözenin toplam duruma etki etmediği ortaya çıkmıştır. Riskler birbirleri ile ilişki olarak hareket etmektedir. Piyasa riskinin kaldıraç ve kredi riskini etkilediği ya da tam tersi bir etkinin olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla özellikle 90’ lı yıllardan sonra yapılan risk analizlerinde bu durum dikkate alınmıştır.

1.4.6. Operasyonel Risk

Operasyonel risk; piyasa, likidite, kaldıraç, kredi gibi risklerden farklı olarak kişi kaynaklı yani hedge fona hizmet veren kurum ve kişilerin doğru ve etkin yönetilememesinden kaynaklı bir risk türüdür. İnsan hatasından kaynaklanan bir risktir. Bu tür bir riskten dolayı büyük kayıplar yaşanabilir hatta fon kapatılabilir.⁷¹ Hedge fon yöneticisinin kendi hedge fonunu hayata geçirmesi veya sorumlu olduğu fonla eşzamanlı olarak daha iyi bir hedge fonu yönetmesi operasyonel riski ifade etmektedir.⁷²

1.4.7. Yönetici Riski

Yönetici riski; hedge fon yöneticisinin yönetim ve karar alma sorumluluğu ile ilgili oluşan endişe ortamıdır. Yatırım stratejisinin belirlenmesinde, belirlenen stratejinin doğru zamanda uygulanmasında ve stratejinin çalışmasında rekabet edebilecek düzeyde kaynak ve bilginin olmaması yönetim riskine sebep olur.⁷³Yönetim riski geleneksel yatırım fonlarında mevcuttur.

⁶⁹Keler(2008) s. 103

⁷⁰ Stuart A Mccrary, “Hedge Fund Course- Wiley Finance Series”, John Wiley & Sons, Ltd, 2005, s.3-5

⁷¹ Scott Frush, *Hedge Fund Demystified*, 1.baskı, USA, McGraw-Hill Inc., 2008, s.52.

⁷²Keler(2008), s. 100

⁷³ Frush,(2008), s.52

1.4.8. Sistematik Risk

Sadece belli yatırımcı gruplarına hitap eden hedge fonların popülerliği gittikçe çoğalmış durumdadır ve günümüzde büyük finansal kurumlara dönüşmüştür. Giderek büyüyen ve etkiliği artan hedge fonların sistematik bir krize yol açarak finans piyasalarını olumsuz etkileyebileceği yönündeki tartışmalar da artış göstermiştir.⁷⁴ Hedge fonlar ile ilgili tartışmalar iki boyutta ilerlemektedir. Bunlardan ilki; kendine has yatırım stratejileri olan, açığa satış ve kaldıraç gibi teknikleri kullanabilen, sıkı denetime ve düzenlemelere tabi olmayan hedge fonların finans piyasaları için olumlu etki yaratacak alternatif bir yatırım aracı olduğu yönündedir. İkincisi ise; hedge fonların piyasalarda ani dalgalanmalar yaratarak ekonomiyi negatif yönde etkilediği yönündedir.⁷⁵ Diğer bir deyişle, hedge fonlar kendilerine has tüm bu özellikleri nedeniyle sistematik riski içerisinde taşımaktadır. Bu risk finansal piyasalarda yaşanacak sistematik bir krizin tetikleyicisi olabilmektedir.

Bir finansal kurumun yaşadığı mali sıkıntının reel ekonomi üzerinde yarattığı etkiyle diğer finansal kuruluşlarda yarattığı mali daralma durumu sistematik risk olarak tanımlanmaktadır.⁷⁶ Yani mali sorumluluklarını yerine getiremeyen bir finansal kurumun yaşadığı mali daralmanın diğer kurumları da etkilemesi sistematik risktir. Bu durum riskin, yüksek kaldıraç etkisiyle sistematik olarak tüm finans piyasalarına yayılmasıdır.⁷⁷ Sonuç olarak sistematik riskin varlığı, finans piyasalarını dar boğaza sokarak sistematik krizlere sebebiyet vermektedir. Türev ürünler ve yüksek kaldıraç kullanan hedge fonların birinde ya da birkaçında yaşanan mali sıkıntının etkisi tüm finans piyasalarına yansımaktadır. Hedge fonlar kendilerini olası riske karşı sermaye bulundurma, teminat alma, etkin risk yönetimi gibi yöntemlerle koruma altına alsalar da yoğun rekabet baz bankalarının ve menkul kıymet firmalarının hedge fonların kaldıraçlarını artırmalarına ve finansal piyasaların volatilitesi ve likiditesi üzerine daha

⁷⁴ Anbar, (2009), s. 427-428

⁷⁵ Jean P. Mustier, Dubois Alain, "Risk and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds", *Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds*, No:10, April 2007, s.88

⁷⁶ Mario Draghi, "Hedge Funds and Financial Stability", *Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds*, No:10, April 2007, s.41

⁷⁷ Fatih Sağlık, "Serbest Yatırım Fonlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Esaslar", SPK 2008, s.16

büyük baskı yapmalarınaimkan verecekşekilde, risk yönetim sistemlerini gevşetmelerine yol açabilir.⁷⁸

Özellikle 90'lı yıllardan sonra bu konu ile ilgili tartışmalar artmıştır. Hedge fonların sistematik risklerde rol oynadığı görüşü hâkim olsa da bu riskin büyüklüğünü ölçmek ve değerlendirme yapmak pek mümkün değildir. Buradaki en önemli sebep hedge fonların denetlemelere tabi olmamasıdır. Hedge fonların yarattığı olumsuz etkileri ölçmek için; kaldıraç kullanımı, likidite riski, piyasa riski, banka hedge fon riski, işlem yoğunlaşma oranı gibi tüm risk çeşitleri dikkate alınarak değerlendirme yapılmalıdır. Hedge fonların taşıdıkları sistematik riski önlemek için hedge fonların denetlenmesi ve hesap verecek şekilde şeffaf olması gerekmektedir.⁷⁹ Diğer bir durum ise, hedge fonlara borç veren kurumların risk yönetimi konusuna öncelik vermesi ve risk yönetiminin geliştirmesi de sistematik riskin düşürülmesine yardımcı olacaktır.⁸⁰

1.4.9. Teknoloji Riski

Hedge fon yöneticilerinin yeni teknoloji ve gelişen sisteme uyum sağlayamaması, takip etmemesi ve teknolojiyi daha etkin kullanan diğer fon yöneticilerinin gerisinde kalması sonucunda fonun gerektiği şekilde değer kazanamamasından kaynaklı bir risk türüdür. Başka bir ifade ile gelişen teknolojinin fon yöneticisi tarafından kullanılmamasının hedge fonda yaratacağı negatif sonuç teknoloji riski olarak tanımlanabilmektedir.

Teknoloji riski bir operasyonel risk türüdür ve yönetici başarısına bağlanabilmektedir. Süreç ve sistem kaynaklı problemler operasyonel risk altında sınıflandığı gibi teknoloji kaynaklı sorunlar da bu başlık altında toplanmaktadır. Bu risk broker ve yatırımcı arasında yapılan işlemler esnasında oluşmakta ve yönetici tarafından yayınlanan raporlarda ortaya çıkmaktadır.⁸¹

⁷⁸ Anbar, (2009), s. 428

⁷⁹ Anbar, (2009), s.429

⁸⁰ Anbar, (2009), s.429

⁸¹ Guizot, (2007), s.96

1.5. HEDGE FONLARIN GELENEKSEL YATIRIM FONLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

Hedge fonlar kendilere has sahip oldukları özellikler bakımından geleneksel yatırım fonların ayrılmaktadırlar. Ancak yine her iki fon türünün birbirine benzeyen özellikleri de bulunmaktadır. Bu benzerlikler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.⁸²

- Her iki fon türünde de yatırımlar bir havuzda toplanmaktadır.
- Yatırımlar, konusunda uzman yöneticiler tarafından yönetilmektedir.
- Yatırımcı parasını güven esasına dayalı olarak yöneticiye teslim etmektedir.
- Yatırım yapılan finansal varlıklar halka arz edilmiş durumdadır.

Hedge fonların ve geleneksel yatırım fonlarının uymak zorunda olduğu yasal düzenlemeler birbirinden farklılık göstermektedir. Bu düzenlemeler çerçevesinde hedge fonlar ve yatırım fonları arasındaki farklar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.⁸³

Ücret Mekanizması: Geleneksel yatırım fonları yatırımlar üzerinden yönetim ücreti talep etmekte ancak teşvik- performans ücreti talep etmemektedir. Hedge fonlar ise, hem yönetim hem de performansa dayalı teşvik ücreti talep etmektedir. Yönetim ücreti hedge fonlar ve geleneksel yatırım fonları için yönetilen aktiflerin %1-%2 si arasında her ikisi için aynı oran olarak belirlenmiştir. Buna ilave olarak hedge fonlar kârın %20-%25 arasında bir oranla teşvik ücreti almaktadır. Dolayısıyla hedge fonlarda kazanç yani getiri yönetim ve performans ücretinin toplamına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Başarı direkt olarak kazancı etkilemektedir.⁸⁴ Geleneksel yatırım fonlarında kazanç direkt olarak eldeki getiriye bağlıdır. Ayırt edici bir diğer konu ise giriş ücretleridir. Geleneksel yatırım fonları çok cüzi tutarlarla yatırım için bir hesap oluşturmaktadır. Bu rakam 100 ile 500 ABD doları arasında değişmektedir. Hedge fonlarda ise minimum giriş sermayesi oldukça yüksek olup 100 bin ABD doları ile 10 milyon ABD doları arasında değişmektedir.⁸⁵

Kaldıraç Kullanımı: Geleneksel yatırım fonları daima kısa vadeli likidite sağlamak amacıyla borç kullanmak zorundadırlar. Hedge fonlarda ise, fon yöneticisi neredeyse

⁸² Chambers, (2008), s.11

⁸³ Mccrary,(2005), 30

⁸⁴ Mccrary,(2005), s.3-5

⁸⁵ Anbar (2009), s.105-106

tüm türev ürünleri kullanabilir ve kaldıraç oranı yüksek türev ürünlerde pozisyon alabilir. Fon yöneticisi farklı yatırım tekniklerini kullanma konusunda özgürce hareket etmektedir. Geleneksel fonlar kaldıraç kullanmazken, hedge fonlar ağırlıklı olarak kazancı yükseltmek amacıyla kaldıraç kullanmaktadırlar.

Şeffaflık Sorunu: Geleneksel yatırım fonları bilanço ve gelir tablosu yayınlamaktadır. Bu tablolar ile birlikte fon aktiflerinin toplamını yatırımcılar ile paylaşmakta ve gecikmelide olsa yıllık olarak portföyler ile ilgili ayrıntılı raporlar yayınlamaktadır. Hedge fonlar ise, yatırımcılarına ve karşı taraflara eksiklikler olsa dahi bilgi sunarlar yani şeffaf davranırlar. Ancak hedge fonların şeffaflığı ile ilgili tartışılan konu düzenleyici kurumlar ve diğer piyasa üyelerine karşı şeffaf olmaması ile ilgilidir. Hedge fonların şeffaf olmadığını savunan görüşe göre; yatırım pozisyonlarına ilişkin bilgilerin düzenleyici kurumlararapor edilmesi şeffaflık için gereklidir. Hedge fonların şeffaf olduğunu savunan görüş ise, hedge fonların şeffaflığını arttırmanın kolay olmadığını, arttırılsa dahi bunun çok faydasının olmayacağını savunur.⁸⁶

Likidite: Geleneksel yatırım fonlarında yatırımcılar fondan çıkarken herhangi bir sınırlama ya da yaptırıma maruz kalmamaktadırlar. Ancak hedge fonlarda fondan çıkış sadece başlangıçta belirlenen zaman diliminde gerçekleşebilmektedir. Belirlenen zamanlar aylık, üç aylık ve yıllık giriş ve çıkışlar şeklindedir.⁸⁷ Dolayısıyla hedge fonlar geleneksel yatırım fonlarına görece daha az likitdir. Geleneksel yatırım fonları ellerinde likit tutmaz. Ancak yatırımcı portföyünü piyasa riskine karşı tam olarak kuruyamamaktadır. Hedge fonlar ise likit sınırlamasıyla daha etkin bir koruma sağlamaktadır. Bu durum hedge fon yatırımcılarının daha uzun vadeli yatırım yapmalarını teşvik etmektedir.⁸⁸

Performans: Geleneksel yatırım fonlarında riskler ve performans karşılaştırmalı olarak ölçülebilmektedir. Ölçü olarak hisse senedi ve tahvil piyasaları getiri endekslerini kullanmaktadır. Fonların performansları bu ölçülere göre değerlendirilmektedir. Piyasaların aniden dalgalanıp, piyasa verilerinin düştüğü durumlarda yatırımcı zarar edebilmektedir. Hedge fonlarda başarı performans ile ölçülmektedir. Hedge fonlar farklı

⁸⁶Ahmet Anbar, "Hedge Fonlar ve Şeffaflık Sorunu", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S.24, Ağustos 2009, s.20

⁸⁷ Mccrary (2005), s.3-5

⁸⁸Filippo(2006), s.1-2

yatırım stratejileri uygulayıp riski bünyelerinde taşımaktadır. Ancak piyasalardaki dalgalanmalar hedge fonları etkilememektedir. Hedge fonlar her durumda kârı garanti altına almayı hedeflemektedir. Hedge fonlar mutlak getiriyi amaçlamaktadır ve piyasa durumlarına bağlı hareket etmemektedir.⁸⁹ Yani hedge fonlarda performans ve dolayısıyla getiri yönetici becerisine bağlıdır.

Yasal Düzenlemeler: Geleneksel yatırım fonları düzenleyici kurumlar tarafından sıkı denetime ve kısıtlamalara tabi tutularak denetlenmektedir. Bu kısıtlamalar; çeşitli finansal enstrümanların kullanımı ve borçlanma ile ilgili olup, raporlama, açığa satış ve sermaye yeterliliği gibi konular da sıkı bir şekilde denetlenmektedir. Bu sayede bu fonlara yatırım yapan yatırımcılar daha fazla koruma altındadır. Hedge fonlar ise, denetim ve düzenlemelere tabi olmadan özgürce hareket edebilen fonlardır. Yöneticiler, fon kurma konusunda serbest bırakılmışlardır. Hedge fon yöneticileri mutlak getiri sağlama amacıyla yatırım ürünlerini, yatırım stratejilerini ve yatırım tekniklerini serbestçe kullanabilirler. Bu yetki yatırımcılar tarafından yöneticilere verilmiştir. Hedge fon ve geleneksel yatırım fonlarının karşılaştırılması özet olarak Tablo1.5’ de yer almaktadır:

Tablo1.4: Geleneksel Yatırım Fonu ile Hedge Fonların Karşılaştırılması:

	Getiri Hedefi	Getiri Kaynağı	Başarı Tanımı	Risk	Yatırım Süreci
Hedge Fon	<i>Kesin Getiri</i>	<i>Yöneticinin Becerisi</i>	<i>Yüksek Getiri</i>	<i>İçinde Barındırır</i>	<i>Alım-Satım</i>
Geleneksel Yatırım Fonu	<i>Göstergeye Bağlı Getiri</i>	<i>Varlıkların Paylaşımı</i>	<i>Yüzde Olarak</i>	<i>Göstergeden Sapma</i>	<i>Sadece Alım</i>

Kaynak: ANBAR, Ahmet, “Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonlarının Temel Özellikleri”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi Erişim Tarihi: 20.02.2020

1.6. HEDGE FONLAR İLE İLGİLİ GÖRÜŞLER

1.6.1. Hedge Fonların Sağladığı Avantajlar

Yatırımcılar İçin Faydalı Olması: Hedge fonların yatırımcılara sağladığı bir takım faydalar vardır. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.⁹⁰

⁸⁹Anbar (2009), s.112

⁹⁰ Ertugay (2004), s.21

- Geleneksel yatırım fonlarının sağlamadığı portföy çeşitlendirme imkanını sağlaması,
- Hedge fonlar hem finansal hem de finansal olmayan piyasalara giriş imkanı sunduğu için daha rahat uzun pozisyon almayı teşvik etmektedir.
- Hedge fonların yüksek getiri hedeflerine karşın yöneticinin bu getiriden pay alması hedge fonların diğer yatırım fonlarına kıyasla daha düşük riske sahip kârı daha yüksek yatırım türü olmaları,
- Hedge fonların kullandıkları yatırım stratejilerin çeşitlilik göstermesi ve aralarındaki bağlantının az olması nedeniyle yatırımcıların, hedefledikleri yatırımı gerçekleştirmek için farklı yatırım stratejisi seçenekleri sunmaları,
- Hedge fonları portföye dahil edilmesi ile portföyün oynaklığı ve riski azalmakta getirisi ise yükselmektedir,
- Hem alçalan hem de yükselen piyasalara hedge fonlar ile dahil olan yatırımcıların getirilerini artırma imkanı yüksek olacaktır.

Riskin Paylaşılması: Hedge fonlar kullandıkları farklı finansal araçlar ile riski azaltabilmektedir.⁹¹ Hedge fonlar finansal kurumlar aracılığıyla riski piyasalar arasında paylaştırarak ekonominin daha etkin çalışmasına katkı sağlamaktadır. ⁹² Hedge fonlar riskin ölçülmesinin kolay olmadığı, likiditesi çok yüksek olmayan, yeni gelişen piyasalarda pozisyon alarak bir takım riskler üstlenmektedir. Hedge fonlar sahip olduğu yatırım stratejileri ve gelişmiş teknikleri ile bu riski avantaja çevirecek rekabet üstünlüğüne sahiptirler. Hedge fonlar kullandıkları yatırım teknikleri ve sahip oldukları portföy büyüklükleri ile tüm portföyü etkileyebilme kabiliyetine sahiptirler. Dolayısıyla içinde buldukları portföyün riskini azaltabilmektedirler.

Likidite Kolaylığı: Yüksek işlem hacmine sahip hedge fonlar, işlem yaptıkları piyasalarda likiditeyi kayda değer ölçüde arttırmaktadır. Hedge fonların bu etkisi özellikle GOÜ piyasaları, tahvil ve hisse senedi piyasalarında görülmektedir. Hisse senedi piyasalarında yaptıkları işlemlerin, toplam işlem sayısının yaklaşık yarısı olduğu tahmin edilmektedir.⁹³Hedge fonlar likiditesi düşük GOÜ piyasalarına bir takım vergi

⁹¹ Keler (2008), s.79

⁹² Roger Ferguson, David Laster, "Hedge Funds and Systemic Risk", *Banque de France-Financial Stability Review-A Special issue on Hedge Funds*, No.10, Nisan 2007, s.47. Aktaran: Terzi s.30.

⁹³ Axel A. Weber, "Hedge Funds: A Central Bank Perspective", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, *Banque de France*, No.10, April 2007, s:162-164 Aktaran: Terzi, s.72.

avantajlarından faydalanmak için yatırım yapmayı tercih etmektedir. Bu sayede hedge fonlar GOÜ' lere getirdikleri sıcak para ile ülkede likiditenin artmasına katkı sağlamaktadır. Artan likidite GOÜ' nin cari açığının azalmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca, hedge fonların bu ülkelerdeki likiditeyi arttırmasının bir sonucu olarak faiz oranları düşmekte ülkenin refah seviyesi artmakta ve sermaye piyasaları gelişmektedir.⁹⁴

Finansal Sistem Açısından Faydaları: Hedge fonlar piyasa ve kredi riski gibi riskleri finansal piyasalarda piyasa katılımcıları arasında paylaşmaktadır. Bu sayede finans piyasalarında dağılan riskin bir sonucu olarak istikrar yakanmış olmaktadır. Hedge fonlar piyasaların stabil olmadığı zamanlarda finansal istikrar sağlamada etkin rol oynamaktadırlar. Hedge fonlar mali kötüleşme yaşayan finansal piyasalarda riski dağıtmaktadır. Böylece sermayenin maliyetleri düşmektedir. Hedge fonlar sahip oldukları arbitraj stratejileri ile bir finansal varlığın piyasa fiyatının gerçek fiyatının altında veya üstünde gerçekleşmesi durumuna müdahale edebilmektedir. Böylece doğru fiyatlanmaya imkân sunmaktadır.

Hedge fonlar özellikle kolay olmayan ve yeni gelişen piyasalardaki risklere katlanan ve fırsatları değerlendiren fonlardır. Yönettikleri bu risklerle finansal piyasalarda istikrarın rayına oturmasına katkı sağlamaktadırlar. Hızlı ve esnek hareket kabiliyetleri ile piyasadaki aksaklıkları bertaraf edebilme gücüne de sahiptirler.⁹⁵Hedge fonlar bir anlamda ülkeye sıcak para akışı sağlamaktadır. Eğer ülkede nakit akışı problemi ve kaynak yetersizliği söz konusu ise hedge fonlar getirdikleri sıcak para ile nakit akışı sağlayabilmektedir. Bu bağlamda ülkenin ekonomik büyümesinin artmasında, ödemeler dengesi açıkların kapanmasında ve finansal istikrarın sağlanmasında aktif rol oynamaktadırlar.

Piyasaların Gelişimine Katkı Sağlama: Hedge fonlar vadeli işlem piyasalarında riskten korunmak için işlem yapmakta ve sözleşmeleri çokça kullanmaktadır. Böylece bu piyasaların daha da derinleşmesine ve hacminin artmasına katkı sağlarlar.⁹⁶Hedge fon yatırımcıları, bu fonları portföylerine dahil ederek diğer

⁹⁴Ahmet Anbar, "Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, C.14, S.1, 2009, s.435.

⁹⁵Ferguson ve Laster (2007) s.48. Aktaran: Terzi,s.31-34 .

⁹⁶ Keler (2008), s.82

yatırım fonlarının sağlamadığı portföy çeşitlenmesini elde edeceklerdir. Bunun sonucunda portföy riskleri azalacaktır.⁹⁷ Yatırımcıların beklentilerine cevap verecek yeni finansal ürünlerin oluşması, yatırımcı profilinin gelişmesi ancak böyle bir portföy çeşitlenmesi ile mümkün olacaktır.⁹⁸

1.6.2. Hedge Fonların Yarattığı Dezavantajlar

Şeffaflığın Tam Olmaması: Hedge fonlar kendi özellikleri gereği düzenleyici kurumlar tarafından sıkı ve periyodik denetlemelere tabi değildirler. Bu durum hedge fonları şeffaf bir şekilde hesap verme olgusundan uzaklaştırmaktadır. Şeffaflığın olmadığı bu ortamda yolsuzluklar için uygun bir zemin olacaktır. Bu durum yatırımcının zarara uğramasına sebep verebilmektedir.⁹⁹

Finansal İstikrarsızlık Yaratma: Yüksek hacimli hedge fon yatırımlarında meydana gelen herhangi bir değişiklik, kırılğan ekonomiye sahip GOÜ piyasalarını derinden sarsacaktır. Bu durum GOÜ piyasalarını istikrarsızlaştıracaktır. Böylece bu ülkelerde uygulanan ekonomi politikaları etkinliğini kaybedecektir. Hedge fonların yüksek kârlı piyasalara hızla girip çıkabilmesi finansal istikrarı bozulmasına ve finansal krizlerin derinleşmesine yol açmaktadır. Yatırım yapılan ülkede yaşanacak herhangi bir ekonomik durgunluk durumunda hedge fonlar hızlıca ülkeyi terk edecektir. Bu durum yatırım yapılan ekonomide dalgalanmaların oluşmasına sebebiyet verecektir. Hatta piyasa kırılğansa bu ani nakit çıkışı ülkeyi finansal krize sürükleyebilmektedir. Hedge fonlar özellikleri gereği yatırım şirketleri, bankalar ve benzeri gibi nitelikli yatırımcılara hitap etmektedir. Dolayısıyla, hedge fonda yaşanan dalgalanma tüm ekonomiyi etkisi altına alacaktır. Finansal istikrar bununla birlikte siyasi ve sosyal istikrarı da etkileyecektir.

Yüksek Kaldıraç Oranları: Yüksek kaldıraç kullanan fonların çoğunun batma noktasına geldiği bir gerçektir.¹⁰⁰ Hedge fonlar daha yüksek karlara ulaşmak gayesi ile kaldıraç kullanmayı daha çok tercih eder. Bu nedenle hedge fon yatırımcıları kapasitelerinin üzerinde yatırım yapmaya yönelecek ve ani piyasa hareketlerine karşı

⁹⁷Ertugay (2004), s.4

⁹⁸SaraSommanson,“The acceleration of corporate bonds made by hedge funds”, (Yüksek Lisans Tezi),Lund Üniversitesi,Hukuk Fakültesi,2010, s.17

⁹⁹ Frush (2008), s.141

¹⁰⁰Frush (2008), s.193

daha hassas hale geleceklerdir. Yüksek kaldıraç riski de yükselterek yatırımları daha kırılgan hale getirecektir.

Riskin Varlığı: Hedge fonlar çok çeşitli yatırım stratejisine sahiptir ve yatırımlarını gerçekleştirirken farklı yatırım araçlarını kullanabilmektedir. Stratejilerin ve yatırım enstrümanlarının çeşitliliği riskin paylaştırılıp minimum seviyesine indirilmesine olanak sağlamaktadır. Ancak diğer taraftan hedge fonlarda kar, yöneticinin performansına doğrudan bağlı olduğu için, yönetici getiriyi arttırarak mutlak kar sağlamak amacıyla daha riskli yatırımlara yönlenecektir. Bu durum hedge fonları riskli yatırım türleri haline getirmektedir.

Suç Mekanizmasının Gelişmesi: Hedge fonlar esnek şekilde çeşitli finansal enstrümanları kullanmaları ve denetimsiz olmaları nedeniyle suça meylettirecek bir ortam hazırlamaktadırlar.¹⁰¹ Hedge fonların suç mekanizması şu şekilde sıralanabilir.¹⁰²

- Daha önceki belgelerde sahtecilik yapma,
- Yanlış yatırım danışmanı kimliği gösterme,
- Müşteri varlıklarının haksız olarak kullanılması,
- Stratejilerin doğru açıklanmaması,
- Uygunsuz değerlendirme yapılması,
- Performansın olduğu gibi gösterilmemesi.

Hedge fonlara giriş ve çıkışların katı kurallara tabii olması herhangi bir yatırımcının fona istediği zaman yatırım yapmasını engeller. Yatırımcı bağlı kalma süresinin dolmasının ardından parasını bir ay önceden haber vererek, nakit olarak alabilmektedir. Diğer bir deyişle, yatırımcılar fonlarını diledikleri tarihte likide çevirememektedir. Bu sebeple yatırımcılar nakit ihtiyaçlarını istedikleri anda karşılayamamaktadırlar. Bu durum yatırımcının özellikle kriz dönemlerinde ciddi mali zorluklar yaşamasına sebep olmaktadır.¹⁰³

¹⁰¹ Stout Lynn, "How Hedge Funds Create Criminals", *Harvard Business Review*, <https://hbr.org/2010/12/how-hedge-funds-create-crimina> (02.11.2019)

¹⁰²Ertugay (2004), s.32

¹⁰³Alexander M. Ineichen, *Absolute Returns – The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, 1.b, New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2003, s.145 Aktaran:Keler s.80.

Yüksek Ücret Mekanizması: Hedge fon yatırımcıları hem yönetim hem de performans ücreti ödemektedir. Performansa göre yapılan bu ödeme yatırımın getirisine göre oranlanan fazladan bir maliyettir. Dolayısıyla ilave ücretlerle yatırımın maliyeti yükselmektedir. Diğer taraftan performans üzerinden gelir elde edecek olan yönetici yatırıma yüksek getiri elde edebileceği riskin yüksek olduğu alanlara yönlendirecektir. Bu durum hedge fonların beklenenden daha çok risk içeren bir hale gelmesine sebep olacaktır.

1.7. HEDGE FONLAR İLE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER

Hedge fonlar, esnek ve nitelikli yatırımcılara hizmet vermesi ve herhangi bir yapısal düzenlemeye tabii olmaması nedeniyle uluslar arası piyasalarda rahat hareket edebilmektedir. Hedge fonların finansal yapıları ile ilgili bilgi ve yükümlülüklerinin belli dönemlerde paylaşılma zorunluluğu bulunmadığı için genel istatistikler ve alt fonlarının büyüklüğü ile ilgili bilgilere ulaşılabilir.

Verilerin eksikliği nedeniyle hedge fonların maruz kalacağı risklerin tahmin edilmesi oldukça zordur. Bu riskleri ortadan kaldırması için yatırım yapılan alanların riskinin hesaplanması, yasal sermayenin bulundurulması ve iç denetimin sağlanması gibi yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekmektedir. Ayrıca, küreselleşmenin etkisi ile finans piyasalarında yaşanan dalgalanmalar hedge fonların durumunu daha da belirsizleştirmektedir. Bu iki durum, hedge fonlar ile ilgili yasal düzenlemelerin yapılması konusunu gündeme getirmiştir. Dolayısıyla hedge fonlara ilişkin küresel bir düzenlemenin yapılması bir gerekliliktir. Dikkat edilmesi gereken nokta; hedge fonların buldukları ülkelerin yapısal farklılıklarının titiz bir şekilde irdelenmesi ve piyasa etkinliğini bozmayacak şekilde hareket edilmesidir.¹⁰⁴

1.7.1 ABD' de Yapılan Düzenlemeler

Yaklaşık on yıldır SEC (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu) ve FED tarafından ortaklaşa yürütülen, yatırımcıyı koruma altına alan, etkin piyasa ve sermaye yapısı oluşturmayı kolay hale getirecek şekilde düzenlemeler yapılması gerektiği

¹⁰⁴Küçüközmen (2007), s.4-6

konusunda ortak paydada buluşulmuştur. Bu düzenlemelerde dört ana kanunun etkisi büyüktür. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:¹⁰⁵

A. Menkul Kıymet Kanunu

Bu konun menkul kıymet satışlarını düzenlemekte ve bu satışların halka beyanını yapmaktadır. Ayrıca satışlara ilişkin yanlış beyanları engellemeye çalışmaktadır. Menkul kıymetlerin halka arzında SEC' e kaydedilmesi zorunludur. Hedge fon satışları bir menkul kıymet satışlarıdır. Dolayısıyla hedge fonlar menkul kıymetler konuna tabidir.

Menkul kıymetler kanunun dördüncü bölümü hedge fonlara ilişkin en önemli kısımlardan biridir. Yapılan bu düzenlemeler ile ters düşecek şekilde dördüncü madde hususi satış altında istisnai satış durumunu belirtmektedir. Bu madde gereğince, halka arz edilmeyen menkul kıymet satışlarının SEC' e kayıt zorunluluğu bulunmamaktadır. Aynı şekilde ihracatçı da bu muafiyetten yararlanmaktadır. Ayrıca akredite yatırımcılara yapılacak satışların hususi satış kapsamında olduğunu belirterek, bir hedge fonun sınırsız sayıda akredite yatırımcıya menkul kıymet satışı yapabileceğini, söz konusu satış yalnızca akredite yatırımcılara yapılacak ise hedge fonun kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün olmadığını ifade etmiştir.¹⁰⁶

B. 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu

Bu konun ile ABD' nin borsa komisyonu oluşturulmuş ve SEC' in yetkileri artırılmıştır. Yetkilerden en dikkat çeken; aracı kurumlar borsasını ve borsa aklama kuruluşlarını denetleme ve aynı zamanda düzenleme yetkisinin olmasıdır.¹⁰⁷Hedge fonlar açısından yine bir takım muafiyetler bulunmaktadır. 12. madde gereğince, beş yüzden fazla yatırımcıya fon ihraç eden ihracatçının SEC' e kayıt yaptırma yükümlülüğü bulunmaktadır. Ancak hedge fonlar genellikle bu sayının altında yatırımcı grubuna itap ettiği için kayıt zorunlu değildir. Ancak bazı ihracatçılar bu muafiyete rağmen itibar sağladığı gerekçesi ile SEC' e kayıt yaptırmayı tercih ederler.¹⁰⁸13. madde

¹⁰⁵About the SEC, <http://www.sec.gov/about.shtm> erişim tarihi 17.12.2020

¹⁰⁶SEC, "Securities Act Of 1993, <https://venturebeat.com/wp-content/uploads/2010/05/sa33.pdf> erişim tarihi: 17.01.2020

¹⁰⁷SEC (2020)

¹⁰⁸ Ertugay (2004), ss.27-28

ise, hedge fon danışmanlarını fayda sağlayıcı sahipler olarak değerlendirmekte ve beyan yapma zorunluluğu getirmektedir.

C. Yatırım Şirketleri Kanunu

Hisselerini halka açabilen yatırım şirketlerini ve menkul kıymet ticareti yapan ihracatçıları kapsayan bir konudur. Bu konunun ortaya çıkış amacı yatırım şirketleri arasında oluşabilecek çıkar çatışmalarının önüne geçmek veya bu çatışmaları en aza indirmektir. Bu bağlamda türev araç kullanımını ve açığa satışı sınırlandırmaktadır.

İlgili konunun üçüncü maddesi hedge fonları ele almaktadır. Hedge fon yatırımcılarının sayısı eğer yüzden az ise SEC' e kaydedilme zorunluluğu yoktur. Bu müşterilere performans ücreti ve teşvik primi getirilebilir. Aynı madenin bir başka bölümünde ise, hedge fonların alıcılarının nitelikli alıcı olarak kabul edilmesinden dolayı bu fonlarında SEC' e kayıt zorunluluğunun bulunmadığına değinilmiştir. Bu şartlar sağlandığında hedge fonların akredite olmayan yatırımcılara sunulması mümkündür. Ancak Yatırım Şirketleri Kanunu, Menkul Kıymetler Kanunu ve Menkul Kıymetler Borsası Kanununda bahsi geçen muafiyetlerinden dolayı teknik olarak bu fonların yalnızca akredite yatırımcılara sunulmasına olanak vardır.¹⁰⁹

D. Yatırım Danışmanları Konusu

Menkul kıymet yatırımları hususunda danışmanlık yapan firmalar SEC' e kayıt yaptırmak ve SEC' in düzenlemelerine uymak zorundadır. Yatırım danışmanları müşteri talebini çekecek şekilde reklam yapamazlar. Ancak bir yıl içerisinde 15' den az müşteriye hizmet veren yatırım danışmanları SEC' e kaydedilmekten muaf olabilir. Bu danışmanların teşvik primleri sınırlandırılmıştır. Yatırım danışmanlığı ile ilgili hedge fon düzenlemeleri SEC tarafından 2004 yılında yayınlanmıştır. Kanunun yatırımcı sayısı 15 den büyük olan ve varlık tutarı 25 milyon doları aşan yatırımlar için sınırlamalar getirmiştir. 2006 yılında yapılan mahkemece bu düzenleme iptal edilmiştir.

Sonuç olarak ABD' de hedge fonlara getirilen yapısal düzenlemeler hedge fonları kısmen kapsamamaktadır. Diğer yatırım fonlarına kıyasla hedge fonlara uygulanan yaptırım oldukça azdır. Kanunlarda yer alan muafiyetler ile ilgili sınırlamalar

¹⁰⁹Doğan Alantar, "Hedge Fonlarda Regülasyon Zamani", Yaklaşım Dergisi, Aralık 2008
<http://hedgefon.blogspot.com/2008/11/hedge-fonlarda-reglasyon-zamani.html>

hedge fonları kapsamamaktadır. Dolayısıyla hedge fonlar özerk yapılarını sürdürerek, yasal mevzuatlarla sınırlandırılmaksızın serbest hareket edebilmektedirler.

1.7.2. AB' de Yapılan Düzenlemeler

ABD uygulamasından farklı olarak AB' de yapılan düzenlemelerde ülkeler arasında bir bölünmüşlük söz konusudur. AB direktifine göre standartlaştırmanın yatırım araçlarında kısmen yapılması planlanmıştır. Fakat ülkeler arası uygulamada yorum farklılıkları vardır. Finans piyasalarında tüketici haklarını korumak adına ve rekabeti arttırmak için “finansal hizmetler hareket planı” uygulamaya konulmuştur. Hedge fonlarla ilgili olarak diğer bir düzenleme çalışması ise AIMA (The Alternative Investment Management Association) ve IOSCO (Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü – International Organisation of Securities Commissions) tarafından yürütülen değerlendirme süreçleri, sistemleri, kontrolleri ve protokollerle ilgili olarak gerçekleştirilmektedir.¹¹⁰

Avrupa da fon yönetiminin ilk sırasında İngiltere yer almaktadır. Dünyanın ikinci en büyük fon yönetim merkezi İngiltere' dir. Daha korumacı politikalar ile yönetilen Almanya da ise, diğer AB ülkelerine ve ABD' ye göre yasal uygulamalar daha katıdır. Yatırım ve vergi kanunlarında yapılan düzenlemeler sonucunda hedge fonlar ülkede işlem görmeye başlamıştır. Bunun öncesinde Almanya' da böyle bir uygulamamın yapılması engellenmişti. Ayrıca bu fonlara yatırım yapılması da engellenmiş durumdaydı. Yapılan bu konular Alman hedge fonlarını ve diğer hedge fonları da düzenlemektedir. Hedge fonlar ile ilgili düzenlemeler yatırım kanunu vasıtasıyla hükme bağlanmıştır. Hükmün içeriği ana başlıklar halinde aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.¹¹¹

- Hedge fon bağımsız varlık sınıfı olarak belirtilmektedir.
- Fonlar yatırım yapacakları varlık sınıfında serbesttirler.
- İlave risk alabilirler.
- Açığa satış yapabilmektedirler.
- Kaldıraç kullanabilirler.

¹¹⁰Serkan Çankaya, “Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği”, Kadir Has Üniversitesi, 2015, s.10

¹¹¹Alantar (2008), s. 2

Hedge fon yapısı AB ülkeleri arasında farklılık gösterse de bu fark azımsanacak derecede küçük bir farktır. İtalya, İspanya, İrlanda ve Lüksemburg hem açık hem de kapalı uçlu yatırım yapabilirken, İsveç ve Fransa sadece açık uçlu olarak hedge fon yatırımı yapabilmektedir. AB ülkelerinde hedge fon yapısı Tablo6’ da yer almaktadır.

Tablo 1.5: Seçili AB Ülkeleri İçin Hedge Fonların Oluşum Yapısı

Seçili AB Ülkeleri	Açık Uçlu	Kapalı Uçlu	Diğer
Fransa	×		Az
İrlanda	×	×	×
İtalya	×	×	×
Lüksemburg	×	×	×
İspanya	×		
İsveç	×	sınırlanmıştır	
İsviçre	×	×	

Kaynak: European Fund and Asset Management Association (EFEMA), “Hedge Fund Regulation in Europe”, A Comparative Survey, 2005, s.13 Erişim Tarihi: 21.02.2020

1.7.3. İngiltere’ de Yapılan Düzenlemeler

Ülkede fon yöneticileri için yapılan düzenlemeler ile tasarruf sahipleri için hazırlanan düzenlemeler arasında ciddi bir fark mevcut değildir. İngiltere fon yönetimi ve finansal piyasaların işleyişi ile ilgili yasaların uygulanmasını tek bir yetkide “finansal hizmetler otoritesi” adı altında toplanmıştır. Yatırım şirketi kurmak için bu otoriteden yetki almak ve belirlenmiş yükümlülükleri yerine getirmek gerekmektedir. Bu kural 2004 yılı öncesine dayanmaktadır. 2004 sonrası yapılan değişiklikler ile hedge fon kurmanın ve fona yatırım yapmanın sınırları gelişmiş, önu biraz daha açılmıştır. 2004 sonrası yapılan bu düzenleme ile birlikte “finansal hizmetler otoritesi” tarafından yetkilendirilmemiş bir fon özel arz kabul edilir ve sınırlı sayıda yatırımcı ile işlem yapar. 2008 yılında yapılan düzenleme ile hedge fonların şirket hisselerinde gizli katılımcı olmalarının önüne geçmek adına fonlardan bazıları fiyat farkı kontratlarına sahip olabileceği gibi türev ürün kullanabilecek ve bunlar finansal hizmetler otoritesine bildirilecektir.¹¹²

¹¹² Alantar (2008), s.2

1.7.4. Japonya’ daki Düzenlemeler

Japonya’ da hedge fon kurmak için yatırım tröstü oluşturmak gerekmektedir. Düzenlemeler ise “Yatırım Danışmanlığı İş Yasası” çerçevesinde yapılmaktadır. Kurumların yatırım tröstü düzenlemek için yatırım tröstü hukukuna uygun olarak yatırım yöneticisinin ilgili yatırım tröstü işi için yetkilendirilmesi gerekmektedir.¹¹³ Bu tarz hedge fonlarda yatırım; menkul kıymetler, gayrimenkuller ve türev ürünler gibi ilk sırada belirlenmiş aktiflere yapılmaktadır.

Hedge fon yatırımlarında, yatırımcı payı ilk sırada sigorta şirketlerine aitken ticari bankalar, çeşitli yatırımcılar, bölgesel ve tröst bankaları diğer yatırımcı paylarını oluşturmaktadır. Hedge fonların 2006 yılı itibariyle büyüklüğü artmıştır. Ancak 2011 yılında yaşanan deprem ve tsunami Japonya’ nın mali yapısını kötüleştirmiştir. Hedge fonlar Japonya’ nın kırılan ekonomik yapısına odaklanarak daha fazla kar etmeyi amaçlamıştır. Bu durum yaşanan ekonomik durgunluğun daha fazla derinleşmesine neden olmuştur.

1.7.5. Off Shore Bölgelerde Yapılan Düzenlemeler

Asıl merkezi faaliyet gösterilen ülkenin dışında yer alan ve çoğunlukla denize kıyısı bulunan bölgeler off shore bölgeler olarak adlandırılmaktadır. Düzenlemeler bu bölgede bulunan kurumların hareketlerini kapsamaktadır. Bu bölgeler minimum vergi veya sıfır vergi uygulayan “vergi cennetleri” olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla bu alanlar kötü amaçlı olarak vergi kaçakçılığı, kara para aklamak gibi eylemler yapmak isteyen kurumlar tarafında da kullanılabilir.¹¹⁴

Diğer bankalardan farklı olarak offshore bölgelerdeki bankalar sermaye piyasalarının tabi olduğu yasal mevzuatlardan, düzenlemelerden ve kısıtlamalardan muaftırlar. Dolayısıyla finansal anlamda sağladığı bu tür kolaylıklardan dolayı bu kıyı bölgeler hedge fonlar için cazip alanlardır. Bu nedenle fonlar bu alanlara kaydırılmaktadır. Türkiye bankacılık kanununa göre offshore bankacılık faaliyetleri; kurulu bulunulan ülke harici ile sınırlı tutulan veya ülke genelinde uygulanan ekonomik

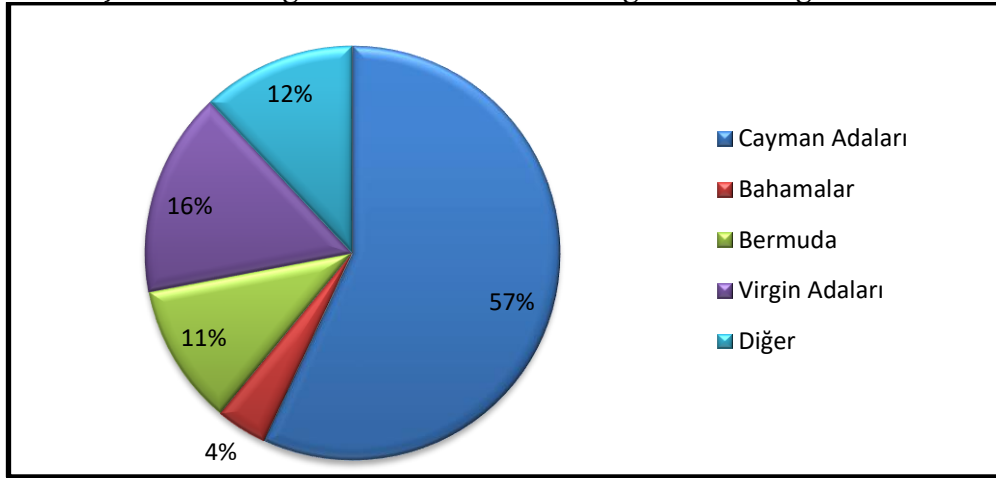
¹¹³BANK OF JAPAN, www.boj.or.jp/en/

¹¹⁴<https://www.investopedia.com/terms/o/offshore.asp> erişim tarihi: 28.12.2020

ve mali mevzuata tabi olmayan ya da kurulu bulunan ülkede yerleşik olanlardan mevduat ve fon kabulünün yasaklandığı bankacılıktır.¹¹⁵

Yatırımcı sayısı kısıtlanmamış, sınırlı ortaklık şeklinde kurulmaktadır. Off shore merkezleri aralarında farklı esaslar geçerlidir. Bazı off shore merkezlerinde müşteri gizliliği korunmaktadır ve fon yöneticiye bağlı hareket etmektedir. Bazı merkezlerde ise fon zorunlu olarak bireysel yatırımcılara açık olur.¹¹⁶Offshore hedge fon merkezleri arasında en büyük payasahip olan ABD yönetimindeki Cayman Adaları'dır. Offshore hedge fon merkezlerinin dağılımı aşağıdaki şekilde görülmektedir.

Şekil1.6: Hedge Fonların Offshore Bölgelerdeki Dağılımı



Kaynak: IFSL (International Financial Services London)

https://www.bde.es/f/webbde/Agenda/Eventos/06/Mar/Fic/CPIS_McKenzie.pdf

Erişim Tarihi: 25.02.2020

¹¹⁵Bankacılık Kanunu, 5411 Sayılı Kanun, Madde:3

¹¹⁶ Alantar (2008),s.2

İKİNCİ BÖLÜM

FINANSAL LIBERALİZASYON SÜRECİ, SICAK PARA OLGUSU ve PARA KRİZLERİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ

Çalışmanın ikinci bölümünde, finansal liberalizasyon süreci ve yabancı sermaye hareketleri, uluslar arası sermaye hareketleri içerisinde gündeme gelen bir diğer konu olan sıcak para olgusu, sıcak paranın belirleyici faktörleri GÜ ve GOÜ tecrübeleri kapsamında ele alınacaktır. Daha sonra bir finansal kriz türü olan para krizi bu bölümde incelenecek dünyada yaşanan para krizleri, para krizi modelleri çerçevesinde ele alınacaktır. Son olarak, bir sıcak para hareketi olan ve finansal liberalizasyon ile birlikte hareket kabiliyetini arttıran hedge fonların 1990 sonrası yaşanan finansal krizlerdeki rolü ve finansal istikrarı etkileme gücü bu bölümde incelenecektir.

2.1. FINANSAL LIBERALİZASYON SÜRECİ

Küreselleşme kavramı ekonomik faktörlerin yanında, tüm teknolojik ve sosyokültürel faaliyetlerin uluslar arası anlamda birbiriyle ilişkili hale gelmesi şeklinde ifade edilmektedir. Küreselleşme içerisinde bir alt başlık olan ekonomik küreselleşme, ekonomik gelişme trendine yön veren uluslar arası faktörlerin (mal, hizmet ve sermaye) hızlıca serbestleşmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Sermaye hareketlerinin küresel ölçekte gerçekleşmesine yol açan etmenler; sermaye üzerindeki engellerin kaldırılması ile birlikte gelişen bilgi teknolojilerinin sermaye piyasalarını daha bütünleşmiş hale getirmesidir.

Dünya ekonomilerinin bütünleşerek tek bir pazar haline gelmesi ekonomik faktörlerin küreselleşmesi ile mümkündür.¹¹⁷ Ekonomik küreselleşmenin gelişmesindeki en önemli etmen finansal anlamda biriken sermayedir. Ekonomik küreselleşme üzerinde tarihsel olarak bir takım olaylar etkili olmuştur. Bunlar:

- 1970’li yıllarda gelişmiş ekonomilerin petrol krizi ile birlikte yaşadığı ekonomik gerginliğe paralel olarak Neo-klasik iktisat söylemi ortaya çıkması,

¹¹⁷Famil Şamiloğlu, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu*, Gazi Kitabevi, 1.b, Ankara, 2002, ss.4-5

- 1970' li yıllarda çöken Bretton Woods sisteminin ardından sabit kurdan dalgalı kur sistemine geçilmesi,
- 1980' li yıllarda artan ekonomik küreselleşmenin finansal küreselleşmeyi beraberinde getirmesi,
- 1980 sonrası gelişmiş büyük ekonomilerin dış açıklarındaki yapısal sorunları gidermek adına başvurdukları küresel finansal ayarlamalar,
- Uluslararası kurum ve kuruluşların GOÜ' lere ulusal bankalardan daha hızlı ve kolay borç verme eğiliminde olmaları.

Finansal liberalizasyon küreselleşme ile birlikte 1980' li yıllarda finans piyasalarındaki miktar-fiyat kotalarının kaldırılması ile bir dönüm noktası yaşamış ve bu yılların sonunda ABD' nin tahvil piyasalarındaki engelleri kaldırılmasının ardından AB ülkelerinin onu takip etmesi ile hızını oldukça arttırmıştır. 1990 sonrası ülkelerin çoğu uluslar arası sermayeden fayda sağlamak amacıyla finansal yapılarını serbest hale getirmişlerdir. Bugün gelinen noktada ise bir takım uluslar arası organizasyon ve kurumların varlığı ile ülkelerin ekonomik yapıları finansal liberizasyona zorunlu olarak adapte edilmiş ve bağımlı hale getirilmiştir.¹¹⁸ Bu kurum ve organizasyonlar şöyle sıralanabilir: IMF(Uluslar arası Para Fonu), WTO (Dünya Ticaret Örgütü), G7, OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)

Finansal liberalleşme 1980'li yıllarda popüler olan Neo-liberal sentez söylemlerinin bir yansıması niteliğindedir. Neo-liberal iktisada göre, birimler maksimum karı amaçlayarak, kaynakları verimliliğin yüksek olduğu alanlara yönlendirmektedirler ve böylece üretimde etkinlik sağlamaktadırlar. Bu durum sermayenin rahatça ülkeler arasında dolaşmasını engelleyecek tüm unsurların ortadan kaldırılması ile mümkündür. Çoğu iktisatçı finansal liberalizasyon sürecinin bir anda gerçekleşmesinin ülke ekonomileri için uzun vadede zarara sebep olacağı görüşündedir. Bu sebepten dolayı finansal liberalizasyonun aşamalı olarak yaşanması ülke ekonomileri için daha sağlıklı olacaktır. Buna göre önce cari işlemler hesaplarının ardından sermaye hesaplarının liberalleşmesidaha sağlıklı olacaktır. Ülkelerin finansal

¹¹⁸Şamiloğlu, (2002), s.10

liberalizasyon için bir takım ekonomik gelişmeler geçirmesi gerekmektedir. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.¹¹⁹

- Kredi tavanının kaldırılması,
- Bankaların merkez bankalarınca tutulan mevduat karşılık oranlarının kaldırılması ya da oldukça düşürülmesi,
- Yurtiçi yurtdışı bankacılık sektörü faaliyetlerinin olması,
- Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması,
- Finans piyasası işlem maliyetlerinin aşağı çekilmesidir.

Finansal serbestleşmenin ülkenin mevcut ekonomik durumuna bakılmaksızın gerçekleştirilmesi birtakım sorunları da beraberinde getirmektedir. Ülkeye giren sermaye sağladığı sıcak parayla kısa dönemde ülke için ekonomik kar sağlayacaktır. Kar sağlayan sıcak paranın rahatça ülkeye girebilmesi için kur üzerindeki denetim kaldırılacak, sabit kur sisteminden kurun serbest hareket edebildiği dalgalı kur sistemine geçişi teşvik edilecektir. Bu durum finans piyasalarında istikrarsızlığa yol açabildiği gibi piyasalardaki denetimin gevşemesi ile asimetrik bilginin oluşmasına da neden olabilmektedir.

GOÜ' ler açısından bakıldığında; özellikle 1970' lerde başlayan bir takım yenilikler neticesinde finansal serbestleme girişimleri başlamıştır. Bu yıllarda faiz oranlarında yaşanan serbestlik, yabancı sermaye ve kredi sınırlamalarının kaldırılması ile yabancı yatırımcı ülke içi piyasalara girebilmiş ve bankalar özelleştirilmeye başlamıştır. Bu gelişmeler 1980' li yıllarda hızlanmış ve 1990 larda hızını giderek arttırmıştır.

Finansal liberizasyonun en etkili ayağı yabancı sermayenin serbest hareket etmesidir. GOÜ' lere gelen yabancı sermaye kısa vadede döviz ihtiyacını karşılamakta ve böylece dış ticaret açığını kapatmak için ulaşılması kolay bir finansman sağlamaktadır. Fakat mobil olan yabancı sermaye aynı zamanda hızlıca ülke dışına kaçabilmektedir. Bu durum dövizin tekrar ülke dışına çıkma riskini içinde

¹¹⁹ Bülent Güloğlu ve A. Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", 2002, s.3.

barındırmaktadır.¹²⁰Serbestleşme ile birlikte GOÜ' lerde kişi başına düşen GSYİH ekonomik büyümeyi destekler nitelikli olmamış ve bu nedenle finansal liberalizasyonun GOÜ ekonomilerinde sürdürülebilirliğini sorgulanmıştır.

Finansal liberalizasyonla birlikte GÜ' lerle ticarete giren GOÜ' ler bu ticarettten zararlı ayrılmaktadır. Çünkü para birimleri istikrarsız, finans piyasaları gelişimini tamamlamamış, ekonomik yapıları zayıf, sermaye stokları düşük olan GOÜ ekonomileri, sağlam paraları, gelişmiş finans piyasaları, gelişmiş ekonomileri ve fazla sermaye stokları olan GÜ ekonomileri ile rekabet edememektedir.¹²¹Bu bağlamda finansal liberalizasyonun etkin bir şekilde işlemesi ve fayda sağlaması için ülkelerin ekonomik yapılarının gelişimini tamamlamış olması, liberalizasyonun doğru zamanda yapılması ve gerekli önlemlerin alınmış olması gerekmektedir. Aksi halede ülkeler arası entegrasyonu arttıran finansal liberalizasyon aynı zamanda ekonomideki belirsizlik ortamı arttırmaktadır. Entegrasyonun artması ile yaşanan finansal kriz tüm dünya ekonomilerine sıçrarken, piyasalardaki belirsizliğin artması ile de henüz ekonomik istikrarı sağlayamamış GOÜ ekonomilerinin dengeye gelmesi gittikçe zorlaşacaktır.

2.1.1. Sermaye Hareketleri ve Finansal Liberalizasyon

Geçmiş dönemlerle karşılaştırıldığında günümüz ekonomilerinde ulusal yatırımcılar serbest bir şekilde küresel boyutta daha etkin ve verimli yatırımlar yapabilmektedirler. Bu durumun oluşmasını sağlayan etmen, gelişen bilişim teknolojisi ile birlikte ülke finans piyasalarının uluslar arası yatırım araçlarıyla çeşitlenmesinin bir sonucu olarak uluslar arası finans piyasaları ile olan etkileşimin hız kazanmasıdır. Finansal serbestleşme ile GOÜ' ler GÜ' lerle uluslar arası ticarete girebilmekte ve aralarındaki finansal ilişki giderek kuvvetlenmektedir, yatırımcılara kendi portföylerini zenginleştirme olanağı sunarak riskin verimli bir şekilde dağılmasına olanak sağlamaktadır ve yatırımcıların teknoloji seviyesinin yükselmesini sağlamaktadır.¹²² Küresel finansal serbestleşme ile yatırımlar daha etkin bir şekilde doğru alanlara

¹²⁰ Hakkı Büyükbaş, *ABD, IMF, Uluslararası Serbestleşme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kriz, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, (Ed. Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız), Arıkan Yayınevi, İstanbul, 2006, s.17.

¹²¹ Selim Somçağ, *Türkiye'nin Ekonomik Krizi: Oluşumu ve Çıkış Yolları*, Bu Memleket Bizim Dizisi: 2, Yayınevi, I.b, İstanbul, 2006, s.27.

¹²² Stanley Fischer, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", *Asia and the IMF Seminar*, 1997, IMF, <http://www.imf.org/external>

yapılabilmektedir. Ayrıca tasarruflar doğru yatırımlara dönüştürülebilmektedir. Doğru şekillenerek artan yatırım ve tasarruf ekonomik büyümenin ve kalkınmanın pozitif yönde gelişmesine yol açmaktadır.

Tüm bu olumlu gelişmelerin yanında finansal liberalizasyonun meydana getirdiği özellikle GOÜ' ler açısından birçok olumsuz etkiler de mevcuttur. Bunlardan ilki sağlam ekonomik zemini olmayan GOÜ piyasalarının gelen yabancı sermaye karşısında sarsıntı yaşamasıdır. Bu durum kısa vadeli yabancı sermayeyi daha tartışılır bir konu haline getirmiştir.¹²³ Küresel serbestleşme paralelinde teknolojinin ve finansal kaynakların serbest şekilde ülkeler arasında dolaşmasına olanak sağlar. Ancak giden bu kaynaklar gittiği ülke için sonradan ödenecek bir faiz borcu niteliğindedir. Diğer açıdan giden teknoloji veya finansman gittiği yerde yatırım ya da üretime dönüştürülememesinin bir bedeli olarak yabancı yatırımcının ulusal piyasada mülkiyet hakkı elde etmesine neden olmaktadır. Bu yabancı yatırımlar iki şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi hisse senedi, tahvil, bono gibi yatırım araçlarını tercih eden portföy yatırım şekilleridir. İkincisi ise, gittiği ülkeye yatırım ile beraber teknoloji ve bilgisini de götüren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Bu tür yatırımlar ise özelleştirme, ortaklık ya da şirketlerin birleşmesi veya devredilmesi yoluyla yapılmakta ve ilgili ülkenin pazarına böylece giriş yapabilmektedirler. Tüm türev ürünler doğrudan yabancı sermaye yatırımları dışında kalmaktadırlar.¹²⁴ Ükelere giren sermayeler burada kalış sürelerine göre isim almaktadır. Eğer ülkeye gelen yabancı sermaye bir yıldan kısa ise kısa vadeli yabancı sermaye hareketi, bir ile beş yıl gibi bir süre aralığında ise, uzun vadeli yabancı sermaye hareketleri olarak tanımlanmaktadır.

2.1.1.1. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri

Finansal piyasalarında gelişmişlik sınırına ulaşan GÜ' ler, bir taraftan cari fazla verirken diğer taraftan düşük faiz oranlarına sahiptirler. Bu nedenle GÜ' ler ellerindeki sermayelerini yatırıma dönüştürürken alternatif yüksek getiri koşullarını değerlendirmeyi tercih edeceklerdir. Dolayısıyla GÜ' ler yüksek faiz getirisine sahip olan GOÜ piyasalarına yatırım yaparak karlarını arttırmak isteyeceklerdir. GOÜ' ler ise

¹²³Peter B. Kenen, "The Benefits and Risks of Financial Globalization", Cato Journal, C.27, S.2, 2007, ss.181-182

¹²⁴ Müge İşeri, Zeynep Aktaş, "İMKB' de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)", Yaklaşım Dergisi, S.151, 2005, ss.371-372.

GÜ' lerle rekabet etmek için ellerindeki yetersiz tasarruf, teknoloji ve döviz daha yüksek seviyelere çıkarıp kalkınmalarını finanse etmek adına yabancı sermayeye ihtiyaç duyarlar. Böylece her iki piyasa koşullarında sermaye hareketliliği bir ihtiyaç sonucu talep edilen bir unsur haline gelmektedir.

1980' li yıllara kadar özel ve geri ödemesiz dış finansman türlerini ifade eden alternatif finansman çok tercih edilmezken 1990' lı yıllardan itibaren dış kaynaklar içerisindeki payı önemli ölçüde artmıştır.¹²⁵ GOÜ' lerin ihtiyaç duyduğu büyümeyi hızlı bir şekilde gerçekleştirmek için gerekli olan teknoloji, sermaye ve bilgi gibi kaynaklarını sağlayan alternatif finansman türü daha çok tercih edilmeye başlamıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, proje kredileri, portföy yatırımları, lisans anlaşmaları ve ortak teşebbüsler bu tür finansman şekilleri arasında sayılmaktadır.¹²⁶ Finansal serbestleşme ile beraber ulusal sermayenin uluslar arası rekabet gücünü arttırmak için yetersiz kalan geleneksel finansman yerine büyümeyi ve kalkınmayı geliştirici alternatif finansman gündeme gelmiştir.

Bir diğer unsur ise faiz oranları farklılıklardır. 1990' lı yılların sonuna doğru GÜ' ler ve GOÜ' ler arasındaki faiz farkları gittikçe açılmış durumdadır. Bu bağlamda GÜ' lerdeki sermaye sahipleri, kısa vadede kar elde etmek amacıyla fonlarını özellikle portföy yatırım olarak yüksek getiriye sahip GOÜ piyasalarında değerlendirmeyi tercih etmişlerdir.¹²⁷ Böylece elinde sermaye stoku bulunan yatırımcılar ilgili fonlarını GÜ piyasalarından GOÜ piyasalarına taşımışlardır.¹²⁸ Seçili GÜ ve GOÜ' lere ait kısa vadeli nominal faiz oranları Tablo2.1' de gösterilmiştir.

Tablo2.1' de görüldüğü gibi; GOÜ' lerde faiz oranları özellikle liberalizasyonun ilk yıllarında oldukça yüksektir. GÜ' lerde ise faizler hem düşük hem de oldukça istikrarlıdır. Bu durum GÜ' ler açısından GOÜ piyasalarını yatırım için cazip alanlar haline getirir. Dolayısıyla GÜ yatırımcıları kısa vadeli faiz oranlarından yararlanıp karını arttırmak için sermayesini kısa vadeli olarak GOÜ piyasalarına yönlendirir. 1990 sonrası İngiltere' nin AB' nin ortak döviz kuru sisteminden çıkması sonucu faiz oranları

¹²⁵S. Claessens, "Alternative Forms of External Finance: A Survey", The World Bank Research Observer, C.8, S.1, January 1993, ss. 91-117

¹²⁶Claessens(1993), s.92

¹²⁷Peter Montiel ve Carmen M. Reinhart , "The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s" , 1999, s.5,

¹²⁸Peter Montiel ve Carmen M. Reinhart (1999), s.5

düşmüştür, ABD ise yatırım teşvik uygulamaları sonucunda faiz oranlarını aşağı çekmiştir. Japonya yaşadığı ekonomik durgunluğu atlatabilmek için faiz oranlarını düşük tutmuştur. Sonuçta, ellerinde yüksek düzeyde cari fazla bulunan GÜ' ler biriken sermayelerini faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelere taşıyarak karlarını maksimize etme eğilimine girmişlerdir.

Tablo 2.1: Yıllık Kısa Vadeli Nominal Ortalama Faiz Oranlarına Göre Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler

ÜLKELER	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ABD	8,2	5,8	3,7	3,2	4,6	5,9	5,4	5,6	5,5	5,3	6,5	3,7	1,7	1,2	1,6
İngiltere	14,7	11,5	9,6	5,9	5,5	6,7	6,0	6,8	7,3	5,5	6,2	5,0	4,1	3,7	4,6
Kanada	13,0	9,0	6,7	5,0	5,6	7,1	4,5	3,6	5,0	4,9	5,7	4,0	2,6	3,0	2,3
Fransa	10,3	9,6	10,3	8,6	5,8	6,6	3,9	3,5	3,6	3,0	4,4	4,3	3,3	2,3	2,1
Almanya	8,5	9,2	9,5	7,3	5,4	4,5	3,3	3,3	3,5	3,0	4,4	4,3	3,3	2,3	2,1
Euro Bölgesi (19 countries)	-	-	-	-	6,5	6,8	5,1	4,4	4,0	3,0	4,4	4,3	3,3	2,3	2,1
Japonya	7,7	7,4	4,5	2,9	2,2	1,2	0,6	0,6	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Kore	-	18,3	16,4	13,0	13,3	14,1	12,6	13,4	15,2	6,8	7,1	5,3	4,8	4,3	3,8
Meksika	35,0	19,8	15,9	15,5	14,6	48,2	32,9	21,3	26,2	24,6	17,2	13,4	8,5	7,2	7,4
Cin Cumhuriyeti OECD Ort. (Cin Hariç)	-	-	-	-	-	-	-	-	6,9	3,7	2,6	2,5	2,2	2,6	2,8
	17,8	16,7	13,8	11,3	10,9	13,5	15,0	15,3	16,5	12,9	10,1	9,7	11,2	10,7	7,5
Endonezya	-	-	-	-	-	-	-	-	39,1	25,7	12,5	15,5	15,5	10,6	6,4
Rusya	-	-	-	-	-	-	-	25,4	29,9	23,0	12,8	10,0	12,4	8,1	7,1
Türkiye	62,7	59,9	67,8	69,6	92,0	106,3	74,0	78,0	79,0	70,0	183,2	59,0	44,0	26,0	18,7
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ABD	3,5	5,2	5,3	3,0	0,6	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,6	1,2	2,2	2,2
İngiltere	4,8	4,8	6,0	5,5	1,2	0,7	0,9	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,7	0,8
Kanada	2,8	4,2	4,6	3,3	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	0,8	0,8	1,1	1,8	1,9
Fransa	2,2	3,1	4,3	4,6	1,2	0,8	1,4	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Almanya	2,2	3,1	4,3	4,6	1,2	0,8	1,4	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Euro Bölgesi (19 countries)	2,2	3,1	4,3	4,6	1,2	0,8	1,4	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Japonya	0,1	0,3	0,7	0,8	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Kore	3,6	4,5	5,2	5,5	2,6	2,7	3,4	3,3	2,7	2,5	1,8	1,5	1,4	1,7	1,7
Meksika	9,6	7,7	7,8	8,4	5,9	5,0	4,9	4,8	4,3	3,5	3,3	4,6	7,1	8,1	8,3
Cin Cumhuriyeti OECD Ort. (Cin Hariç)	1,9	2,5	3,5	4,0	1,6	2,6	5,1	4,3	5,0	4,8
	6,9	7,3	9,1	10,9	7,8	6,4	5,5	6,8	6,4	6,6	6,3	5,9	6,3	6,8	6,5
Endonezya	8,1	11,4	8,0	8,5	9,3	7,0	6,9	5,9	6,3	8,8	8,3	7,2	6,5	6,1	6,7
Rusya	5,8	6,0	6,7	10,8	13,1	5,2	5,5	7,3	7,5	9,4	14,8	11,6	9,1	7,6	7,7
Türkiye	13,6	17,5	16,0	15,6	6,5	1,6	5,0	5,0	3,5	7,5	7,3	7,3	7,3	22,5	10,5

Kaynak: OECD, Members Statistics, <http://stats.oecd.org/wbos> den hazırlanmıştır. Erişim Tarihi: 10.12.2019

Arbitrajdan yararlanarak, spekülâtif hareketlerle kar elde etmek isteyen yabancı yatırımcı yatırım riskinin dağılmasına olanak sağlamaktadır.¹²⁹ Bu durum yüksek iktisadi açıkları bulunan ve hızlı ekonomik büyümeye ihtiyaç duyan GOÜ 'ler için finansal entegrasyona dahil olmayı gerekli kılmıştır. Dolayısıyla cari açıklarını azaltmak ve hızlı ekonomik büyümeye ulaşmak isteyen GOÜ' ler piyasalarını yabancı sermayeye açmışlardır. Ancak finansal liberalizasyon ile birlikte GOÜ' lerin ekonomik yapıları daha kırılgan hale gelmiş ve krizler karşısında daha hassaslaşmışlardır. Ekonomik durgunluk dönemlerinde yabancı yatırımcı ilgili ülke piyasasına yatırım yapmamayı ve hatta buradan yatırımını çekmeyi istemesi GOÜ' leri finansal krizlere açık hale getirmektedir. Bu durum spekülâtif amaçla yapılan hareketlerin sayısını arttırmakta vebu hareketlerin toplam sermaye içindeki etkinlik alanı genişletmektedir. Böylece özellikle GOÜ' ler için sermayenin serbest hareketliliği tartışma konusu haline gelmiştir.

Net sermaye hareketleri; belirli bir zamanda, yerli ve yabancı özel ve tüzel kişilerin yaptıkları sermaye giriş ve çıkışlarının neti olarak tanımlanmaktadır.¹³⁰ (United Nations Conference on Trade and Development) UNCTAD' ın yaptığı tanımlamaya göre¹³¹; yurtdışında yerleşik yatırımcıların yurtiçindeki yerli varlıklarını satın alması sermaye girişi olarak tanımlanırken, yurtdışındaki yerleşiklere satılan varlıkların toplam değeri net sermaye çıkışı olarak tanımlanmaktadır.

Uluslar arası sermaye kısa vadeli ve uzun vadeli olarak ayrılmaktadır. Uzun vadeli sermaye hareketleri doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından (DYSY), hisse senetleri, tahvil alımları, kurumların borçlarından oluşmaktadır. Bunların içinde uluslar arası sermaye hareketlerine yön veren ve ağırlığı en fazla olan DYSY' dir. Kısa vadeli ve spekülâtif hareket eden portföy yatırımları kısa vadeli sermaye hareketleridir. Portföy yatırımlar banka kredileri ile birlikte en dalgalı seyir izleyen kısa vadeli sermaye hareketidir.¹³² GOÜ' lere yapılan sermaye akımları içerisinde uzun vadeli sermaye

¹²⁹W Baer, and K Hargs, "Forms of External Capital and Economic Development in Latin America: 1820-1997", World Development, C.25, S.11, 1997, ss.1805-1820

¹³⁰Baer, Hargs (1993), ss.1805-1820

¹³¹UNCTAD (1999), Trade and Development Report 1999, Trade, External Financing and Economic Growth in Developing Countries, s.100,<https://unctad.org/en/Pages/Meetings/TDB.aspx>

¹³² Celasun, O., Dengzer, C. and HE, D. "Capital Flows Macroeconomic Management and The Financial System: The Turkish Case 1989-97", The World Bank Policy Reserch Working Paper2141, July 1999, ss..1-58.

hareketlerinin payı kısa vadeli sermaye hareketlerine göre oldukça düşüktür. Kısa vadeli sermaye hareketleri genellikle spekülâtif hareketlerle gerçekleşmektedir ve sıcak para girişleri veya çıkışları olarak adlandırılmaktadır. Soğuk para ise, uzun vadeli sermaye hareketlerini temsil etmektedir.¹³³Bu durum daha genel bir ifade ile sermayenin bileşenleri olarak nitelendirilmektedir.

DYSY' ler herhangi bir teşebbüs tarafından, ikameti dışındaki bir ekonomide kalıcı gelir elde etmek amacıyla yapılan uluslararası yatırım kategorisini anlatmaktadır.¹³⁴ DYSY' ları yüksek hacimli, ilave faiz yüküne sebep olmayan ve ülkeye girerken sahip olduğu teknolojiyi ve üretim bilgisini de beraberinde getiren bir yatırım türü olması ile diğer yatırım türlerinden ayrılmaktadır. Dünya genelinde uzun dönemli yatırımlar içinde DYSY' lerin payı %45 iken GOÜ' lerin payı ise %28 dir.¹³⁵Portföy yatırımlar ise kurumsal ya da bireysel yabancı yatırımcıların ilgili ülkenin hisse senedi veya tahvillerine yatırım yapmasıdır. GOÜ' ler, yüksek faiz oranları ile portföyünü çeşitlendirerek karını arttırmak isteyen yabancı yatırımcı için tercih edilen yerlerdir. Dolayısıyla portföy yatırımlar GOÜ' leri daha çok tercih etmektedir. Yapılan çalışmalar portföy yatırımların hisse senetlerinden hazine bonusu ve devlet tahvillerine doğru kaydığını göstermektedir.¹³⁶Üçüncü bileşen ise finansal kuruluşlar, ticari ve özel bankalardan sağlanan borçlar, portföy yatırımlar gibi kısa vadeli spekülâtif hareketlerden etkilenen, istikrarsız bir gelişim gösteren yatırım araçlarıdır. 2003 yılı sonrası büyüme gösteren bu yatırım türleri global kriz ile birlikte hacimsel bir küçülme yaşamıştır. Aşağıdaki grafikte diğer yatırımlar olarak ifade edilmektedir.

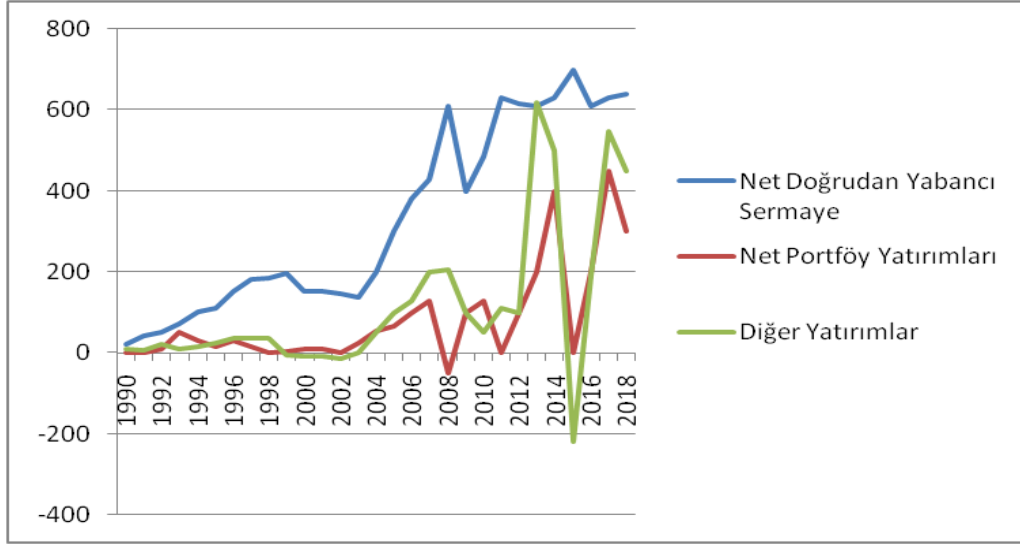
¹³³Harun Bal "Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye", T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi: 16.0, 1998, s.19.

¹³⁴ World Bank, "Global Development Finance: External Debt of Developing Countries", 2019

¹³⁵World Bank, *GDF 2001*, Washington D.C, 2001, ss..36-37.

¹³⁶Ayşen Akyüz, "Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye", İktisat İşletme ve Finans, C.8, S.87, Haziran 1993, ss.11-19.

Grafik 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelerin Sermaye Bileşenleri



Kaynak: UNCTAD, <https://unctad.org/en/Pages/statistics> UNCTAD (net doğrudan yabancı sermaye), IMF World Economic Dataset (portföy ve diğer yatırımlar için). <https://www.imf.org/en/Data> Erişim Tarihi: 10.12.2019

GOÜ' lere sermaye girişlerinin artmasının arkasında çok sayıda etmen bulunmaktadır. GOÜ' lerin kendi ekonomik yapılarındaki bir takım iyileşmelerin yanında GÜ' lerin yaşadığı ekonomik değişikliklerde etkili olmuştur. GOÜ' lerin sermaye hareketlerindeki artışın bir sebebi olan GÜ ekonomilerindeki değişimler "Dışsal Faktörler" olarak nitelendirilmektedir. Bu gelişmeler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

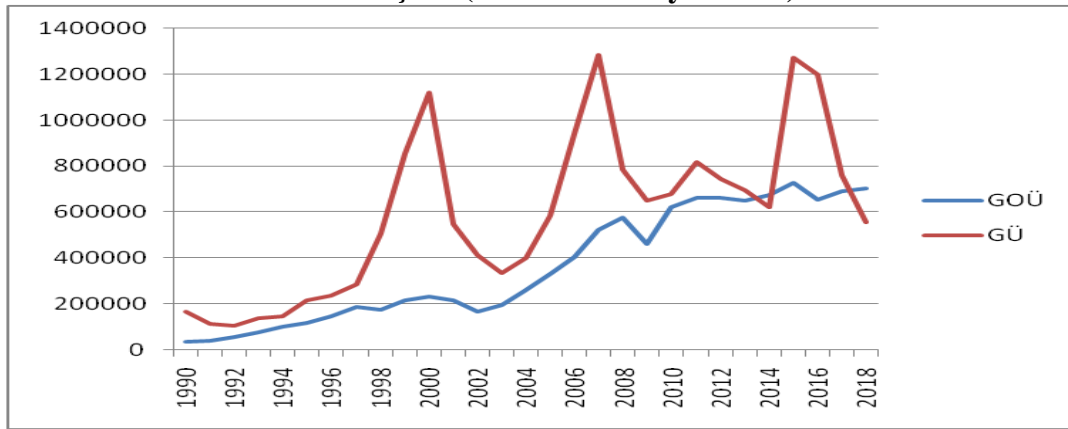
- GOÜ' lerin ekonomik göstergelerinde yaşanan pozitif yönlü gelişmelerin bir sonucu olarak hisse senedi ve tahvil getirilerinde artışlar meydana gelmiştir. Gelişmiş ekonomilerde yapılacak olan yatırımlara görece daha yüksek getiriye sahip bu yatırım araçları yabancı yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilir hale gelmiştir.
- GÜ' lerin iktisadi büyüme oranlarının giderek artması, büyüme beklentilerinde yukarı yönlü beklentileri arttırmıştır. GÜ' lerin bu büyüme beklentileri GOÜ ekonomilerinin dış ticaret beklentilerini de pozitif yönde etkilemekte ve ihracat artmaktadır.
- GOÜ' lerdeki faiz oranlarının yüksekliği GÜ' lerin sermayelerini görece yüksek getirili olan GOÜ' lere yönlendirmektedir.
- GÜ' lerdeki yatırımcıların davranışlarında yaşanan değişiklikler ise diğer bir unsurdur. Yatırımcı riskten kaçmamaktadır. Bu sayede düşük getiriye sahip GÜ'

lerriskli olsa da likiditesi bol GOÜ ekonomilerini tercih etmektedir. GOÜ' lerin yaşadığı bir takım iktisadi gelişmeler aşağıdaki gibidir.¹³⁷

- Makroekonomik politikalarda ve para politikasında şeffaflığın ve iletişimin sağlanması,
- Bankacılık sisteminin denetiminde, finansal piyasaların istikrarında ve ekonomik sistemin kurumsal ve piyasa altyapısı çerçevesindeki liberalizasyonunda, deregülasyonunda ve özelleştirilmesinde yaşanan iyileşmeler;
- Yerel finansal ve diğer piyasalarda bilginin elde edilebilirliğinin artması ve niteliğinin gelişmesi;
- Geçmiş yıllarla karşılaştırıldığında GOÜ' lerin ekonomik göstergelerinde iyileşmeler olduğu gözlemlenmektedir. Enflasyon değerleri geçmişe kıyasla iyileşmiş ve büyüme rakamları artmıştır. Kamu finansman kaynakları gelişme göstermiştir. Dolayısıyla bu gelişmeler yatırımların GOÜ' lere yönelmesi için uygun zemini oluşturmaktadır.

Tüm bu gelişmeler dikkate alındığında 1990 sonrası GOÜ' lere yapılan DYSY' ların payının arttığı görülmektedir. Aşağıdaki Grafik 1990 sonrası GOÜ' lere yönelen DYSY' larını göstermektedir. Grafik finansal liberalizasyonun başlangıcı sayılan 1990 ve 2018 yılları arası GOÜ' lere ve GÜ' lere yapılan net doğrudan yabancı sermaye yatırımları aşağıdaki grafikte yer almaktadır.

Grafik 2.2: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri (1990-2018 Milyar USD)



Kaynak: <https://unctad.org/en/Pages/statistics.aspx> Erişim Tarihi: 10.12.2019

¹³⁷ Rıdvan Karacan, Vedat Cengiz, "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları" International Journal of Economic and Administrative Studies, S.15, 2015, s.334

DYSY, uzun vadeli yatırım planları olarak hareket ettiği için kısa vadeli yatırımlar gibi finansal krizlerden etkilenmemektedir. Dolayısıyla finansal kriz yaşayan ülkelerin çoğunda yüksek miktarda bir DYSY çıkışı gözlemlenmemektedir. DYSY, kısa vadeli yatırımlara kıyasla ülkelerin finansal yapısını daha az etkilemekte ve sermaye akımının krize neden olan ani duruşunda ya da tersine bir hareketle sermaye kaçışına dönüşmesinde daha az etkili olmaktadır.¹³⁸ DYSY GSYH' ya katkı yapmakta ve diğer sermaye hareketlerine görece daha az oynak olduğu için girişi daha sürekli olan yatırım şeklidir. Yatırımcının bu yatırımlarda sahip olduğu risk likidite sıkıntısı nedeni ile yatırımın değerinin altında satılması riskidir.¹³⁹

2.2. SICAK PARA OLGUSU

Sıcak para kavramı, sermaye hareketleri kapsamında kısa vadeli sermaye hareketleri içerisinde yer alan bir kavramdır. Likidite özelliği yüksek, çok kısa vadeli sermaye hareketleri sıcak para olgusunun çerçevesini çizmektedir. Sıcak para kavramının genel kabul görmüş bir tanımının olmamasına karşın, piyasaya hızla giriş çıkış yapan, belirsizlik özelliği çok fazla olan ve hareket kabiliyeti yüksek kısa vadeli sermaye hareketlerini sıcak para hareketleri olarak tanımlayabiliriz.

Uzun vadeli yabancı yatırımlardan ziyade hızlı hareket kabiliyeti ve spekülasyon hareketleri ile yaşanan finansal krizlerde oynadığı rolle sıcak para daha çok tartışılan bir konu haline gelmiştir. Bir başka tanıma göre sıcak para; yüksek getiri ve yüksek risk elde etmek amacıyla döviz kuru ve faiz eşitsizliklerine dayanan arbitraj yoluyla kısa vadeli sermaye hareketidir.¹⁴⁰ UNCTAD raporunda ise; ülkelerin ödemeler bilançosundaki net dış ve noksanlar kalemi kayıt dışı sıcak para olarak sıcak para tanımına dahil etmektedir.¹⁴¹

Sıcak paranın miktarından ziyade ani hareketi önemlidir, bu nedenle kısa süreli sermaye yatırımları genellikle sıcak parayı ikame eden bir veri olarak kullanılmakta ise

¹³⁸Ayhan M. Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff ve Shang-Jin Wei, "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Working Paper, 2006, WP:06189, s.27

¹³⁹İşeri, Aktaş (2005), s.373

¹⁴⁰Ömer Cihan, *Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*, (Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi), Ankara, 2005 s.6.

¹⁴¹UNCTAD, *Handbook of International Trade and Development Statistics 1995*, United Nations Publications, New York, 1997, pp.102-109

de ikisinin arasında önemli farklar mevcuttur.¹⁴²Özel sektör kredi işlemleri, ticari krediler ve benzeri krediler kısa vadeli sermaye hareketleri tanımının kapsamına dahil olurken, hisse senetleri DİBS' den oluşan portföy yatırımları ve net hata noksan kalemi kısa vadeli sermaye hareketleri kapsamında olmamasına karşın sıcak para kavramı tanımına dahil edilmektedir. Kayıt dışı sermaye hareketlerini gösterdiği varsayımı ile net hata noksan kalemi sıcak para olarak nitelendirilmektedir. Uluslar arası ticaret içerisindeki sermaye akımları sıcak para hareketleri olarak nitelendirilmektedir.

Kısa vadeli bu hareketler arbitraj güdüsüyle hareket etmektedir ve finansal krizleri tek başına başlatan unsur olmasa da krizin oluşmasında ve yayılmasında en önemli etkidir. Bir yerde başlayan krizin diğer piyasalara sıçramasına ve küresel bir boyut kazanmasına sebep olmaktadır. Yapılan çalışmalardan bazıları hedge fonları sıcak para kapsamında özellikle marjinal aktörler olarak nitelendirmektedir ve ülkelerin finansal yapılarının sağlam olmaması ticari krediler veya yatırım bankalarından sağlanan kredilerin de hedge fonlar, portföy yatırımlar ve banka kredileri gibi sıcak para bileşimlerinden bir farkının olmadığını ifade etmektedirler.¹⁴³

2.2.1. Sıcak Para Hareketlerini Belirleyen Faktörler

Özellikle 1980 sonrası küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırılmasıyla GOÜ' lere yapılan sıcak para yatırımları hız kazanmıştır. Gelen sıcak para ile birlikte sermayenin ülke dışına kaçmasını önlemek ve artan dış borç yükünü hafifletmek açısından sıcak paranın hareketini belirleyen etmenler önem taşımaktadır. Piyasadaki yatırım tasarruf ilişkisinin, riskin ve karın bir fonksiyonu olan sıcak paranın giriş çıkışını belirleyen temel parametreler döviz kurları ve faiz oranlarıdır.¹⁴⁴

GOÜ' lere gelen sıcak paranın geliş amacının, makroekonomik istikrarsızlıklardan yararlanarak spekülasyon kazanç sağlamak olduğu hususunda kesin bir kanıt sunmak zor iken, yurt dışına çıkış nedeninin, ülkede meydana gelen her türlü

¹⁴²Suat Oktar, "Uluslararası Sermaye Akışları ve Sıcak Para", Ekonomik Yorumlar, S.11, Kasım 1995, s.9'dan David Hale, "Stock Markets In The New World Order", Columbia Journal of World Business, S.29, 1995

¹⁴³Martin N. Baily, Diana Farrell ve Susan Lund, "The Color of Hot Money", *Foreign Affairs*, C.79, S.2, March-April 2009, s.106

¹⁴⁴Valeriano F. Garcia, "Black December: Banking Instability, the Mexican Crisis and Its Effect on Argentina", World Bank, Washington D.C, 199, p.21.

istikrarsızlık olduğu kesin olarak belirlenmektedir.¹⁴⁵Sıcak para hareketleri ülkeler arası kur farklılıklardan, faiz oranı farklılıklarından, risk ve kârlılık farklarından, ani duruşlar ve beklenmedik ters yönlü hareketlerden etkilenmektedir. Dolayısıyla bu değişkenlerde yaşanan değişim sıcak paranın hareket yönünü etkilemektedir.

2.2.1.1.Arbitraj

Ödünç verilebilir fonlar, döviz ve menkul kıymetler gibi finansal varlıkların ucuz olduğu piyasalardan satın alınıp, eş zamanlı olarak pahalı olduğu piyasalarda satılması yoluyla kazanç sağlanması yöntemidir. Arbitraj işlemlerinin iki farklı piyasada iki farklı para ile yapılması döviz işlemlerini de gerektirmektedir. Bu duruma faiz-kur arbitrajı denilmektedir. Arbitraj işlemleri bir risk üstlenmeden yapılan yatırım stratejisidir.

2.2.1.1.1. Döviz Kuru Arbitrajı

Döviz kuru arbitrajı; ulusal paranın başka bir ülkenin ulusal parası karşısındaki değişim oranının eş zamanlı olarak çeşitli piyasalardaki farklılığından kaynaklanan bir işlem olarak ifade edilebilir. Bu arbitraj işlemleri ikiye ayrılmaktadır. Piyasa veya yer farklılıklarından kaynaklanan arbitraj türüne “yer arbitrajı”(spatialarbitrage) denilmektedir. Ayrıca iki farklı para birimi ile ilgili olduğu için buna“iki uçlu arbitraj” (two-point arbitrage) da denilmektedir.¹⁴⁶Bu işlemler arbitrajcının kar sağlamanın yanında iki piyasa arasındaki kur farklılıklarını da ortadan kaldırmaktadır. Tek fiyat kanunu gereğince, fiyatlarda ters yönlü hareketin sonucunda döviz kurları iki piyasada da aynı düzeye ulaşacaktır. Kur eşitliği sağlandığında kârlılık ortadan kalktığı için arbitraj da bitecektir.¹⁴⁷ Arbitraj işlemi piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının yanında dolaysız ve çapraz kur farklılıklarından da kaynaklı olarak ortaya çıkabilmektedir.

¹⁴⁵Varadarajan V. Charı ve Patrick J. Kehoe, "Hot Money", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department, Staff Report S.228, 2003, p.3.

¹⁴⁶Halil Seyitoğlu, *Uluslararasıİktisat Teori Politika ve Uygulama*, Güzem Yayınları, b.15, İstanbul, 2003, s.306.

¹⁴⁷ Seyitoğlu,(2003),s.308

2.2.1.1.2. Faiz Arbitraji

Faiz arbitraji; ülkeler arasında oluşan faiz farklılıklarından yararlanmak amacıyla, mali araçların (kısa süreli mali fonlar, banka mevduat hesabı, hazine bonusu, banka ve ticari firmaların çıkarttıkları finansman bonusu gibi) alınıp satıldığı kısa vadeli para piyasalarına arbitraj mekanizmasının uygulanması sonucunda oluşmaktadır. Faiz arbitrajında ellerindeki ödünç verilebilir fonlarını kısa vadeli olarak değerlendirmek isteyen yatırımcılar, belirli bir risk düzeyinde bu fonları ulusal piyasalarda veya yabancı para piyasasında en yüksek faiz getirisi sağlayan araçlara yönlendirmektedir. Bu durumun tersi borç almak isteyenler için geçerlidir.¹⁴⁸ Aynı ülke içerisinde yatırım yapmak ile uluslar arası alanda yatırım yapmak farklılık göstermektedir. Ulusal para cinsinden fonların, yatırım yapılan ülkenin para birimine dönüştürülmesi ile kısa vadeli yabancı varlığa yatırım yapılmaktadır. Bu işlem esnasında ortaya çıkabilecek sorun, ulusal para fonlarının döviz cinsinden kısa vadeli mali araçlara yatırılması esnasında oluşan kur değişimlerinden kaynaklanan risk faktörüdür.

Faiz arbitrajında, yabancı yatırımcı yüksek faiz oranlarından yararlanmak için elindeki fonları faiz getirisi daha yüksek olan ülke parasına dönüştürür ve aldığı parayı bir banka hesabına veya hazine bonusu gibi bir menkul kıymete yatırır. Burada amaç, yurt içi ve yurt dışı faiz oranları farklılığından kazanç sağlamaktır. Bu tür faiz arbitrajından yararlanmak için, söz konusu piyasalarda fonların rahat dolaşabilmesi, seyahat engellerinin yüksek maliyetli olmaması gerekmektedir.¹⁴⁹

Yatırımcının yurtiçi yada yurtdışında yatırım yapma kararını vadeli piyasalardaki ıskonto veya prim oranları belirlemektedir. Yabancı paraya aynı oranda ıskonto uygulanıyor ise fonları yurtdışında değerlendirmenin bir anlamı kalmamaktadır. Yabancı paranın ıskonto oranı faiz farkından düşük olduğu sürece, yatırımcının fonları ülke dışına yatırması daha kârlı olacaktır. Faiz arbitraji literatürde dört farklı parite altında toplanmaktadır:

1) Örtülü Faiz Oranı Paritesi: Bu teori, iki ülkenin ulusal paraları arasındaki faiz oranı farklılıklarının, vadeli döviz kuru ve cari döviz kuru arasındaki yüzde farkın eşit

¹⁴⁸ Seyitoğlu, (2003), s. 348

¹⁴⁹Ela Doğan, *Türk Mali Sisteminde Sıcak Para Olgusu* (Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 2000, s.17

olduğuna işaret etmektedir.¹⁵⁰ Bu parite “tek fiyat kanunu”nun finansal piyasalardaki hali gibi görünse de aslında bu kanundan tamamen farklıdır. Örtülü Faiz Paritesi; yurtiçi ve yurt dışı faiz hadleri arasındaki farkın vade priminin birbirine eşit olmasını ifade etmektedir.

2) Yurtiçi Fisher Paritesi: Faiz ve enflasyon ilişkisini ele aldığından dolayı literatüre Fisher etkisi ya da Fisher paritesi olarak girmiştir. Bu pariteye göre; nominal faiz oranı (i) reel faiz oranı (a) ile beklenen enflasyonu yansıtan bir oranın (p) toplamına eşittir.

3) Genişletilmiş Fisher Paritesi: Bu parite ülkeler arası beklenen enflasyon oranı farkı ile faiz oranı farkının uyumlu olması gerektiğini ifade etmektedir. Yani, iki ülke arasındaki nominal faiz oranı farkı ile ülkelerin beklenen enflasyon oranları birbirlerine eşittir. Bir ülkenin para piyasasına yatırılan finansal sermaye üzerinden elde edilecek reel faiz getirisi diğer ülkelerden daha yüksek ise, kısa vadeli fonlar reel faizin düşük olduğu yerden yüksek olduğu yerlere doğru hareket etmeye başlayacaktır. Genişletilmiş Fisher etkisi adı altındaki bu mekanizma arbitrajın kendisidir. Bu arbitraj durumu, kısıtlayıcı engellerin bulunmadığı varsayımı altında ülkeler arası faiz oranları eşitleninceye kadar devam edecektir.

4) Açık Faiz Oranı Paritesi: Bu pariteye göre ülkeler arası döviz kurlarında beklenen değişimler ilgili ülkelerin nominal faiz oranları arasındaki farklılara eşittir. Buna göre enflasyon oranı yüksek (düşük) olan bir ülkede faiz oranları da yüksek (düşük) olmakta ve döviz kurunun o ölçüde yükselmesi (düşmesi) yani ulusal paranın değer kaybetmesi (kazanması) beklenmektedir.¹⁵¹ Bu teori iki ülke arasındaki reel faiz oranlarının eşitliğine değil, nominal faiz oranı farkı kadar spot kurda değişim olması gerektiği beklentisine dayanmaktadır. Kısaca açık faiz paritesi teorisi, yurt içi faizlerin yurt dışı faizlerden fazla olması durumunda veri alınan ülkede yerel paranın değer kaybetmesine neden olacak bir devalüasyonun olması gerektiğini savunmaktadır.¹⁵²

¹⁵⁰Craig Burnside, Martin Eichenbaum, Isaac Kleshchelski ve Sergio Rebelo, “The Returns to Currency Speculation”, NBER Working Paper S.12489, 2006, ss..2-5.

¹⁵¹Seyidođlu (2003), s.358.

¹⁵² Eugene, F. Fama, “Forward and Spot Exchange Rates”, Journal of Monetary Economics, C.14, S.3 November, 1984, ss.319-338.

2.2.1.1.3. Faiz-Kur Arbitrajı

Arbitrajcı, yüksek faiz oranlarına sahip GOÜ' lerdeki kısa vadeli finansal araçlara yatırım yaparak vade sonunda elde ettiği yüksek kara ilave olarak ulusal paranın değer kazanması halinde kur getirisi de elde edecektir.¹⁵³ Dolayısıyla arbitrajcı GOÜ' lere yönelmeyi tercih edecektir. Yatırımcının yatırım yapmak istediği ülkenin parası devalüasyona uğramış ise yapılan arbitraj getirisi düşecektir.

Arbitraj, her ne kadar risk taşımayan bir yatırım işlemi olarak nitelendirilse de, kurdan kaynaklanan bir risk faktörüne sahiptir. Dolayısıyla GOÜ' nin faiz oranı cazip edici ölçüde yüksek olsa dahi, ilgili ülkenin ulusal parasının devalüe edilmesi ülkeler arası faiz farklarını azaltarak arbitraj karını düşürebilmekte ve hatta yatırımcıyı zarara sokabilmektedir. Bu nedenle sıcak paranın en büyük korkusu devalüasyondur.¹⁵⁴ Tam tersi durumda; yatırım yapılan ülke parasının yatırımcının parası karşısında değer kazanması yani revalüasyon durumunda ise arbitrajı karını arttıracaktır. Eğer arbitrajcı ilgili ülkenin döviz piyasalarında yaptırım gücüne sahipse, bu gücünü revalüasyon yapılması şeklinde kullanacaktır.

2.2.1.2. Ani Sıcak Para Duruşu (Sudden Stop)

Ülkeye giren sıcak para akımının aniden durması ülkenin ekonomik yapısını daha hassas hale getirmektedir. Bu durum Calvo tarafından 1998 yılında "*akımın ani duruşu*" olarak ilk kez ifade edilmiştir.¹⁵⁵ Diğer bir deyişle, sıcak para akışının aniden durması ve sonrasında paranın hızlıca yabancı ülkeye kaçması olarak ifade edilebilmektedir. Böyle bir durum para ve borç krizi olarak başlayıp tüm ekonomiyi etkileyen bir krize sebebiyet vermektedir.¹⁵⁶ Sıcak paranın ani duruşu ekonomiyi üç farklı kanaldan etkilemektedir. Bunlar:

1) Keynes Kanalı: Bu kanala göre sıcak paranın ani duruşu ile beraber kredi olanakları azalacaktır. Dış finansman yollarının daralması ekonomik daralmaya sebep olarak çıktıyı ve verimi düşürecektir.**2) Fisher Kanalı:** Fisher kanalına göre, ani duruş

¹⁵³Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitabevi, b.13, İstanbul, 2003, s.217.

¹⁵⁴Jeffrey H. Nilsen, Riccardo Rovelli, "Investor Risk Aversion and Financial Fragility in Emerging Economies", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, C.11, 2001s.445.

¹⁵⁵ Guillermo A. Calvo, "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, C.1, S.1, 1998, s.35

¹⁵⁶ Calvo (1998)s.36

finansal sektörün çöküşüyle sonuçlanacaktır. Bu durum beraberinde daha şiddetli bir para krizini getirecektir. Bunun sonucunda düşen varlık fiyatları ve azalan ithalat yurtiçi yatırımların azalmasına sebep olacaktır. **3) Negatif Dışsalılık Kanalı:** Firma iflasları sonucu, daha şüpheli bir yaklaşımla kredi hacimleri azaltılacaktır.

Konuyla ilgili yapılan çalışmaların ışığında, sıcak paranın ani duruşunun sebebi internal(iç) ve external(dış) olmak üzere iki farklı başlık altında gösterilmektedir. Ani duruşun yönünü belirleyen unsur; iç faktörlerin dış şoklara verdiği tepki olarak gösterilmektedir.¹⁵⁷Ani duruşun sebepleri¹⁵⁸:

- Sermaye girişinin hızlıca sermaye çıkışına dönüşmesi,
- Tüketim ve üretim seviyelerinin yurtiçinde yaşanan düşüşü,
- Borsada işlem gören ticari mal ve varlıkların fiyatlarının çöküşüdür.

Ani duruş neredeyse dünyadaki tüm ülkelerde gerçekleşmiş ve bunun sonucu ülkeler GSYH kaybına uğramıştır. Ani duruş ile birlikte birçok ülke kriz yaşamıştır. Bunlar sırasıyla Meksika, Tayland, Güney Kore, Endonezya, Malezya, Rusya, Arjantin'dir.

2.2.1.3.Sıcak Paranın Ters Yönde Hareket Etmesi

Sabit döviz kurunun kullanıldığı GOÜ' lerde gerçekleşen sıcak para akımı riskleri de beraberinde getirmektedir. Bu ülkelere yüksek miktarlarda sıcak para girişleri neticesinde ulusal para reel olarak aşırı değerlenir ve bu durum var olan cari işlemler açığının daha da büyümesine neden olur. Bunun sonucunda ülkenin para biriminden kaçışlar başlar ve sıcak para girişleri çıkışlarını karşılayamaz hale gelir.¹⁵⁹GOÜ ekonomileri geçiş sürecindedir ve istikrarsız piyasa yapısına sahiptir. Bu durum portföylerine ilave risk almak isteyen yatırımcılar için bir fırsat niteliğindedir. Fakat bu ülkelerin makroekonomik göstergelerindeki değişkenliğinin yanında ülkenin siyasi yapısında beklenmedik değişikliklerin her an olma olasılığı sıcak paranın aniden ülkeyi

¹⁵⁷BarryEichengreen, "Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?", Open Economic Review, C.18, S.1, 2007, s.38.

¹⁵⁸ Enrique G. Mendoza ve Katherine A. Smith, "Margin Calls, Trading Costs and Asset Prices in Emerging Markets", S.9286, 2002,s. 1

¹⁵⁹ Hakan A. Atik, "Finansal Krizlerin Gölgesinde Yükselen Piyasa Ekonomileri" Türkiye Kalkınma Bankası, Araştırma Müdürlüğü, 2005, s.13

terk etmesine yol açmaktadır. Bu durum sıcak para kaçıışı (reverse outflows) olarak ifade edilmekte, sermaye piyasaların çöküşüyle sonuçlanmaktadır.¹⁶⁰

2.2.2. Sıcak Para Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Etkileri

Kısa vadeli sıcak para, ekonomik potansiyellerden ziyade faiz farklılıkları nedeni ile finansal aktiflerdeki yüksek getiri ve faiz kur arbitrajının sağladığı olanaklardan faydalanmak amacıyla GOÜ piyasalarını tercih etmektedir.¹⁶¹ Bu tür sermaye hareketleri spekülasyon hareketleridir ve uzun dönemli ekonomik büyüme için sürdürülebilir bir kaynak sağlamamaktadır. Sıcak paranın aniden ülkeyi terk etmesi kırılgan ekonomik yapıya sahip GOÜ' leri krizler karşısında daha hassas hale getirecektir.

GOÜ' ler üzerinde sıcak para hareketlerinin etkileri ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte ülke piyasasına giriş şekline, kullanım şekillerine ve piyasada kalış sürelerine göre de farklılıklar göstermektedir. Sıcak para hareketlerinin etkileri kısa vadede olumlu, orta uzun vadede olumsuz sonuçlar vermektedir. Bu pozitif ve negatif etkiler aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

2.2.2.1. Pozitif Etkiler

GOÜ' lere gelen sıcak para ilk etapta ülke ekonomisi için aşağıdaki gibi olumlu sonuçlar doğurmaktadır:

- Yatırımcılar için yatırım olanaklarını genişletmektedir
- Fon talep edenler için ise cazip fon olanakları sunmaktadır.
- Portföy yatırımları ile varlık çeşitlenmesi yoluyla risk dağılımı opsiyonu sunmaktadır.
- Yerli yatırımlar için finansman kaynağı sunmaktadır.
- Ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır.
- Gelen sıcak para tüketim harcamalarının finansmanına ayrıldığı takdirde toplumun kullanılabilir gelirini ve bu sayede refahı arttıracaktır.
- Uluslar arası faiz hadlerini eşitlemektedir.

¹⁶⁰ Atik (2005), s.17

¹⁶¹ Hasan Vergil, Coşkun Karaca, "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi", Ege Akademik Bakış, C.10, S.4, 2010, ss.1207-1209

- Artan rekabet sayesinde finans piyasaları daha verimli çalışmaktadır.
- Böylece doğru ekonomi politikaları ödüllendirileceği için hükümetler daha verimli çalışacak ve disiplinli ekonomi politikaları üreteceklerdir.

Bu etkiler göz önüne alındığında neo-liberal iktisatçılara göre; finansal serbestleşme neticesinde rahat hareket edebilen sıcak para gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasındaki açığı kapatacaktır. Ancak diğer taraftan artan sıcak para stokunun sağladığı faydaların yanında doğacak risklere de dikkat çekilmektedir.

2.2.2.2.Negatif Etkiler

Teorik olarak iddia edilen; finansal liberalizasyon süreci ile birlikte ülkeler arası faiz farklarının ortadan kalkacağı ve böylece sermaye girişlerinin rekabet koşulları altında belirleneceğidir. Fakat GOÜ ekonomilerine bakıldığında, özellikle 1990 sonrası artan liberalizasyon politikaları ile durumun hiçte bahsedildiği gibi olmadığı görülmektedir. Kısa vadeli sıcak paraya duyulan ihtiyacın bir sonucu olarak bu ülkelerde faiz oranları dünya ortalamasının çok üzerinde seyretmiştir.(Tablo2.1) Bu süreçte orta uzun vadede biriken sıcak para stoku finansal kırılganlığı arttırmış ve ekonomik durgunluğun daha hızlı yaşanmasına neden olmuştur. Bunun sebebi sıcak paranın her zaman ani kaçış riskini içerisinde barındırıyor olmasıdır. ¹⁶²

Sıcak para görel olarak yüksek faiz oranına sahip ülkelere yönelecek, bu durumda piyasada döviz birimi oluşacaktır. Biriken döviz sonucu yerel para yabancı para karşısında aşırı değerli hale gelecektir. İlgili ülkelerin cari açıklarının üzerinde bir döviz girişi olması durumunda eğer merkez bankası tarafından dövize müdahale edilmediyse, ulusal paranın reel değeri yükselecektir. Bunun sebebi döviz kuru yükselişinin enflasyon oranı altında kalmasıdır.¹⁶³ Bu durum ithal mallarının fiyatlarının ulusal para cinsinden ucuzlaması olarak da ifade edilmektedir. Artan ihracat fiyatları, ihracatın hizmet sektörü gibi içe dönük ekonomileri tercih etmesine yol açmaktadır. Sonuç olarak ülkelerin nihai gelir dağılımı bozulmaktadır. Bu durum dışa bağımlı bir ekonomik büyüme oluşturmaktadır. Reel faizler ve döviz kuru arasındaki bozulan denge

¹⁶²Clarke Ronan, Chris Dailey, Marc Feustel ve Vinay Nair, "Firewalls: Controlling Short-Term Capital Flows", *Student Economic Review*, C.14,2000, ss.209-226.

¹⁶³Somçağ (2006), s.27

ekonomiyi ani bir çöküşe sürükleyebilmektedir. Böylece döviz kuru GOÜ' lerde istikrarsız hale gelecektir. Sıcak para girişi ile aşırı değerlenmiş ulusal paralar orta ve uzun vadede döviz gelirlerini artırıcı, üretim ve yatırım (reel sektör) faaliyetlerini azaltıcı etkiler ortaya çıkarmaktadır.

Tüm bu gelişmeler sonucunda ilgili ülkelerin ulusal paraları devalüe edilecek, ulusal para cinsinden dış borç yükü artacak ve böylece kamu kesimi borçlanma gereği artacaktır. Ülkeden kaçan sıcak para ödemeler dengesinde sorunlara yol açtığı için döviz kurunu dengede tutmak zorlaşmaktadır. Devalüasyon beklentisinde olan uluslar arası yatırımcıların bu bekleyişi sermaye çıkışlarını hızlandırdığı gibi rezerv seviyesini de azaltmaktadır.¹⁶⁴

Sıcak para gireceği ülkeyi tercih ederken faiz-kur arbitrajı ile sağlayacağı yüksek karın yanında, kısa sürede hiçbir engelle karşılaşmadan ilgili ülke piyasasından kolayca çıkış olanağının olup olmadığına da bakmaktadır.¹⁶⁵ Bu durum spekülasyon hareketlere açık, dışa bağımlı bir ekonomik büyüme ve faiz döviz kuru arasında bozulan dengenin bir sonucu olarak finansal krizlere duyarlı bir finansal yapı meydana getirmektedir. Son dönemdeki çalışmalara bakıldığında; büyük miktarda sıcak para stoku bulunan ülkelerin krizlerle karşılaşma olasılığının diğer ülkelere göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

Merkez Bankalarının stratejik yatırım hedefleri doğrultusundaki politikalarını bağımsız olarak gerçekleştirmeleri, denetimsiz ve ani sıcak para girişinin olduğu döviz ve faizin birlikte hareket ettiği GOÜ' lerde mümkün olmamaktadır.¹⁶⁶ Bu durum hem parasal taban ve enflasyonu arttırmakta hem de döviz cinsinden mevduat artışına sebep olmaktadır.¹⁶⁷ GOÜ' lerin döviz çapası uygulaması ile enflasyonu düşürme çabası, sermaye kaçışlarını hızlandırarak sabit döviz kuru uygulamasını ortadan kaldıracaktır. Terk edilen sabit kur sistemi ile çok sayıda banka, finansal kuruluş ve şirketin döviz

¹⁶⁴Nejla Adanur Aklan, "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enst. Dergisi, C.5, S.7, 2002, ss.37-38.

¹⁶⁵UNCTAD (1999), s.100

¹⁶⁶Erinç Yeldan, "2001 Krizi Sonrasında Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken", Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı, Malatya: İnönü Üniversitesi, 2006, s.23

¹⁶⁷ Yeldan (2006), s.23

varlıkları karşısında döviz yükümlülükleri artacaktır ve bu durum krizin maliyetini daha da yükseltecektir.¹⁶⁸

Ülkede serbest uluslar arası sermaye varsa, devlet bütçesi açık veriyorsa ve açığın finansmanı için ciddi şekilde borçlanılıyorsa, devlete borç veren diğer bankalar bir çıkmaza girmiş demektir. Sermaye kontrollerinin olduğu bir alanda, bankalar sadece kendi öz kaynakları ve mevduatları ile iç borç piyasalarında yatırım yapabilirken, sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırıldığı serbest piyasalarda bankalar, yurt dışından döviz ile borçlanmaktadır.

Kısaca bankalar devlete borç vermek için önden sıra kapma çabasına girmişlerdir. Fakat borçlandıkları dövizleri iç piyasalarda kullanacak olan bankalar ellerindeki dövizleri ulusal para cinsine çevirmek durumundadır. Bu durum banka bilançolarında açık yaratarak bankaları sürekli olarak döviz borçlusu şeklinde işlem yapmaya sürüklemektedir. Eğer MB' ler piyasada biriken dövize müdahale etmezse ulusal para aşırı değerlenir ve döviz kaynaklı fonlama yoluyla bono ve tahvil yatırımı yapmak ulusal kaynaklara göre daha avantajlı hale gelir. Böylece özel sektör borç yükü altına girmek durumunda kalır. Bu durumun sonucunda sıcak paranın kaçınılmaz döngüsü ile devalüasyon devreye girecek ve devalüasyonun negatif yansımaları bankalardan başlayarak tüm ekonomiyi etkisi altına alacaktır.¹⁶⁹ Bunun sonucunda borsada dengesizlikler meydana gelecektir.

Uluslar arası sıcak para hareketleri ile ülkeler arası ekonomik rekabet ve finansal yaklaşma artacaktır. Diğer taraftan, firmaların risk kontrolü gittikçe zorlaşacaktır. Tüm bunlar finansal istikrarsızlık yaratmakta ve ekonomik krizlere zemin hazırlamaktadır. Böylece bir ülkede başlayan kriz yayılma etkisi ile diğer ekonomilere de sıçramaktadır.¹⁷⁰ Sonuç itibariyle, ekonomik gelişmişliklerini tam olarak tamamlayamayan GOÜ' lerde yaşanan finansal serbestleşme sonucu meydana gelen sıcak para hareketleri, kısa vadede bu ülkeler için bir finansal kaynak sağlarken, orta

¹⁶⁸Aydan Kansu, *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, Güncel Yayıncılık, b.1., İstanbul, 2006, s.36

¹⁶⁹Kansu (2006),s.37

¹⁷⁰ Johnson Omotunde "Financial Risks, Stability, and Globalization", Overview of Issues and Papers", 2000, s.21

uzun vadede ülkelerin yüksek borç yükü altına girmesine ve ekonomik krizlere daha duyarlı hale gelmesine sebep olmaktadır.

2.3. PARA KRİZLERİ VE HEDGE FONLARIN KRİZLERE ETKİSİ

Bir finansal kriz türü olan para krizleri ya da döviz krizleri sermaye hareketlerinde yaşanan dalgalanmalar sonucu meydana gelmektedir. 1990 sonrası finansal piyasalarda yaşanan serbestleşmenin arkasından fon çeşitliliği artış gösterdi ve bu fonlar herhangi bir engele takılmaksızın piyasalarda serbest hareket edebildi. Bu dönemde ortaya çıkan sadece nitelikli yatırımcıların fona dahil olabildiği hedge fonlar, spekülasyon kısa vadeli sermaye akımları şeklinde hareket etmektedir. Sıcak para olarak ifade edilen bu tür kısa vadeli spekülasyon akımlar yerel paranın olduğundan daha fazla değerlendirilmesine sebep olmaktadır. Bu durum etkin piyasa yapısına sahip olmayan GOÜ'lerin döviz krizine girmesine sebep olmaktadır. Yüksek enflasyon ve cari açığa sahip bu ülkelerde dövizde başlayan kriz derinleşerek bir finansal krize dönüşmektedir.

2.3.1. Para Krizi Kavramı

Krizler oluşum nedenlerine göre sınıflandırılmaktadır. İlgili sınıflama yapılırken ekonomilerin yaşadığı kırılma noktaları dikkate alınmaktadır. GOÜ'ler için bu kırılma noktası küreselleşmenin ardından gelen finansal serbestleşme ile birlikte yaşanmıştır. 1990 serbest ekonomi öncesi ve 1990 sonrası serbest ekonomiye geçiş ile yaşanan finansal yapıdaki ayrışma krizleri sınıflandırırken önem taşımaktadır. 1990 öncesi ve sonrasındaki krizlerin oluşum nedenleri farklılık göstermektedir. Döviz krizi olarak da adlandırılan para krizleri literatürde üç şekilde modellenmektedir. Birincisi; Krugman tarafından oluşturulan "*Birinci Nesil Para Krizi Teorileri*". İkincisi; Obstfeld tarafından oluşturulan "*İkinci Nesil Para Krizi Teorileri*". Üçüncüsü ise; Asya krizinin ardından oluşturulan "*Üçüncü Nesil Para Krizi Teorileri*" dir.

2.3.1.1. Birinci Nesil Para Krizi Modelleri

1979 yılında Paul Krugman tarafından ilk defa birinci nesil para krizi modeli oluşturulmuştur. Modelin temelleri 1978 yılında Salant ve Henderson tarafından ortaya

atılan tüketilebilen mallara karşı yapılan spekülâtif atakları açıklamaya yönelik geliştirilen “tüketilebilir kaynak teorisi” ne dayanmaktadır. Krugman bu çalışmayı temel olarak “ilk resmi ödemeler dengesi krizi” modelini oluşturmuştur.¹⁷¹ Bu modelle birlikte spekülâtif atakları ve ödemeler dengesi bilançosu krizlerini açıklanmaya çalışılmıştır.

Buradaki spekülâtif atakların sebebi, bütçe açıklarının para arzı ile kapatılmaya çalışılmasının bir sonucu olarak döviz fiyatlarının giderek yükselmesidir. Bu yükselme eğilimi, MB’ nin döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutmasını ve rezervleri kullanarak serbest piyasada sürekli döviz alım satımı yapmasını gerektirmektedir.¹⁷² Yaşanan bu durum rezervlerde dalgalanma yaratmaktadır. Model, 1984 yılında Flood ve Galber tarafından ilerletilmiştir. Birinci nesil modeller 1970 ve 1980’ li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerin doğasını açıklamaya çalışmaktadır. Bu modellere kronik modeller - “kanonikal modeller”de denilmektedir. Modellen iddiası, yaşanan finansal krizlerin reel sektör krizleri ile ilişkili olduğu yönündedir.¹⁷³ Birinci nesil para krizi teorilerinin izah etmeye çalıştığı kriz, “standart kriz”, yani bir “para krizi” dir.¹⁷⁴

2.3.1.1.1. Teorik Olarak Birinci Nesil Para Krizi Modelleri

Birinci nesil para krizi modellerinde hükümet yabancı para ve yerli para arasındaki pariteyi korumak amacıyla döviz kurunu sabitler. Başka bir deyişle bu modelde hükümetin döviz piyasalarına direkt müdahalesi söz konusudur. Yabancı paranın yerli para karşısında değer kazanması ya da değer kaybetmesi durumunda, hükümet piyasadandan döviz satın almakta ya da döviz satmaktadır. Bunun için hükümet elinde döviz rezervi bulundurmaktadır. Yani, hükümet sabit döviz kuru rejimini devam ettirmek amacıyla elinde bulunan döviz rezervini kullanarak piyasaya müdahale etmektedir.

¹⁷¹Bülent Erdoğan, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri*(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş: Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s.36.

¹⁷² Cüneyt Dumrul, *Para Krizleri ve Bu Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: Teori ve Uygulama* (İktisat Politikası Yüksek Lisans Tezi), TC Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, Ağustos 2003, s.18

¹⁷³Gökhan Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Kardeşler Matbaası, b.1 İstanbul, 2002, s. 86

¹⁷⁴ Cengiz Samur, *Finansal Krizler ve Kriz Yönetme Politikaları 1980 Sonrası Türkiye Örneği* (Doktora Tezi), Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Bursa, 2008, s.77

Yurt içi ve yabancı para arasındaki parite ilişkisini göstermek üzere “sabit döviz kuru” ve “gölgeli döviz kuru” kavramları kullanılmaktadır.¹⁷⁵ Yukarıda bahsedildiği üzere sabit döviz kuru; daha önceden belirlenen döviz kuru paritesini sabit tutmak için hükümetin döviz kuruna müdahale ettiği bir sistemdir. Gölgeli döviz kuru kavramı ise; sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı esnada, kurun kendi halinde dalgalandığı sistemin sabit döviz kuru sistemi yerine tercih edilmesidir. Kur üzerindeki müdahalelerin kaldırılıp dalgalanmaya bırakılması halinde oluşması beklenen döviz kuru-denge seviyesidir.¹⁷⁶ Gölgeli döviz kuru sabit döviz kuru rejiminin geçerli olduğu esnada geçerli olmaktadır. Burada bir bekleyiş söz konusudur. Gölgeli döviz kurunun ortaya çıktığı bir diğer durum ise sabit döviz kuru rejiminden dalgalı kura geçiş esnasında oluşacak olan döviz kuru denge seviyesi esnasında var olmaktadır. Yani sabit döviz kuru rejiminden serbest kur rejimine geçiş dönemiyle ilgilidir.¹⁷⁷

Sabit döviz kurunun sürdürülüp sürdürülmeyeceği ile ilgili kararı hükümet piyasanın işleyişine göre vermektedir. Hükümetin elinde iki tip rezerv bulunmaktadır. Hükümet birinci rezervleri sabit döviz kuru rejimini sürdürmek için kullanırken, ikincil tip rezervleri kullanıp kullanmayacağı net değildir, duruma göre şekillenmektedir. Birinci rezervlerin tamamının tükenmesine karşın piyasadaki spekülasyon atakları ve döviz kuru artışı devam ediyorsa ikincil rezervler devreye sokulabilmektedir.

2.3.1.1.2. Birinci Nesil Para Krizi Modellerine Göre Para Krizine Sebep Olan Etmenler

Ekonomik alt yapıda yaşanan bir takım kırılmalar krizin oluşumunu tetiklemektedir. Para krizlerine yol açan etmenler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir;

Yanlış İktisat Politikaları: Makro ekonomik bozukluklar para krizlerinin oluşmasına ortam hazırlamaktadır. Aşırı genişleyici para ve maliye politikaları makro ekonomik bozuklukları tetikleyen temel unsurlardır. Makro ekonomik dengesizliklerin bir sonucu döviz kurunda yaşanan dengesizliklerdir. Sabit kur sistemi geçerli iken hükümet bütçe açıklarını finansa etmek için para basacaktır. Bu durum hatalı bir para politikasının yani

¹⁷⁵ Paul Krugman, “A Model of Balance of Payments Crises”, Journal of Money, Credit, and Banking August 1979, ss. 311-325,

¹⁷⁶Krugman (1979),ss.311-325

¹⁷⁷Krugman(1979), ss.311-325

genişleyici para politikasının uygulanmasına sebebiyet verecektir. Uygulanan bu yanlış politikalar sonucu merkez bankasının elinde bulunan rezervler spekülasyon atakları sonucu aniden tükenecektir. Ekonominin spekülasyon hareket etmesinin ardında yatan sebep, hükümetin yanlış politika uygulamasına karşı ekonomik aktörlerin sabit kur sisteminin devam etmeyeceği beklentisi içinde hareket etmesidir. Ekonomik aktörler ulusal para kalmanının yaratacağı sermaye kaybından kaçınmak istemektedirler.¹⁷⁸

Ulusal Paranın Aşırı Değerlenmesi: Enflasyon oranının diğer ülkelere göre daha yüksek olması ulusal paranın değerinde artışa sebep olacaktır. Ulusal paranın aşırı değer kazanması cari açılara neden olmaktadır. Bu bağlamda ulusal para reel bir değerlenme söz konusu olacaktır. Yaşanan bu reel değerlenmenin arkasında yatan tüm sebepler para krizi teşkil eden durumlardır. Başka bir deyişle paranın reel artışını sağlayan faktörler bir para krizi tehdididir.

Dışsal Şoklar: Dünya ekonomisinde önemli yere sahip büyük ekonomilerin yaşadığı olumsuz gelişmeler diğer ülkeleri de etkisi altına almaktadır. Bu duruma dışsal şoklar denilmektedir. Yaşanan bu dışsal şoklar para krizlerine sebep olabilmektedir. Dışsal şoklar ülke ekonomilerinin cari açıklarını arttırarak ödemeler bilançosunda açıklara sebep olacaktır. Açıkların tasnifi için döviz kurunun yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Döviz kuru beklentileri ulusal paradan kaçışlara sebebiyet verirken devalüasyonun şiddeti artacaktır.¹⁷⁹

Saydığımız tüm etmenlerden “Yanlış İktisat Politikaları” para krizlerine sebep olan etmenlerin en başında gelmektedir ve en temel kriz sebebidir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta para krizlerinin hükümet rezervlerinin tümü kaybedilmeden önce gerçekleşmesidir.¹⁸⁰ Çünkü spekülasyon sermayelerini kaybetmemek için kriz beklentisine girdikleri anda devletin rezervlerini kullanmak adına kriz oluşumunda tetikleyici olacaklardır. Birinci nesil para krizi modelleri; uygulanan ekonomi politikaları ve sürdürülen sabit kur rejimi arasındaki uyumsuzluğu açıklamaya

¹⁷⁸ Cemil Varlık, “İkiz Krizler: Para Krizleri İle Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar” Ekonomik Yaşam Dergisi, C.1, S.42-43, 2002, s.160

¹⁷⁹ Gülten Demir, *Asya Krizi ve IMF*, Der Yayınları, b.1, İstanbul, 1999, s.67

¹⁸⁰ Craig Burnside, Martin Eichenbaum, Sergio Rebelo, “Currency Crisis Models”, The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 2nd Edition, 2007, s.7,

<https://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/rebelo/htm/currency%20crisis%20models%20Ed.pdf>

(06.10.2019)

çalışmaktadır. Döviz kurunun sabit olduğu ve sermayenin tam hareketli olduğu bir ortamda bütçe açıklarını finanse etmek için para politikası uygulanmaktadır.¹⁸¹ Belli bir noktadan sonra döviz üzerindeki baskı gevşeyecek ve döviz kuru dalgalanmaya başlayacaktır. Serbest hale gelen döviz piyasasında para politikası etkinsiz olacaktır.

2.3.1.1.3. Birinci Nesil Para Krizi Modellerinin Yaşanan Finansal Krizleri Açıklama Gücü

Birinci nesil modellerin finansal krizleri açıklama gücü kısıtlı kalmıştır. Esas itibariyle para krizi yani ödemeler bilançosu krizlerini açıklamak hedeflemiş ancak ulusal paraya yönelik spekülasyon atakları açıklanabilmiştir.¹⁸² Bu modelde para krizleri açıklanırken finansal ve reel sektör hiç ele alınmamıştır. Reel sektörün ve diğer finansal kuruluşların krizden ne şekilde etkilendiği konusuna hiç değinilmemiştir. Bütçe açıklarının olmadığı bir dönemde krizleri ön görme ve açıklamada yetersiz kalmıştır. Uluslararası sermaye göz ardı edilerek sermaye hesabı bu modelde hiç dikkate alınmamıştır. Yani uluslararası sermaye hareketlerinin giderek artan önemi burada göz ardı edilmiştir. Bunun yanında birinci nesil modellerde finansal sektör de dışarıda bırakılmıştır. Bu bağlamda birinci nesil modeller krizlerin doğasını anlamada ve açıklamada yetersiz kalmışlardır.

Birinci nesil modellerin ulaştığı sonuç satın alma gücü paritesi (PPP) teorisi ile aynı yere gelmektedir. Enflasyonun beklenenden yüksek gerçekleşmesi ile ulusal para değer kaybetmesine karşın hükümet genişleyici para politikası ile para arzını arttırmaktadır. Elde ettiği kaynağı etkin şekilde kullanamamasının bir sonucu olarak ise ekonomik büyüme artan para stokunun altında kalmaktadır. Para miktarının artması ulusal paranın iç değerini düşürmekte ve PPP gereğince ulusal paranın dış değerinin de düşmesi gerektirmektedir.¹⁸³ Ancak ekonomi politikası etkin bir şekilde uygulansaydı ve büyüme oranı etkin bir şekilde artsaydı ulusal para iç ve dış dünyada değer kaybı yaşamayacaktı. Böylece gölge döviz kuru ve spekülasyon saldırıları gerçekleşmeyecekti.

Birinci nesil para krizi teorilerine göre krizin esas kaynağı sabit kur sistemi altında, sürekli “bütçe açığı” ve bu açığın “monetizasyonu yani parasallaştırılarak

¹⁸¹ Burnside, Eichenbaum, Rebelo (2007), s.7

¹⁸² Samur (2008), s.87

¹⁸³ Samur (2008), s.89

finans edilmesi” dir. Para krizi sabit kur rejiminin korunması amacıyla merkez bankası eliyle para arzının arttırılmasına dayanan, genişleyici para politikalarının uygulanmasının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile krizin temelinde makro ekonomik alt yapıdaki kötüşmeler yer almaktadır. Birinci nesil modeller yukarıda bahsedilen ekonomik değişkenleri göz ardı ederek tek denge ile para krizlerini açıklamaya çalışan modellerdir. Bu modeller Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizleri açıklamak için yeterli olmuştur. Ancak 1990 sonrası değişen ekonomik yapı ile birlikte Meksika ve Avrupa’ da görülen krizleri açıklamak için yetersiz kalmıştır.¹⁸⁴ Bunun için bu krizleri ve özellikle ERM krizini açıklamak için ikinci nesil para krizi modelleri ortaya çıkmıştır.

2.3.1.2. İkinci Nesil Para Krizi Modelleri

1980’ li yılların ardından değişen ekonomik yapı ile birlikte birinci nesil para krizi modellerinin finansal krizlerin doğasını anlamaları ve bu krizleri öngörüp, açıklamaları yetersiz kalmıştır. İkinci nesil para krizi modelleri birinci nesil para krizi modellerinin ele almadığı noktaları ele almış ve modeli daha da geliştirerek öteye taşımıştır. 1992-1993 yıllarında patlak veren “Avrupa Para Sistemi” krizinin ardından ikinci nesil para krizi modelleri geliştirilmiştir.¹⁸⁵ İkinci nesil para krizi modellerinin temelini oluşturan çalışma Obsfeld tarafından 1986 yılında gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma, koşullar aynı iken, beklentilerdeki değişmelerle ekonomide bir dengeden diğere geçilmesini amaçlayan “çoklu denge” varsayımına dayanmaktadır.¹⁸⁶ Bu varsayım göre; para krizini beklentiler tetiklemektedir. Hükümet ve özel sektör arasında bir etkileşim olduğu varsayılmaktadır. Bu etkileşim denge noktalarının hareket rotasını etkilemektedir.

1994 yılında bu varsayım doğrultusunda Avrupa’ da yaşanan Para Sistemi Krizi açıklanmıştır.1996 yılına gelindiğinde bu çalışma ile sabit döviz kuru sistemi ve işsizlik arasındaki bağ açıklanmaya çalışılmıştır. 1996 yılında Rose Eichengreen ve Wyplosz tarafından geliştirilen çalışmanın temeli ikinci nesil para krizi modellerine

¹⁸⁴Robert P Flood, Peter M Galber, “Collapsing Exchange Rate Regimes”, Journal of International, Economics, 1984, s.1

¹⁸⁵Ayşe Danişoğlu Celikel, “Para Krizleri: Türkiye’ de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi”, İstanbul Üniversitesi, İktisat Bölümü, Sosyal Bilimler Dergisi, C.2, S.11, 2007, s.4

¹⁸⁶Masazumi Hattori, “A Survey on Recent Theories and Empirical Analyses Regarding Currency Crises”, International Department Working Paper Series, 01-E7, Bank of Japan, 2001, p.

dayanmaktadır. Çalışma krizlerin yayılma etkisini ekonometri çalışmaları ile açıklamaya çalışmıştır. 1998 yılında Flood ve Marion tarafından geliştirilen çalışma da ikinci nesil para krizi modellerini açıklamaktadır.

2.3.1.2.1. Teorik Olarak İkinci Nesil Para Krizi Modelleri

Genel anlamda bakıldığında, ikinci nesil para krizi modelleri fayda-maliyet analizine dayanmaktadır. İkinci nesil para krizi modelleri makroekonomik dengenin oluşmasında üç durumdan bahsetmektedir. Bu üç durumdan ikisi iki uç “siyah-beyaz” durum olarak isimlendirilirken üçüncüsü ara durum “gri” olarak adlandırılmaktadır.

Beyaz durum; -ilk uç durum- makroekonomik alt yapının oldukça istikrarlı olduğu bir durumdur. Burada merkez bankasının döviz rezervleri ciddi büyük boyuttadır. Burada bahsedilen denge tekli dengedir. Ekonomik krizleri tetikleyen kötümser beklentiler burada işlememektedir. Çünkü sağlam ekonomik yapı krizi tetikleyen unsurları absorbe etmektedir. Siyah Durum; -ikinci uç durum- bu uç durum ilk uç durumun tam olarak tersidir. Makroekonomik altyapının zayıf ve istikrarsız olduğu bir durumdur. MB’ nin döviz rezervleri en alt seviyededir. Burada da ekonomik beklentiler krizleri şekillendirmemektedir. Ancak buradaki sebep makroekonomik altyapının sağlamlığından değil, tam tersine her daim kendi içinde kriz yaratabilecek zayıflıkta ve kırılganlıkta olmasındandır. Dolayısıyla böyle bir ortamda beklentiler çok iyi yönlü olsa da finansal bir krizin oluşmasının önüne geçilememektedir. Bu denge bahsedilen denge tek yönlü bir dengedir. Kriz kaçınılmaz bir durumdur. Ekonomik yapının kötü hali beklentilere bakılmaksızın krizin oluşumu için her daim başlı başına bir sebeptir.

Gri Durum;-üçüncü ara durum- bu durum ara durum olarak ifade edilmektedir. Makroekonomik temellerin kötü olmadığı ancak en yüksek seviyeye de ulaşmadığı orta- ara seviyeyi ifade eden bir durumdur. Bu durumda beklentiler önemli rol oynamaktadır. Beklentilerin yönü para krizinin oluşması için en önemli etmendir. İyimser beklentiler olası bir para krizinin önüne geçerken, kötümser beklentiler tetikleyici unsur olabilmektedir. Gri durumda para krizine sebebiyet verecek unsur

makroekonomik yapının orta seviyede olması ve beklentilerin kötümser yönde olmasıdır.¹⁸⁷

2.3.1.2.2. İkinci Nesil Para Krizi Modellerinde Çoklu Denge ve Sabit Döviz Kuru Mekanizması

Çoklu denge; koşullar aynı iken beklentilerdeki değişmelerle ekonominin bir dengeden diğerine geçilebilmesi durumudur.¹⁸⁸ Burada ekonomi gri durumdadır ve makroekonomik durumu doğrudan “beklentiler” etkilemektedir. Diğer her şey sabit iken(ceteris paribus), güçlü makroekonomik yapı veri iken, ekonomide iyimser beklentilerin var olması, ekonomik bir krizin oluşmasını engellemektedir. Böyle bir ortamda istihdam-gelir-çıktı dengesi yüksek olacaktır. Aynı şekilde güçlü makroekonomik yapı veri iken, ekonomik aktörlerin beklentileri kötümser ise, para krizi kaçınılmazdır. Böyle bir krizin sonucunda istihdam-gelir-çıktı dengesi düşük olacaktır. Bu yaklaşımda makro ekonomik sağlamlılık veri iken ulaşılan denge birden fazla olmaktadır.

Hükümetler sabit kur rejimini sürdürmek için makro ekonomik değişiklikler doğrultusunda ekonomiye müdahale etmektedir. Ancak müdahalede bulunurken refahı en yüksek seviyede tutacak şekilde hareket etmeleri gerekmektedir. Hükümetler ekonomik faydayı gözeterek hareket ettikleri için gerekli gördükleri yerde sabit kur sistemine son verebilmektedirler. Bu kararı alırken fayda-maliyet analizi yaparlar. Sabit kuru sürdürmenin maliyeti faydasını aşıyorsa, bu maliyete sürekli olarak katlanmadan sabit kur rejimi sonlandırılmaktadır. Diğer bir ifade ile, hükümet sabit döviz kurunu sürdürüp sürdürmeme kararı alırken aslında kısa vadeli makroekonomik politikalarda esneklik ve uzun vadeli kredibilite arasında bir tercih yapmaktadır.¹⁸⁹ Ekonomide sabit kur rejiminin devamlılığı ile ilgili kötümser beklentiler var ise ani spekülasyon atakları yaşanarak makroekonomik temeller ciddi hasar alacak ve daha da kötü beklentiler türeyecektir.¹⁹⁰ Sabit kuru korumanın faydası maliyetinden fazla olduğu sürece

¹⁸⁷ Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, S.5191,1995 s.6 &Oliver, Jeanne, “Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments, 2000, Special Papers in International Economics, S..20, s.25

¹⁸⁸ Danişoğlu Celikel, (2007) s.4

¹⁸⁹ Danişoğlu Celikel, (2007) s.4

¹⁹⁰Hilal Bozkurt, Gülten Dursun, “Türkiye’de Para Krizinin Öncü Göstergeleri: Erken Uyan Sistemi”, Avrupa Araştırmaları Dergisi, C.14,S.1, 2006, s.5.

hükümetler kuru sabit tutmaya devam ederler. Karar alıcıların vereceği optimal karar, maliyetin faydanın üzerinde olduğu durumda kuru sabit tutmaktan vazgeçmek olacaktır.¹⁹¹

2.3.1.2.3. İkinci Nesil Para Krizi Modellerine Göre Para Krizine Sebep Olan Etmenler

Öngörülemeyen Spekülatif Ataklar: Sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı, dengede olan bir ekonomide, devletin döviz kuruna karşı yapılan spekülatif hareketleri önleyecek şekilde rezervlerini koruyan bir politika izlememesi ikinci nesil modellere göre bir para krizi nedenidir. Diğer taraftan hükümet rezervlerini korumak için döviz kuru politikasında değişikliğe gitmelidir. Ancak döviz kurunda yaşanacak değişiklik direkt olarak faizleri yükseltecek yükselen faizler ise işsizliği arttıracaktır. Hükümetler spekülatif hareketler sonucunda azalan döviz rezervleri karşında kura hiç müdahale etmez ise belli bir süre sonra ulusal para dalgalanmaya başlayacak ve bir müdahale olmaksızın para krizi oluşacaktır.¹⁹²

Yüksek Maliyetler: Hükümetler spekülatif atakları önlemek adına aktif rol oynayabilmektedirler. Bu ayarlamayı döviz dışındaki diğer ekonomik araçları kullanarak yapmaktadırlar. Fakat diğer ekonomik araçlar yardımıyla engellenmeye çalışılan spekülatif ataklar artan maliyetlere sebep olacaktır. Böyle bir ortamda döviz kurunun istikrarına olan inanış gittikçe azalacak ve beklentiler kötüleşecektir. Kötüleşen beklentiler spekülatif atakların şiddetini daha da arttıracaktır. Böylece ikinci nesil para krizi modellerine göre para krizi kaçınılmaz olacaktır.

Bankacılık Krizleri: İkinci nesil para krizi modellerine göre bankacılık sektöründe yaşanan bir kriz ekonomide para krizi yaşanmasının bir sebebidir. Vadesini aşmış geri ödenmeyen krediler bankaların aktif yapılarını bozarak banka bilançolarının kötüleşmesine sebep olacak ve böylece bankacılık krizi patlak verecektir.¹⁹³ Banklara güvenin azalması ile birlikte mevduat sahipleri ilgili bankalardan paralarını çekmek isteyecek ve ulusal parayı dövize çevirmek isteyeceklerdir. Dolayısıyla, bankacılık

¹⁹¹Hatice Erkekoğlu, Emine Bilgili, "Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, S.24, 2005, ss. 17-18

¹⁹² Eren Aslan, Bora Süslü, "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye' de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", Yeni Türkiye, S.41, 2001, s.2

¹⁹³Aslan, Süslü (2001), s.3

sektöründe yaşanan krize ilave olarak döviz üzerinde ani spekülâtif şoklar oluşacaktır. Sabit kur sisteminin geçerli olduğu ekonomide artan döviz talebi hükümet tarafından döviz kurunda oynama yapılarak karşılanamayacaktır. Artan talep karşında MB rezervleri kullanılarak denge sağlanmaya çalışılacaktır. Ancak döviz rezervleri denge seviyenin altına indiğinde para krizi vuku bulacaktır.

2.3.1.2.4. İkinci ve Birinci Nesil Para Krizi Modellerinin Karşılaştırılması

Birinci ve ikinci nesil para krizi modellerinin benzerlikleri ve farklılıkları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.¹⁹⁴

- Her iki modele göre para krizinin oluşmasında en etkili etmen makroekonomik temellerdir.
- Her iki model açısından da para krizinin oluşmasında spekülâtif hareketler önemli yere sahiptir. Ekonomide yaşanan spekülâtif ataklar para krizine neden olmaktadır. Spekülâtif atakların doğası ve şiddeti krizin oluşumunu ve boyutu doğrudan etkilemektedir.
- İkinci nesil para krizi modellerinde 3 durum anlatılmaktadır. Siyah-beyaz olarak 2 uç durum ve bunların ortasındaki gri durum. Birinci nesil para krizi yaklaşımında ise böyle bir durum ayrımı söz konusu değildir.
- İkinci nesil para krizi modellerindeki 2 uç duruma göre makroekonomik dengesizlikler veya makroekonomik altyapının güçlü olması ekonomik krizlerin oluşup oluşmayacağı konusunda ana belirleyici unsurdur. Bu durum birinci nesil modellerin aynısıdır.
- Ancak ikinci nesil modellerde ele alınan gri durumda beklentiler analize dahil etmektedir. Model; ekonomi dengede iken beklentilerin krizler üzerinde aktif rol oynadığını savunur. Bu durum birinci nesil modellerde ele alınmamıştır.
- İkinci nesil modellere göre kriz öngörülemezken, birinci nesil modellerde kriz önceden tahmin edilebilmektedir.
- Birinci nesil para krizi modellerinde “tek denge” var iken, ikinci nesil para krizi modellerinde “çoklu denge” hakimdir.

¹⁹⁴Obstfeld(1984, 1994, 1995)

- Birinci nesil modellerde para krizi karşında hükümet sabit kur rejimini sonuna kadar korumayı hedefleyen tutucu ve sert bir politika izlemektedir. İkinci nesil modellerde ise hükümet fayda maliyet analizi yaparak sabit kur rejiminde devamlı olup olmayacağına karar vermektedir. Hükümet burada politikalara mutluk bağlılık gözetmez. Refahı maksimum seviyesinde tutmayı hedefler. Yani birinci nesil modellerin aksine hükümetin aktif rolü söz konusudur.
- Birinci nesil modeller para krizlerinin kendiliğinden oluşacağına inanmazken, ikinci nesil modeller bu durumu savunmaktadır.
- Birinci nesil modellerde spekülörlerin davranışı önemsiz iken ikinci nesil modellerde spekülör hareketleri krizin oluşumunu belirlemektedir.

2.3.1.3. Üçüncü Nesil Para Krizi Modelleri ve Üzerinde Durulan Temel Konular

Birinci ve ikinci nesil para krizi modellerinin Güney Doğu Asya krizini açıklamakta yetersiz kalması üçüncü nesil modelleri oluşturmuştur. Teorik olarak üçüncü nesil modeller, birinci ve ikinci nesil modeller kadar gelişmiş değildir. Üçüncü nesil modeller, para krizlerini 1990' lı yıllarda değişen uluslar arası finans sistemine uyumlaştırarak açıklamaktadır. 1990' lı yılların sonunda Güney Doğu Asya' da yaşanan krizlerin ardından oluşturulmaya başlanan üçüncü nesil modeller ile birlikte yeni kavram ve unsurlar finansal literatüre girmeye başlamıştır.

Kurugman' ın 1997 yılında yapmış olduğu çalışma üçüncü nesil para krizi modellerinin temelini oluşturmaktadır. 1998 yılında Kruger, Osakwe ve Page tarafından yapılan çalışma ise para krizlerini ekonomik temelleri çerçevesinde incelemiş ve yayılma etkisi konularını ele almıştır. Ayrıca bu çalışmada GOÜ' lerde yaşanan finansal krizlerin sebepleri araştırılmış ve yayılma etkisi ile ilişkisi incelemiştir. Üçüncü nesil para krizi modellerinin hareket noktası, finansal piyasaların bütünleşik olduğu bir ortamda bütünleşik finansal sisteme dahil olan bir ülkede yaşanan finansal istikrarsızlığın diğer bir ülkenin makroekonomik durumu ile açıklanamayan şekilde bir krizin başlamasına sebebiyet vermesidir¹⁹⁵.

¹⁹⁵Levent Çinko, "Finansal Kriz Teorileri Üzerine Bir Değerlendirme", *Uluslararası Finans Sempozyumu*, 2008, s.5-6

2.3.1.3.1. Asya Krizi ve Üçüncü Nesil Para Krizi Modelleri

1990' lı yıllarla popülerliği artan liberal ekonomiye geçiş politikaları ile birlikte hareket eden ihracata dayalı sanayileşme politikaları Güneydoğu Asya ülkelerinde bu yıllarda uygulanmaya başlamıştır. Böylece Güneydoğu Asya ülkeleri GÜ' ler arasında yer almaya başlamıştır. Güneydoğu Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemlerdeki büyüme oranları yaklaşık olarak %9 seviyesindeydi. Asya ülkelerinin kriz öncesi döneme(1994-1998) ait büyüme oranları Tablo2.2' de yer almaktadır.

Tablo 2.2: Kriz Öncesi Güneydoğu Asya Ülkelerinin Büyüme Oranları

Yıllar	Endonezya	Malezya	Talyand	Güney Kore	Filipinler	Ortalama Büyüme
1994	7,5	9,3	8,6	8,6	4,4	7,68
1995	8,2	9,4	8,8	8,9	4,7	8,0
1996	8,0	8,6	5,5	7,1	5,8	7,0
1997	4,6	7,7	-0,4	5,5	5,2	4,5
1998	-13,7	-6,8	-8,0	-5,5	-0,5	-6,9

Kaynak: World Economic Outlook (1999) (Aktaran: Mishkin F.S., "Global Financial Instability; Framework, Events, Issues", Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, Num 4, Fall 1999, s.4) Erişim Tarihi: 20.12.2019

Tablodan da görüldüğü gibi 1998 yılında patlak veren krizden önceki dönemlerde, özellikle 1994-1997 arası üç yıllık dönemde Asya ülkeleri istikrarlı şekilde büyümekte iken kriz ile birlikte büyüme negatif yöne dönmüştür. Kriz öncesi dönemde ilgili ülke ekonomilerinde enflasyon oranları düşüktü ve oluşan mali açıklar ekonomiyi tehdit edecek boyutta değildi. Ancak krizden önceki dönemde bankaların kredi hacimleri büyük miktarlara ulaşmış ve ciddi oranda bir borç yükü oluşmuştur. Ayrıca yine kriz dönemi öncesi banka bilançoları kötüleşmeye başlamıştır. Bu ülkelerde kriz öncesi dönemlerde hali hazırda var olan likidite sorunu krizin şiddetinin artmasına neden olmuştur. Banka bilançolarındaki kötüleşme ve likidite sorunları finansal kesim problemleri olarak nitelendirilmekte ve Asya krizinin başlamasının sebebi olarak gösterilmektedir.

Diğer taraftan kriz öncesinde mali denetimin sağlanamamasına ek olarak finansal alanda şeffaflığın olmaması finansal kesimin zayıflamasına neden olmuş,¹⁹⁶özel kesimin kısa vadeli borçlarının artması ve borçların uzun vadeli yatırımlara yönlendirilerek

¹⁹⁶ Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu; *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*, b.2, Om Yayınevi, İstanbul 2002, s.17

uyumsuzlaştırılması özel sektör borç yükünü arttırmıştır. Asya ülkelerin ulusal paralarını dolara endeksleyecek şekilde döviz kuru politikaları uygulamaları ve hükümet tarafından oluşturulan mevduat garantileri finansal sistemin bozulmasına sebep olmuştur. Ciddi boyutlara ulaşan kısa vadeli sermaye girişleri ile gelen sıcak paranın ekonomik istikrarın bozulduğu anında aniden ülkeyi terk etmesi, rezervleri kullanarak hükümetin sabit kur politikasını sürdürme çabaları para kaçışının şiddetini daha da arttırarak para krizine sebebiyet vermiştir.¹⁹⁷

GOÜ' lere (Arjantin, Meksika, Brezilya, Güney Kore ve Türkiye gibi) 90' lı yıllarda GÜ' ler tarafından hızla aktarılan dolaylı sermayenin kontrol edilemeyecek şekilde hızlanması sonucunda bu ülkelerde para krizi patlak vermiştir. Bunun yanında Tayland uyguladığı devalüasyon ile zaten sağlam olmayan iç finans piyasaları daha da kötüleştirilmiştir. Böylece yabancı yatırımcı paniğe kapılmış, sermaye çıkışları başlamış ve bunun sonucu para krizi patlak vermiştir.¹⁹⁸

Geleneksel para krizi modelleri perspektifinden istikrarlı makroekonomik temellerin olduğu Asya ülkelerinde böyle bir krizin patlak vermesi açıklanabilir bir durum değildir. Ülkelerin dış dengede yaşadığı problemler böyle bir ortamda kriz oluşması için yalnız başına yeterli değildir. Diğer taraftan, ilgili ülkeler arasında cari açığı daha az seviyede olan ve diğer makroekonomik temelleri daha sağlam olan Endonezya, krizden en fazla etkilenen ülkelerden biriydi.¹⁹⁹ Dolayısıyla geleneksel para krizi teorisi tarafından sunulan veriler Güneydoğu Asya krizini açıklamak konusunda yetersiz kalmıştır. Sağlam makroekonomik temellerin olduğu bu ülkelerde beklentilerin olumsuz olmaması ikinci nesil para krizi modelleri göre bir para krizinin oluşması imkansızdır. Her iki model açısından da bakıldığında Asya krizlerinin tam manasıyla bir para krizi veya bir banka krizi olmayışı, herhangi bir kötümser bekleyişin bulunmaması geleneksel modeller tarafından krizin açıklanamamasının sebebidir. Bir diğer husus ise, kriz başladıktan sonra dahi etkisinin bu denli yayılacağı yönünde bir beklentinin olmamasıdır.²⁰⁰ Tüm bu sebeplerden dolayı meydana gelen Asya krizini açıklayacak bir

¹⁹⁷ Tomas Larsson, *Doğu Asya'da Başarısızlık ve Gelişme, Kapitalizm ve Küresel Refah: Kapitalizm Kendini Savunuyor*, b.1, ed Çeviren: Metin Toprak, Liberte Yayınları, Ankara, 2003, s.143

¹⁹⁸ Larsson (2003), s.127

¹⁹⁹ Steven Radelet, Sachs Jeffrey, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brooking Papers on Activity, NBER Working Paper Series*, 1998, s.37-40

²⁰⁰ Radelet, Jeffrey (1998), s.40

model dizayn dilmesi gereklilik haline gelmiştir. Bu bağlamda yeni dönem kriz yaklaşımını açıklamak amacıyla üçüncü nesil para kriz modelleri oluşturulmuştur.

2.3.1.3.2. Üçüncü Nesil Para Krizi Modellerinin Temel Özellikleri

Üçüncü nesil para krizi modelleri ilk iki para krizinin eksikliklerini tamamlamak amacıyla yeni icat edilmiş bir model olmasına karşın bu iki modelden tamamıyla bağımsız değildir. Üçüncü nesil modellerin temel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.²⁰¹

- İkinci nesil modellerde olduğu gibi para krizinin oluşumu “çoklu denge analizleri” ile açıklanmaktadır,
- Para krizi analizlerine finansal kesim dahil edilmiştir,
- Makroekonomik temeller krizin oluşmasında tek başına yeterli olmamakla birlikte krizin oluşmasında ön koşuldur.
- Krizi oluşturan ana unsur “beklentilerdir”. Eğer beklentiler iyimser yönde ise makroekonomik temeller kriz sinyali verse bile kriz oluşmayacaktır. Kötümser beklentilerin olduğu durumda ise sağlam makroekonomik temellerin olduğu bir ortamda bile kendiliğinden bir para kriz oluşabilecektir.
- 1983 yılında Diamond ve Dybvig tarafından “kendiliğinden vuku bulan (self-fullfilling) bankacılık paniği” modelinden etkilenmiştir. Bu sebeple üçüncü nesil modellerde kriz, kendiliğinden olmalı ve panik unsuru içermelidir.
- Teorik olarak birinci ve ikinci nesil modellerden etkilenmişlerdir.
- İkinci nesil modellerde gri, beyaz ve siyah olarak nitelendirilen “beklentiler” üçüncü nesil modellerde de baş aktör olarak yer almaktadır.
- Asya krizini açıklarken “panik” unsurunu analize dahil etmişlerdir.
- Krizin uluslar arası boyutuna değinmişlerdir. Krizin ülkeler arasında yayılma etkisi olarak nitelendirebileceğimiz bir etkileşimi söz konusudur.
- Finansal sistemdeki bozulmalara ilave olarak uluslar arası finansal sistemdeki gelişmelerde kriz üzerinde etkili olmaktadır.
- Asya krizini tek başına bir para krizi veya bir bankacılık krizi olarak açıklamamaktadırlar.

²⁰¹ Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen M. Reinhart, “Leading Indicators of Currency Crises” IMF Staff Papers, 1997, s.3

- Asya krizini birinci ve ikinci nesil modellerin açıklamada yetersiz kalması ve krizin yaklaştığı tarihte dahi kriz oluşacağı yönünde bir bekleyişin olmaması sonucunda gündeme getirmiştir.
- Reel sektör ve bankacılık sektörü olmak üzere finansal sektör üzerine odaklanmaktadır. Reel sektörün firmalara döviz cinsinden borçları ve firmaların döviz cinsinden borçları bu teoride önemli yere sahiptir.
- Dolayısıyla hükümetin uyguladığı döviz kuru politikası önem taşımaktadır. Hükümetin uyguladığı politikanın doğrudan faizleri etkilemesi bankaları sıkıntıya düşürebilmektedir.

Üçüncü nesil modellere göre finansal kesim, para krizinde etkin rol oynamaktadır. Finansal sistemde başlayan bozulmalar ülkeleri para krizlerine sürüklemektedir. 1980' li yıllarda başlayan ve 1990' larda hız kazanan küresel finansal sistemdeki liberalleşme hareketleri, finansal sektör alt yapısı henüz böyle bir değişikliğe hazır olmayan birçok GOÜ' yi de kapsamı içine almıştır. GOÜ' lerde finansal serbestleşme hareketleri aşağıdaki nedenlerden dolayı cazip hale gelmiştir.²⁰²

- Yurtdışından rahatlıkla borçlanabilme imkanının oluşması,
- Yurtdışı yerleşik kimselerin iç piyasalarda rahatlıkla finansal işlem yapabilmeleri,
- Aynı zamanda tüm döviz cinsinden işlemleri de gerçekleştirebilmeleridir.

Petrol krizinin ardından kötüleşen mali durumlarını düzeltmek isteyen GOÜ' ler piyasalarını dışa açmış, iç faiz hadlerinin düşük olmasından kaynaklı eriyen sermayelerini canlandırmak isteyen GÜ' lerdeki yabancı yatırımcılar da bu piyasaları tercih etmiştir. Dolayısıyla GOÜ' ler hızla finansal serbestleşme hareketlerinin içine girmişlerdir. Fakat GOÜ' lerde ilgili finansal serbestleşme kontrolsüz ve denetimsiz olarak alt yapının yeterince hazır olmadığı bir ortamda gerçekleşmektedir. Üçüncü nesil modellere göre, finansal sistemin etkin işlemediği bir ortamda uluslar arası finansal serbestleşme para krizinin oluşması için uygun bir ortam oluşturacaktır. Hükümetin izlediği kur politikasının para krizi üzerinde aktif rolü olmasına rağmen, finansal kriz

²⁰² Gülten Kazgan, *Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye' nin Yeri*, b.2, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1995, ss.89-90

hem sabit kur sisteminde hem de serbest kur sisteminde oluşabilmektedir.²⁰³ Ancak sabit kur sisteminde para krizinin oluşma ihtimali daha yüksektir.

GOÜ' ler de son derece kontrolsüz ve denetimsiz ilerleyen serbestleşme politikaları sonucunda ekonomi iktisat politikaları ile yönlendirilemez duruma gelmiştir. Bu ülkelerde risk analizinin doğru yapılmaması asimetric bilgi, beraberinde oluşan ahlaki tehlike, ters seçim problemleri, grup hareketleri olarak adlandırılan banker ve portföy yöneticilerin birlikte hareket etme durumu ve uluslar arası yayılma etkisi gibi finansal sistem sorunlarının oluşmasına sebep olmaktadır. Üçüncü nesil modellerde kriz, kendiliğinden oluştuğu ve uluslar arası kreditor paniği içerdiği için uluslar arası son ödünç verici mercii söz konusudur.

2.3.1.3.3. Finansal Krizler ve Asimetrik Bilgi

Üçüncü nesil kriz teorileri yaklaşımında asimetric bilgi teorisine yer verilmektedir. Ancak sadece bağıli bir ana grup olarak değil, eş düzeyde bağımsız bir alt bölüm olarak da ele alınabilir.²⁰⁴ Bir konu hakkında iki tarafın farklı değer (bilginin gerçeği yansıtmaması) taşıyan aynı bilgiye sahip olması durumu genel anlamıyla asimetric bilgi olarak ifade edilmektedir.²⁰⁵ Asimetric bilginin ahlaki tehlike yaklaşımı ile ortak bir takım özelliklerinin olmasına karşın, kendine has ayırt edici özelliklerinin olması asimetric bilgiyi üçüncü nesil kriz teorileri içerisinde ayrı bir başlık olarak, üçüncü nesil teorilerine eşdeğer ve onlardan farklı bir yaklaşım haline getirmektedir. Dolayısıyla asimetric bilgi, üçüncü nesil kriz yaklaşımına eş değer fakat ondan ayrı bir alt başlık olarak ele alınmaktadır.

Asimetric bilgi yaklaşımı Frederic Mishkin tarafından inşa edilmiştir. Çalışmanın temelleri 1997 yılında Asya krizi öncesinde atılmış, kriz sonrasında hızlanmıştır. Çalışma Meksika ve Asya ülkeleri gibi GOÜ' lerde görülen finansal krizleri açıklamaktadır. Asimetric bilginin ortaya çıktığı durumlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.²⁰⁶

²⁰³Krugman (1979), Aghion, Bachetta, ve Banerjee (2000), s. 27.

²⁰⁴ Samur (2008), s. 157

²⁰⁵ Halil Seyitoğlu, *Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri, Açıklamalı Sözcük Yayınları*, Geliştirilmiş b.2, İstanbul, 2001, s. 5

²⁰⁶ Güler Aras, "Sermaye Piyasalarında Asimetric Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü" İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C.19, S.225, 2004, ss.81-84

- Kredinin farklı risk taşıyan firmalara verilmesi durumunda,
- Bilgisi yetersiz olan yatırımcının yaptığı menkul kıymet yatırımlarının bilgili yatırımcıların olduğu piyasalarda gerçekleşmesidurumunda,
- Yeni çalışanların farklı özelliklerde ve yeteneklerde olması durumunda,
- İkinci el mal piyasalarında dayanıklı tüketim mallarının satılması durumunda,
- Firma temsil yetkisinin şirket hissedarlarına ve yöneticilerine verilmesi halinde,
- Sigortalama işleminin farklı risk düzeylerine sahip bireylere uygulanması halinde ortaya çıkmaktadır.

İkinci el otomobil piyasalarında ahlaki tehlike sorunu ile sıkça karşılaşmaktadır. İkinci el piyasalarda satıcı her zaman alıcıya göre daha avantajlı durumdadır. Bunun sebebi satıcının ürün hakkında daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Asimetrik bilgiye sahip alıcılar bu bilginin risk primini fiyata yansıtacaklardır. Böylece yeni bir arabanın ikinci el piyasada fiyatı aşınma bedelinden daha fazla düşecektir. Alıcıların ürün hakkında iyi veya kötü kararı kullanım sonucunda verileceği için karardan doğabilecek risk primini fiyata yansıtırlar ve kendilerini asimetrik bilgiye karşı korumaya çalışırlar. Bu durum arabalarının değeri altında satılacağı düşüncesine sahip satıcıların ürünlerini bu piyasalardan çekmesi vepiyasada arzın azalması neticesinde iyi arabaların piyasayı terk etmesi ile sonuçlanacaktır. Bu nedenle piyasada kalan kötü durumdaki arabaların fiyatları daha yukarı çıkacaktır. Sonuç olarak asimetrik bilgiden kendini korumaya çalışan alıcılar ters seçim sorununa maruz kalacaktır.

Finansal piyasalarda bu durum borç alan ve borç veren arasında yaşanmaktadır. Borç alan yapacağı yatırımın potansiyelini ve getireceği bildiği için borç verene göre daha avantajlı durumdadır. Ancak alıcının kötü niyetli olması halinde borç için ödenen risk primi ve faizler yükselecektir. Bu durum karşısında riski düşük ve getirisi de düşük olan iyi niyetli yatırımcılar piyasadan çekilecek, yüksek risk taşıyan ve bu riski karşılayacak getiriye sahip olmayan kötü niyetli yatırımcılar piyasada kalacaktır. Böylece piyasadaki değerli fonların bu yatırımcıların ellerinde kalma olasılığı gittikçe yükselecektir. Bu durum yatırımcıları ters seçim davranışına itecektir. Finansal piyasalarda asimetrik bilginin yol açtığı sorunlar aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.²⁰⁷

²⁰⁷ Aras (2004), ss.81-84

- Asimetrik bilginin olduğu ortamda tam rekabet koşulları zedelenecek ortadan kalkar ve piyasalar bu durumdan kötü etkilenir, sermaye ve para piyasalarında ve ayrıca finansal kurumlarda etkinlik azalır,
- Asimetrik bilgi fiyat dalgalanmalarını olumsuz etkilediği için hisse senedi ve tahvil fiyatları artar,
- Asimetrik bilginin varlığı tasarrufların etkin bir şekilde yatırımlara dönüşmesini engeller,
- Sermaye piyasalarında oluşan yanlış yönlendirmeler sonucunda spekülasyon karları oluşacaktır,
- “İçerde bilgi” (Insider Trading) olarak adlandırılan haksız bilgi asimetrik bilgi yoluyla hisse senedi piyasalarına yansımış olur.

Asimetrik bilgi “*ahlaki tehlike*” ve “*ters seçim*” olmak üzere finansal sistemde iki soruna neden olmaktadır.

2.3.1.3.3.1. Ahlaki Tehlike Sorunu ve Finansal Krizler

Özellikle finansal sektörün krize girmesine sebebiyet verecek ana etmenlerden biri olan “*ahlaki tehlike*” Asya krizinin oluşmasında önemli bir rol oynamıştır. Tasarrufların yatırımlara etkin bir şekilde dönüşmesini sağlayacak mekanizmanın kopması yani finansal sektör fonlarının reel yatırımlara etkin olarak dönüşmesini engelleyecek bir yapının oluşması ahlaki tehlikenin varlığına işaret etmektedir. Finansal sistem ekonomide bir bağ niteliğindedir. Bu bağ finansal fonlar ve yatırımlar - finansal fon sahipleri ve reel sektör yatırımcıları arasında kurulmaktadır. Yurt içi finansal aracı kurumlar da aynı görevi üstlenmiş durumdadır. Onlar ise yabancı finansal fon ve fon sahipleri ile reel sektör yatırımları arasında etkin işleyişi sağlayacak bağı oluşturmaktadır. Asya ülkelerinde finansal sistem ve yurtiçi aracı kurumlar arasında doğru ve etkin işleyecek bir bağ oluşturulamamış ve böylece ekonomiyi finansal krize sürükleyecek reel sektör yatırımları riskin çok yüksek olduğu alanlara kaymıştır. Etkin işlemeyen finansal sistem, fonların israf edilmesi ile sonuçlanmaktadır. Asya krizinde kısa vadeli yabancı fonlar ülke içine çekilebilmiş ancak bu fonlar doğru yönetilemediği için israf edilmiştir. Başka bir ifade ile Asya krizi, reel sektörün fonlarını riski yüksek ancak getirisi riskinin altında olan yatırımlara yönlendirmesi ve finansal piyasalardaki şişkinlik sonucunda meydana gelmiştir.

Sağlam makro ve mikro ekonomik temelleri olan Asya ülkelerinde ekonomik bir krizin oluşacağı tahmin edilememiştir. Ancakahlaki tehlike yaklaşımı, sağlam görünen makro ve mikro ekonomik göstergelerin gerçeği yansıtmadığını savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre, Asya krizi çok sağlam temellerin var olduğu bir ekonomik yapıda değil tam tersine ekonominin zayıf olduğu bir ortamda patlak vermiştir. Bu zayıflık hem makro hem de mikro ekonomik göstergelerde mevcuttur. Makro ekonomik göstergelerin zayıf olduğunu kanıtlayan durum en başta finansal sistemde yaşanan mikro bazda ki dengesizliklerdir. Ancak mevduat garantisi ve kefalet sisteminin varlığı krizin sinyallerinin önceden verilmesinin önüne geçmektedir.²⁰⁸ Yani mevduat garantisi ve kefalet sistemi ekonomik göstergelerdeki bozuklukları gizleyerek krizin önceden tahmin edilmesinin önüne geçmiştir. Gizemin ortadan kalkması ile kriz patlak vermiştir. Görevini yerine getirmeyen finansal aracı kurumlarve finansal sistemdeki bozulmalar Asya krizinin baş aktörleridir. Krizi hızlandıran sebep ise, hızlı bir şekilde yaşanan finansal liberalizasyondur. Asya krizi hızla gelen kısa vadeli yabancı sermayeyi karşılayacak kuvvetli bir finansal zeminin olmaması neticesinde patlak vermiştir. Ancak bu durum krizin oluşturan temel sebep değil, tetikleyici bir faktördür. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, ülkelere yabancı sermaye girişi olmadığı durumlarda da krizin gerçekleşmesidir. Çünkü krizi oluşturan sebep ahlaki tehlikenin varlığı ve bağlantılı olarak finansal sistemin iyi işlememesidir. Ahlaki tehlike görüşüne göre ahlaki bir tehlikenin var olması, finansal liberalizasyonu karşılayabilecek nitelikte bir finansal sistemin olmayışı, hızla giren uluslar arası kısa vadeli sermaye hareketleri, finansal sistemin gittikçe büyüyen yabancı para cinsinden kısa vadeli borçları, reel sektörün gittikçe borçlu haline gelmesi ve kaldıramayacağı riskteki yatımlara girmesi krizin başlıca nedenleridir. Bu görüşe göre Asya krizi yalnızca bir para krizi değil, çoğunlukla bir finansal krizdir. İlk etapta tahmin edilecek nitelikte olmamasından dolayıısıyla geleneksel para krizi teorileri krizi açıklamakta yetersiz kalmıştır.

Krugman' a göre, ahlaki tehlike problemi finansal aracı kurumlar ile başlamaktadır. Düzenlenmemiş finansal aracı kurumlar bünyelerinde ahlaki tehlikeyi taşımaktadır. Asya krizine yol açan unsur finansal aracı kurumlar ve bu noktada ahlaki

²⁰⁸Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, ve Nouriel Roubini, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis, Part I:A Macroeconomic Overview", NBER, Working Paper No. 6833, 1998a

tehlike sorunun var olmasıdır.²⁰⁹ Asya krizinin sebebi aşırı kar gayesi ile hareket eden finansal araçlardır. Finansal araçlar, yüksek riskli yatırımlardan yüksek kar elde edecekleri için yatırımcıları bu yatırımlara yönlendirmişlerdir. Üstelik finansal aracı, mevduat garantisi ile korunduğu için yatırım başarısız olsa dahi bu işlemin sonunda herhangi bir şey kaybetmeyecektir. Ancak yatırımın başarılı sonuç vermesi halinde yüksek getiri elde etmektedir.²¹⁰ Finansal aracının finansal işlemin başında bu hareketi gerçekleştirme eğilimde olması, borcuna sadık ve ödemeye niyetli borçlu açısından bir “ahlaki tehlike” niteliğindedir.

Ahlaki tehlike; uluslar arası kredi sağlayıcıların yurtiçi finansal araçlara borç vermesi esnasında finansal sektör içerisinde yer alan finansal firma ve araçların reel sektöre fon sağlaması esnasında ve reel sektörün ellerinde bulundurdukları fonlarını yatırımlara dönüştürürken (riskli ve yüksek getirili projeyi tercih eden yatırımcının projesinin beklenen getiriyi vermemesi başarısız olması sonucu yatırımcının zarara uğraması) olarak ortaya çıkmaktadır.²¹¹ Corsetti, Roubini, ve Pessenti göre Asya krizi risk yönetiminin etkin bir şekilde yapılamaması ile uluslar arası ödünç vericilerin yurt içi finansal kuruluşlara aşırı ödünç vermesi sonucu etkinliği düşük ama riski yüksek yatırımların türemesi ile döviz cinsinden kısa vadeli yabancı sermayenin artması durumudur.

Finansal sistemde hızla yaşanan liberalleşme sonucu zayıf finansal yapıya sahip firmaların taşıyamayacakları şekilde aşırı risk yüklenerek finansal sisteme girmelerine neden olmuştur. Bu durum bir zincir gibi finansal firmaları bu bağlamda finansal aracı kurumları aşırı risk yüklenmeye iterek aşırı riskli bir finansal yapı meydana getirmiştir. Aşırı risk yükü taşıyan finansal sektör, finansal araçların ödünç verdikleri fonları aşırı riskli hale getirmektedir. Böylece finansal firmaların kredi riski artmaktadır. Artan kredi riski aktif kalitesi düşürmektedir. Bu durum finansal sistemin yapısını bozmakta finansal firmaların ve aracı kuruluşların mikro ekonomik durumunu kötüleştirmektedir. Böyle bir finansal sistem ekonomiyi ani döviz dalgalanmaları ve finansal şoklar karşısında aşırı kırılgan hale gelmektedir.

²⁰⁹ A.g.e, s.4

²¹⁰Paul Krugman, “What Happened to Asia”, Journal of Money, 1998, s.3

²¹¹Corsetti, A.g.e, s.6

Finansal sektörde ahlaki tehlikenin varlığı reel sektör yatırımlarının etkinsiz sonuç vermesine neden olmaktadır. Finansal sistem içerisinde fonlar bollaşmaktadır. Bu nedenle finansal sektör reel sektöre aşırı borç vermekte ancak firmalar aşırı borç yükü altına girmektedir. Ahlaki tehlike reel sektör yatırımlarını riskli ve karı yüksek yanlış yatırımlara yönlendirmektedir. Bu nedenle firmaların mikro ekonomik yapıları da dengesizleşmektedir. Sonuçta reel sektöre sağlanan fonlar gerektiği gibi değil etkinsiz bir şekilde kullanılmış olacaktır. Riski yükselen ilgili yatırımların ortalama getirisi ve ortalama yatırım verimliliği düşük olacaktır. Bu ortamda firmalar vadesi gelmiş alacaklarını tahsis edememektedirler. Böylece ekonomideki beklentiler kötüleşmekte, güven kaybı oluşmakta ve ekonomi dış saldırılara açık hale gelmekte ve ani ekonomik dalgalanmalardan hemen etkilenmektedir.

2.3.1.3.3.2. Ters Seçim Sorunu ve Finans Piyasalarına Etkisi

Finansal piyasalarda asimetrik bilgi olgusunun yol açtığı ikinci temel problem ise “ters seçim sorunu” dur. Ters seçim sorunu ekonomik bir eylem gerçekleşmeden evvel meydana gelmekte, ahlaki tehlike problemi ise, ters seçim gerçekleşikten sonra gerekli bilgilerin elde edilmesi ile gerçekleşmektedir.²¹² Yani alım-satım sözleşmesi öncesinde ortaya çıkmaktadır. Fiyat politikasının yalnızca en az tercih edilen müşterinin işlem yapmasına sebebiyet veren durum “ters seçim sorunu” dur. ²¹³ Finansal piyasalar nezdinde ters seçim, piyasa taraflarından birinin piyasa mallarının fiyat ve kalitesine bakmaksızın piyasaya dahil olduğu ortamlarda ortaya çıkabilmektedir.²¹⁴ Böyle bir ortamda taraflardan biri maliyete katlanmak zorunda kalır.

Asimetrik bilgi olgusunun yarattığı bir durum olarak piyasada işlem gerçekleşmeden önce ters seçim sorunu oluşmaktadır. Fon ihtiyacı bulunan ekonomik birimler ile fon fazlası bulunan ekonomik birimlerin bir araya geldikleri piyasalarda borç bulmak isteyen kişiler, fon bulmalarını engelleyeceğini düşündükleri bazı olumsuz özelliklerini saklayabilir veya daha farklı gösterebilir.²¹⁵ Bu sayede ihtiyaç duydukları

²¹²Şahin Çetinkaya, “Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü”, Sakarya İktisat Dergisi, C.1, S.2, 2012, s.49

²¹³ Halil Seyitoğlu, *Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri, Açıklamalı Sözlük*, Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul, 2001(b), s. 13

²¹⁴Meltem Erdoğan, “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”. DPU Sosyal Bilimler Dergisi, Nisan, 2008, s.3

²¹⁵Çetinkaya (2012), s.54

fona daha düşük maliyetle ve risk primsiz olarak sahip olabilmektedirler. Bu durum fon arz edicinin borç verme konusunda isteksiz hale gelmesine sebep olmakta veya fon sağlayıcıların edindikleri farklı bilgiler doğrultusunda borç verirken risk primini ilave ederek borcun maliyetini yükseltmektedir. Böylece iyi niyetli fon talep eden kimseler hak etmedikleri fazla maliyete katlanmak durumunda kalabilmektedirler. Diğer bir açıdan, borç almayı talep eden kişinin kötü kredi riskine sahip yatırım projelerine yönelmesi de ters seçim sorununu doğurmaktadır.

Ters seçim sorununa sebep olan bir diğer etmen ise faiz hadleridir. Faiz oranlarında aşırı veya ani dalgalanmalar ya da yükselişler finansal piyasalarda ters seçim probleminin oluşmasına sebebiyet vermektedir. Riskli yatırım projelerine yönelen ve borç almaya aşırı istekli yatırımcılar iyi niyetli yatırımcı olarak görülmemektedir. Dolayısıyla borç sağlayıcılar bu tip yatırımcıların borcuna sadık olmadığını ve borcun geri ödeme vadesinin aşılması halinde faiz oranlarındaki artışı dikkate almayacaklarını bildikleri için bu tip yatırımcıları ayıklama niyetindedirler. Borç sağlayıcılar geri ödemesi zor yatırımlarla uğraşan bu tip yatırımcıları seçebildikleri durumda borç vermekten kaçınmaktadırlar.²¹⁶ Böylece, finansal piyasalardaki faiz oranları azalan fon miktarı ile ters orantılı olarak yükselme eğilimine girecektir. Faiz oranlarının yüksek olduğu böyle bir ortamda borcuna sadık iyi niyetli yatırımcı piyasadan çekilirken, faiz artışını dikkate almayan kötü niyetli yatırımcı piyasada kalacaktır. Sonuç olarak fon sağlayıcılar ters seçim sorununa maruz kalacaklardır.

Diğer taraftan yüksek faiz oranları getirisi ve riski düşük yatırımların finanse edilmesinin önüne geçerken riski ve getirisi yüksek olan yatırım finansmanının önünü açmaktadır. Asimetrik bilginin olduğu böyle bir ortamda bankacılık sistemi doğru finansman sağlayamamaktadır. Sahip olduğu yüksek risk, sağladığı getirinin üstünde kalan riskli yatırımlar bankalar tarafından finanse edilecek ancak düşük riskli yatırımlar gerekli finansmanı bulamayacaktır. Böylece bankalar da ters seçim sorunu ile karşı karşıya kalacaklardır. Biriken fonlar, kar getirmeyen yüksek riskli yatırımlara ve borcuna sadık olmayan kötü niyetli yatırımcılara akacaktır. Fonların yanlış kişilere ve alanlara aktarılması piyasanın işleyişini ve aktarım mekanizması bozmaktadır. Bu durum bankalarda geri ödemesi yapılmayan kredilerin sayısını arttırarak banka

²¹⁶Frederic Mishkin, "Global Financial Instability; Framework, Events, Issues", Journal of Economic Perspectives, C.13, S.4, 1999, p. 4

mevduatlarını zarara uğrayacak ve bankaya olan güveni sarsacaktır. Bunun sonucunda bankalar krize girecek ve para krizi oluşacaktır.

2.3.1.3.4. Finansal Krizler Işığında Grup Psikolojisi ve Yayılma Etkisi

Finansal serbestleşme ile finansal sistemin işleyişinde yaşanan bir başka problem ise “grup psikolojisi” dir. Asimetrik bilginin var olduğu, tam bilginin sağlanamadığı ve rasyonel davranışa sahip bireylerin olmadığı ortamda “grup psikolojisi” oluşmaktadır. Grup psikolojisi, özellikle son yıllarda dikkate alınan bölgesel yayılma etkisi olarak tabir edilen makroekonomik değişkenlerde yaşanan kötüleşmenin etkilerinin bölgesel olarak yayılması durumudur. Birinci ve ikinci nesil modellere göre asimetrik bilginin var olmasına karşın bireyler bilgiyi en etkin şekilde kullanmaktadırlar. Dolayısıyla makro ekonomik değişkenlerde yaşanan kötüleşmenin olağan bir sonucu olarak para krizi oluşabilmektedir. Birinci ve ikinci nesil geleneksel modellerin her ikisinde de grup psikolojisi etkisi göze ardı edilmiştir. Ancak üçüncü nesil modeller piyasalarda tam bilginin olmadığı yaklaşımı ile grup psikolojisini analizlerine dahil etmişlerdir.

Başka bir deyişle “grup psikolojisi” yatırımcı veya spekülâtör ile aynı bilgi seviyesinde olmayan diğer yatırımcıların ve spekülâtörlerin de onlar gibi hareket ederek portföylerini düzenlemesidir. Burada bilginin doğruluğundan ziyade diğerlerinin aynı faaliyeti gerçekleştirme eğiliminde olması grup psikolojisini oluşturan durumdur. Literatüre “soro” etkisi olarak giren etkiye göre bahsedilen grup psikolojisine yalnızca spekülâtörlerin hareketleri de sebep olabilmektedir. Grup psikolojisinin ortaya çıkma nedenleri aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.²¹⁷

- Daha özel bilgiye sahip olduklarını düşündükleri yatırımcıların takip edilmesinin sonucu olarak herkes gibi davranma etkisi. “Bandwagon effect” de denilmektedir. Bu etkiye göre grup hareketi, bir ülkede meydana gelen bir eylemin diğer ülkelere takip edilmesi yani bu ülkeleri de etkilemesidir.
- Aracı kurumların günümüz dünyasında etkinliğinin artması, paranın yatırımcının bizzat kendisi tarafından değil aracı kurumlar tarafından yönetilmesi hali grup psikolojisinin yoğunluğunu daha da arttırmıştır. Piyasada belli kişilerde bulunan bilgileri elde etme arzusu ile hareket eden aracı kurumlar, buldukları ülke

²¹⁷ Mesut Aslantaş, Necmi Odyatmaz, “Para Krizleri”, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dünya Ekonomileri Bülteni, Nisan 1998, s.8

dışındaki piyasaları takip etmekte ve eylemlerini bunlara göre şekillendirmektedir.

Uluslar arası finansal sistemde sermaye akışı bu şekilde sağlanmaktadır. Burada sonucu etkileyen faktör, sermayenin ülkelere giriş hızıdır. Grup psikolojisi ile hareket eden yabancı sermayenin ülkeye girişi yavaş, çıkışı ise oldukça hızlıdır.²¹⁸ Bu durum makroekonomik dengeleri bozarak para krizi için zemin hazırlamaktadır.

Finansal krizlerde ortaya çıkan bir diğer etki ise yayılma etkisidir. Liberalleşmenin ardından uluslar arası finansal sistemlerin birbirleri ile olan etkileşimi ve birbirlerine olan bağları daha güçlenmiştir. Para krizlerinin Güneydoğu Asya, AB ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanması, krizlerin “yayılma etkisi” konusunu gündeme getirmiştir. Etkisi ve derinliği büyük olan bu krizlerle beraber yayılma etkisinin popülerliği de artmıştır. Bu konu ile ilgili olarak Eichengreen, Rose ve Wyplosz 1996 yılında durum ve grafik analizlerinin kullanıldığı bir teknikle, 1994 yılında yaşanan Meksika krizinin durumunu incelemişler ve krizin yarattığı etkinin ülkeler arası farklılık göstermesi durumunu açıklamaya çalışmışlardır. Sachs, Tornell ve Velasco 1996 yılında yaptıkları çalışmada Meksika krizini ulusal paranın uğradığı ani şok ve spekülasyon atalar ile açıklamaya çalışmışlar ve bu etkilerin yayılma etkisi ile diğer ülkelere sirayet ettiğinin altını da çizmişlerdir.

Ülkelerin birbirlerine benzeyen ekonomik koşulları, birbirleri ile olan bağlantıları ve aralarında ilişkiler “yayılma etkisi” ni doğurmaktadır. Ancak aralarında bu tarz beklentiler olmaksızın ülkelerin birbirleri ile gözlemlenemeyen benzerliklerinin olması ve ilgili ülkelerdeki bireylerin rasyonel olmayan davranış sergilemesi ve rasyonel olmayan beklentilerin oluşması halinde de “yayılma etkisi” görülebilmektedir.²¹⁹ Yayılma etkisine sebep olacak bir diğer unsur ise IMF’ nin varlığıdır. En büyük borç veren kuruluş olan IMF aslen alacaklı haklarını gözetse de krizlerin sıklığını ve büyüklüğünü arttırıcı etki yapmaktadır.²²⁰ Yayılma etkisi iki yoldan gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki, ticari anlamda benzer ilişkiler yürüten ve benzer

²¹⁸ Eğilmez, Kumcu(2002), s.261

²¹⁹ Aslantaş (1998), s. 10

²²⁰ Lawrence White, *Küresel Finansal Piyasalar ve Uluslar arası Para Fonu*, “İç. Kapitalizm ve Küresel Refah: Kapitalizm Kendini Savunuyor”, Ed Ian Vasquez, Çev. Ekrem Erdem, Liberte Yayınları, 1. Baskı, 2003, s.258

finansal kaynaklara sahip ülkelerin birinde yaşanan negatif bir durumun diğer ülkenin finans piyasasını olumsuz etkilemesidir. İkincisi ise benzer ihraç mallarına sahip ülkelerden birinde devalüasyon yaşanması durumudur. Devalüasyon yapan ülke karşısında dış ticaret rekabet gücünü kaybetmek istemeyen diğer ülkede devalüasyon yapacaktır. Bu durum devalüasyon rekabetini arttırarak ekonomik krizlerin oluşmasına sebep olacaktır.

2.4. 1990 SONRASI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE YAŞANAN PARA KRİZLERİ VE SICAK PARA KAPSAMINDA HEDGE FONLARIN KRİZLERDEKİ ROLÜ

1970' li yıllarda başlayan ve 1980' lerin ortalarına kadar devam eden GOÜ' lere (özellikle Asya ve Latin Amerika) sermaye girişleri, hükümet borçlarına dayalı olmuştur. 1980 yılının ikinci yarısından sonra ise bu durum yerini DYSY' larına bırakmıştır. Ancak bu ülkelere DYSY çok sürmemiş ve bu ülkelerde borsada yaşanan serbestleşme ile birlikte 1990' lı yılların başından itibaren sermaye girişleri portföy yatırımları şeklinde olmuştur.²²¹

Özel bir takım hesapları yöneten, kamu gözetiminden uzak hareket eden hedge fonlar, 1970' li yıllarda finansal piyasalarda oluşan baskının bir sonucu olarak piyasalarda yerini almıştır. Fon yönetiminde başarılı kişilerin finansal piyasalarda yerini almaya başlaması ve 1990' lı yılların başında Soros' un fonunun işlem görmeye başlaması ile hedge fonların kamu tarafından gözetim altına alınması ile ilgili tartışmalar gündeme gelmiştir. Piyasalardaki etkinliği finansal serbestleşme ile artan bu fonlar, yüksek faiz oranları ile yüksek kârlı bölgeler olan GOÜ piyasalarını tercih etmeye başlamıştır. Bu ülkelerin finans piyasalarının liberalleşmesi ile hedge fonlar portföy yatırımları şeklide hızla GOÜ piyasalarına girmeye başlamıştır.

2.4.1. Gelişmekte Olan Piyasalar Açısından Hedge Fonlar

Piyasadaki dalgalanmalardan kar elde etmek isteyen finansal yatırımcılar, finansal istikrar mekanizmasının iyi işlemediği Arjantin, Meksika, Brezilya, Türkiye v.b

²²¹ Shah M. Tarzi, "Hot Money and The Emerging Markets: Global Political and Economic Determinants of Portfolio Capital Flows", The Journal of Social, Political and Economic Studies, C.25, S.1, 2000, s.462

gibi GOÜ piyasalarında alım pozisyonu almayı tercih ederler. GOÜ piyasalarının ortak özelliklerine bakıldığında, diğer piyasalara görece büyüme oranları ve piyasaya giren hisse senetleri hem sayıca hem büyüklük olarak daha yüksektir. Bu durum GOÜ piyasalarını yatırımcı için cazip hale getirmektedir. GOÜ' lerde piyasa yoğunluğunun fazla olması ve getiri oranlarının yüksek olması hedge fonların sahip oldukları yatırım stratejilerini kullanarak GOÜ piyasalarında daha yüksek kar sağlamasına olanak verir.²²² Dolayısıyla yatırımcılar varlıklarının bir bölümünü bu piyasalara aktarmaktadırlar.

Diğer taraftan GOÜ açısından ise piyasalarda etkili büyüklüğü olan ve getirileri yüksek hedge fonlar, finansman ihtiyacı olan bu ülkeler için bu özellikleri sebebi ile tercih edilen finansal yatırım araçları olmuşlardır. Hedge fonlar sayesinde GOÜ piyasalarında etkinlik ve likidite oranlarında artış sağlanabilmiştir. Özellikleri itibariyle nitelikli yatırımcıların yatırım yapabildiği ve belirlenen süre dışında yatırımdan çıkışın mümkün olmadığı hedge fonlar vasıtasıyla GOÜ' lerin para piyasalarına ciddi miktarda sıcak para aktarımı gerçekleşmektedir. Hedge fonların GOÜ piyasalarına giriş yapması ile birlikte artan likidite fazlalığı kredi maliyetlerini ucuzlatmaktadır. Düşen kredi faizleri reel sektör yatırımlarını arttırmaktadır. Artan yatırımlar büyüme oranlarını yükseltirken, işsizliğin düşmesine yardımcı olmaktadır. Kredilerin reel sektöre aktarılmadığı veya kullanılan kredinin finansal sisteme tekrar dönmediği durumlarda ülkeye gelen hedge fonlar, finansal krizlere yol açabilmektedir.²²³ Ayrıca yatırım süresi bir yılı aşmış hedge fonların, piyasaların kötüleştiği durumlarda yatırımcının nakit ihtiyacını karşılamak için fon getirisini ilgili ülkenin dışına aktarması yine GOÜ piyasalarında finansal krize neden olmaktadır.

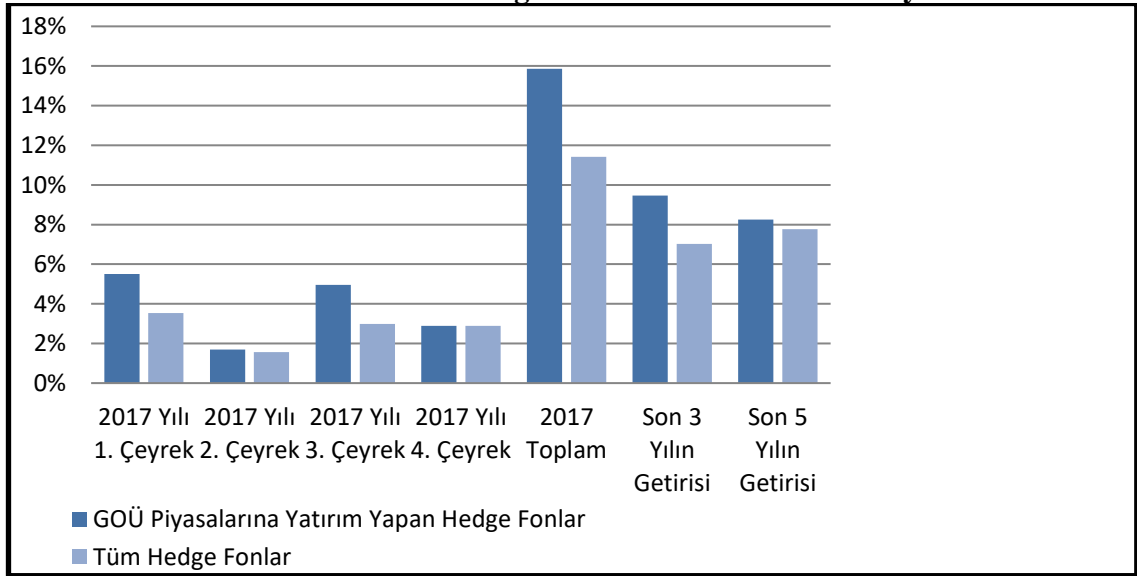
GOÜ piyasalarının popülerliğinin arttığı böyle bir konjonktürde, bu ülkelerdeki hedge fonların da popülerliği, büyüklüğü artmakta ve müşteri tabanı genişlemektedir. Bu durum tartışmalı olarak ülkelerin ekonomilerine olumlu katkılar da yapabilmektedir. Hedge fonlar açısından yatırımcıya sağlanan avantajların GOÜ' lerde daha fazla olması ile birlikte hedge fon yatırımları bu bölgelere kaymıştır. Grafik2.3 2017 yılı itibariyle

²²² Claude B. Erb (Liberty Mutual Insurance Company), Campbell R. Harvey(Duke University National Bureau of Economic), "Understanding Emerging Market Bonds", October 21, 1999, s.1

²²³Kemal Şerbetçi, "Hedge Fonların Finansal Piyasalara Etkisi ", (Yüksek Lisans Tezi), Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep, 2010, s.108

GOÜ piyasalarına yatırım yapan hedge fonların tüm diğer piyasalardaki hedge fon yatırımları ile karşılaştırmasını vermektedir. Buna göre 2017 yılında GOÜ' lere yatırım yapan hedge fonlar %15,9 getiri elde etmişken aynı oran tüm hedge fonlarda %11,4 olmuştur. Grafik son beş yılın getirilerini de dikkate almaktadır. Buna göre GOÜ piyasalarına yatırım yapan hedge fonlar yıllık %8,3 getiri sağlarken, tüm hedge fon getirisi %7,76 olmuştur.

Grafik 2.3: 2017 Yılı İtibariyle GOÜ Piyasalarına Yatırım Yapan Hedge Fonların Tüm Hedge Fon Yatırımları İle Mukayesesi



Kaynak: Preçin, 2018. Erişim Tarihi: 23.12.2019

2.4.2. Güneydoğu Asya Krizi ve Hedge Fonlar

1997 yılında diğer finansal krizlerden farklı olarak başrolde özel sektörün yer aldığı ve finansal yayılmanın ve çözümlerinin bölgesel olduğu Güneydoğu Asya krizi²²⁴ Tayland' ın uyguladığı devalüasyon nedeniyle etkilerini dünyaya yansıtmıştır. Hedge fonların Güneydoğu Asya krizi üzerinde etkili olup olmadığı ile ilgili bir takım farklı görüşler mevcuttur. Etkili olmadığını savunan görüşlere göre; ekonomi politikalarının yanlış gittiği zamanlarda olduğu gibi bu kriz içinde hedge fonlar suçlanmıştır. Ancak hedge fonlar kriz üzerinde etkili olmamıştır. Stephen J. Brown ve William N. Goetzmann tarafından yapılan ampirik çalışma hedge fonların para krizleri üzerinde etkisinin olmadığını göstermiştir. IMF tarafından yapılan incelemede de finansal

²²⁴B.Rana Paradumna, "Monetary and Financial Cooperation in East Asia: The Chiang Mai Initiative and Beyond", ERD Working Paper Series, S.6, 2002

<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/109229/1/ewp-006.pdf>

dalgalanmalardan hedge fonların sorumlu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. IMF raporuna göre Asya krizinin oluşmasındaki ana etkiler ticari banka kredileri ve yabancı yatırımlardır.²²⁵ Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonu raporuna göre de Asya krizinin sorumlusu hedge fonlar değildir.

Diğer taraftan, hedge fonların kriz dönemlerindeki hareketleri incelendiğinde fonların, kriz üzerinde etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. Asya krizi döneminde en yüksek getiriye sahip 10 hedge fonun hareketleri incelendiğinde hedge fonların kimi zaman “ayı” kimi zaman “boğa” şeklinde piyasalara girip çıktığı ve spekülatif hareketler yarattıkları tespit edilmiştir.²²⁶ Spekülatif hareketler sonucunda Asya ülkelerinin şirket hisse senedi fiyatları tahmin edilemeyecek şekilde gerilemiştir. Kriz sonucunda Hong Kong, Endonezya, Güney Kore ve Tayland’ ın borsalarında 1997 yılında ortaya çıkan sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.²²⁷

Finansal serbestleşmenin yaşandığı piyasalarda artan sermaye hareketlerinin beraberinde getirdiği likidite bolluğu ve artan yatırımlar piyasaları genişletmiş bunun sonucunda hisse senedi ve varlık fiyatları giderek artmıştır. Ancak bir sonraki adımda kısa vadeli sermayenin ani kaçışları likidite bolluğunu azaltmış ve piyasaları daraltmıştır. Spekülasyonların etkileri başta bankalar olmak üzere tüm finans kurumlarına sıçramıştır. Yaşanan bu durum tüm Asya bölgesinde aynı şekilde hareket ederek bölgenin bir finansal krize sürüklenmesine neden olmuştur. Asya krizini oluşturan temel sebebin hedge fonlar olduğu yönünde kesin kanıt sunulamasa da hedge fonların piyasalarda yarattığı spekülatif hareketler neticesinde krizin etki alanını genişleterek derinliğini arttırdığı açıktır.

2.4.3. Rusya Krizi ve Hedge Fonlar

1998 yılında yaşanan Asya krizin ardında Rusya ekonomisi de mali sıkıntılar yaşamış ve kriz meydana gelmiştir. Dövizin sürekli artmasına karşın Rusya’ nın ulusal parasını dolara karşı devalüe etmesi, döviz endeksli sermaye hareketlerini kısmi olarak

²²⁵Barry Eichengreen, ve diğerleri.”Hedge Fund and Financial Market Dynamics”, Occasional Paper, International Monetary Fund, May 15, 1998. Aktaran: Anbar, s.417.

²²⁶Muhammed Akdiş, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, S. 36, Mayıs-Haziran 2004, s.42

²²⁷Akdiş (2004), s.43

sınırlandırsa da kriz nedeniyle oluşan ekonomik zararları önleyememiştir.²²⁸ Dünyada yaşanan petrol krizi ile petrol fiyatlarındaki ani düşüş Rusya piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Diğer taraftan iç piyasada geri ödenemeyen kredi faizleri mali durumu kötüleştirirken dış finansman maliyetinin artması cari dengeleri bozmuştur. 1998 yılında George Soros'un Financial Times'a gönderdiği mektupta rublenin %25'e yakın olarak devalüesinin gerekliliğine vurgu yapması beklentileri bu yöne çevirmiştir.²²⁹ Bunun sonucunda Rusya ulusal parasını devalüe etmiş ve 90 günlük moratoryum (dış borçların ödenmesi konusunda) ilan etmiştir.²³⁰ Rusya krizinin arkasında spekülasyon hareket eden yabancı sermayenin olduğu yönünde bir çok görüş mevcuttur. Dönemin merkez bankası başkanı yabancı spekülasyonları krizin baş sorumlusu göstermiştir.²³¹ Spekülasyon hareketleri devalüasyonu tetiklenmiş ve bu durum döviz piyasalarını bozarak finansal krizin başlamasına neden olmuştur.

2.4.4. Hedge Fonlar ve ERM Krizi

Danimarka'nın AB parasal birlik anlaşmasını kabul etmemesi sonucu "Avrupa Döviz Kuru Mekanizması" olan ERM sistemi 1992 yılında krize girmiştir. Bunun yanında İtalya'nın ulusal para cinsinden kamu açıklarının gittikçe artması, İtalyan parasına olan spekülasyon saldırıları arttırmış ve %7 oranında devalüasyon yaşanmıştır. Diğer AB ülkelerinde de aynı şekilde spekülasyon hareketleri oluşmuş ve aynı şekilde devalüasyon ile sonuçlanmıştır. Bu durum sterlin üzerindeki baskıları arttırmıştır. George Soros bu durumu ön görmüş yaşanacak değer düşüşüne karşın kısa vadeli krediler ile pozisyon almıştır.²³² Yaşanan bu spekülasyonlar sonucu, İngiliz merkez bankasının müdahalesine rağmen faiz oranları bir gecede ciddi şekilde yükselmiştir.²³³

Yaşanan bu durumlar karşında hedge fonlar piyasaların tekrardan yapılandırılmasına kadar olan süre zarfında pozisyon almamışlar ve kurumsal fonların tekrardan değerlendirilmesi hususunda yöneticilerini yönlendirmişlerdir. 1993 yılında yayınlanan finansal raporlara göre hedge fonlar, döviz piyasalarında sermaye potansiyellerinin üzerinde aktif rol oynamış ve piyasalar üzerinde önemli yönlendirici

²²⁸Hıdır Mor, "Kriz ve Fırsatlar", Dış Ticarete Durum Dergisi, S.40, Aralık 1998, s. 8.

²²⁹Anbar (2009), s.426

²³⁰Anbar (2009), s.426

²³¹ Mor, (1998), s.8

²³² Keith Pilbeam, International Finance, Second Edition, London: Macmillan Pers Ltd. 1998,s.301.

²³³Pilbeam (1998), s.30

etkisi olmuştur. Rapora göre finansal gücü temelde elinde bulunduranlar emeklilik fonları, sigorta şirketleri, finans dışı kurumlar ve ortak fonlardır.²³⁴

2.4.5. 2008 Küresel Finansal Krizi Üzerinde Hedge Fonların Etkisi

2008 küresel finansal krizi üzerinde hedge fonların etkili olup olmadığına dair farklı görüşler mevcuttur. Krizi tetikleyen unsurun hedge fonlar olduğunu savunan görüşlere göre, daima talebin arzın üzerinde hareket ettiği ABD ekonomisinde hedge fonların varlığı reel ekonominin finansal ekonomiden kopuk ilerlemesine yol açmış ve piyasaya dolar sürerek devam edilmesine neden olmuştur. Piyasaya sürülen dolar cinsinden türev araçların sayısının en uç noktasına ulaşmasının akabinde dibe çöküşü gerçekleşmiş yani bir balon gibi şişen sanal finansal varlıklar bir anda patlamıştır. Bu duruma sebebiyet veren önemli etmenlerden birde hedge fonlardır.²³⁵

Diğer taraftan sermaye büyüklükleri çok yüksek olmayan hedge fonların bu boyutta bir küresel krize sebep olmasının mümkün olamayacağı yönünde görüşler de mevcuttur. Bu görüşler hedge fonlar ile ilgili 2008 yılında yapılan panelde vurgulanmıştır. Görüşe göre hedge fonlar, kriz yaratacak derecede büyük değillerdir ve krizin meydana getirdiği belirsizlik ortamında riski yüklenen finansal araçlar olmuşlardır.

Her ne kadar aksi iddia edilse de yaşanan küresel finansal krizde hedge fonların aktif bir rol oynadığı açıktır. İlk etapta kriz, ABD merkezli geri ödenemeyen mortgage kredilerinin piyasalarda yarattığı dalgalanma sonucunda başlamış daha sonra hedge fonların devreye girmesi ile piyasalarda artan spekülasyon hareketleri neticesinde yayılarak derinliğini arttırmıştır. Fakat bu atak hedge fonları olumlu yönde etkilememiştir. Yani krizi derinleştiren hedge fonlar krizin sonuçlarından olumsuz etkilenmiştir.

2005 yılından 2008 yılına kadar olan üç yıllık periyotta krizin meydana getirdiği etki ile 72 adet hedge fon tasfiye edilerek toplam sayı 900 adet üzerine çıkmıştır. Yaşanan olumsuzlukların bir sonucu olarak hedge fon hizmetinde çalışanlar işten çıkarılmaya başlamışlardır. 2009 yılında en büyük hedge fon çalışanlarının işten

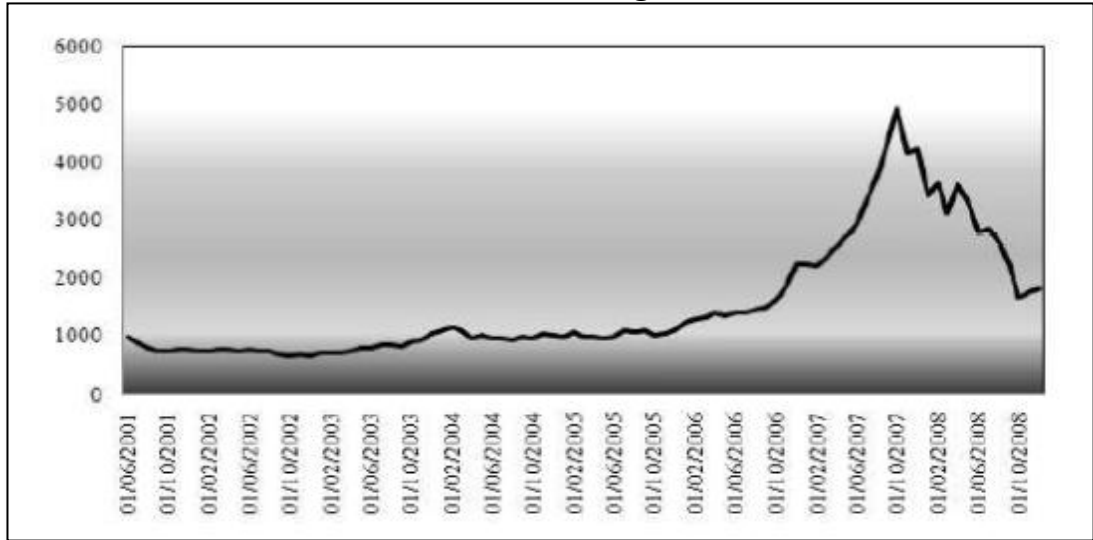
²³⁴ Eichengreen (2007), s.37

²³⁵Finans Network, "Hedge Fund Paneli", JP Morgan New York, <https://www.investmentlawgroup.com/starting-a-hedge-fund-keys-to-a-successful-launch/?mktid=GAUSHFI001>(15.12.2019)

çıkarıldığı gözlemlenmiştir. Bu tarihlerde toplam işten çıkan kişi sayısı 20 bin civarındadır. Bu durum küresel finansal krizin oluşmasına sebep olan en önemli değişkenlerden biri olan “işsizlik oranı”nın hedge fonlar ile birlikte arttığının kanıtlanmaktadır.

Hedge fonları gerçek anlamda etkileyen olay ise; Lehman Brothers’ ın iflası olmuştur. Bu iflas sonrasında hedge fon piyasasında yaşanan panik sonucu yatırımcılar yatırımlarını hedge fonlardan çekmeye başlamışlardır. Hedge fonların likit akışındaki ani azalma 2008 yılının son çeyreğine kadar devam etmiştir ve hedge fon sayısı bugüne kadar gelen en alt seviyesine ulaştırmıştır. Global hedge fon indeksinden elde edilen veriler doğrultusunda hedge fonların 2001-2008 yılları arasındaki gelişimi aşağıdaki Grafik10’ da gösterilmektedir.

Grafik 2.4: 2001-2008 Yılları Arası Hedge Fon İndeksleri



Kaynak: Bloomberg, Global Hedge Fund Index

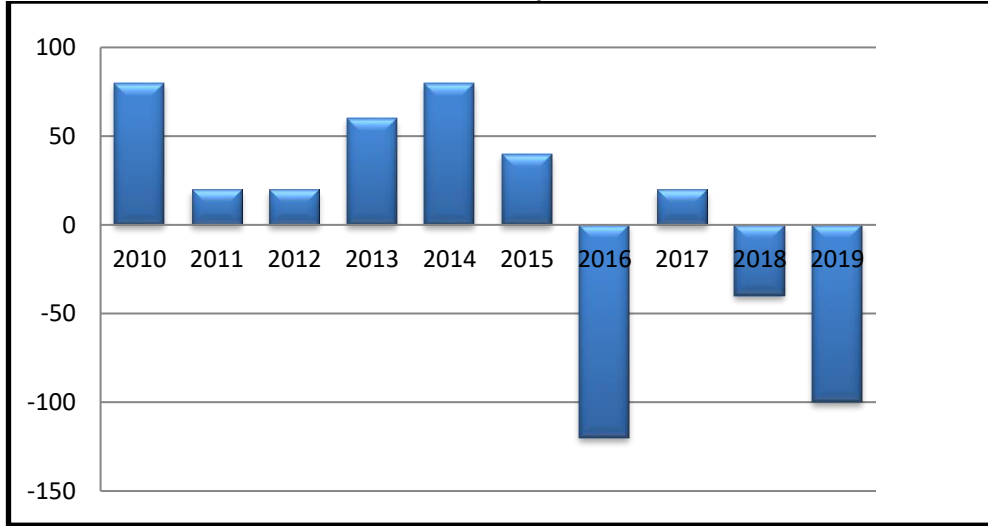
<https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/summary?s=HFRXGL:CBT> Erişim Tarihi: 15.12.2019

2.4.6. Kriz Sonrası Bugün Geline Noktada Hedge Fonların Dünyadaki Durumu

Küresel finansal kriz üzerinde etkileri olan hedge fonlar güçlü bir yatırım türü olarak kullanılmaya devam etmektedir. Günümüzde hedge fonların sayısı az olsa da hedge fon fonlarının fazlalığı, kullandıkları yüksek kaldıraç oranları ve sağladıkları likidite bolluğu ile finansal piyasalar üzerindeki etkisini devam ettirmektedir. Ancak 2019 yılsonu itibariyle küresel finansal krizden bu yana hedge fonlardan en uzun çıkış

serisi yaşandı.²³⁶ Hedge fonlarda 2019 yılında 98 milyar dolar çıkış yaşandı. Bu rakam 2016 yılından bu yana görülen en yüksek nokta oldu. Bunun arkasında yatan sebep, yüksek ücret ve düşük performansla geçen yıllardır. 2018 yılının en yüksek getirisine sahip hisse senedi fonların bile 27,5 milyar dolar çıkış oldu.

Grafik 2.5: Küresel Finansal Kriz Sonrası Hedge Fon Tasfiyeleri (Milyon USD)

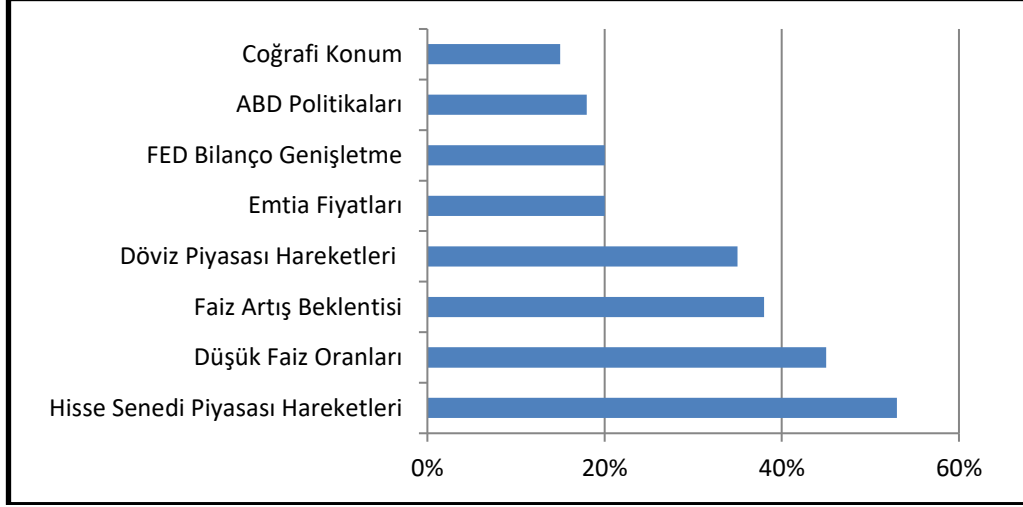


Kaynak: eVestment, Bloomberg Erişim Tarihi: 25.12.2019

Yaşanan bu düşüş doğrultusunda, hedge fonların performansını etkileyen en önemli etkenin hisse senedi piyasalarında yaşanan dalgalanmalar olduğu tespit edilmiştir. Bu tespit 2018 yılsonunda Preçin tarafından yapılan çalışmada yatırımcıların portföylerini en çok etkileyen makroekonomik değişkenlerin analizin yapılması ile elde edilmiştir. Bu verilere göre yatırımcı portföylerini %53 en yüksek oranla hisse senedi piyasasında yaşanan dalgalanmalar etkilemektedir. Bunu %45 ile düşük faiz oranları takip etmiştir. İlgili veriler aşağıdaki Grafik2.6' de verilmektedir.

²³⁶<https://www.bloomberght.com/ekonomik-veriler-ve-gundem> (15.12.2019)

Grafik 2.6: 2018 Yılında Yatırımcıların Portföylerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Payları



Kaynak: Preçin, 2018. Erişim Tarihi: 25.12.2019

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’ DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER ÜZERİNDE SICAK PARA HAREKETLERİNİN, SICAK PARA İÇERİSİNDE HEDGE FONLARIN ETKİSİ ve HEDGE FONLARIN TÜRKİYE’ DEKİ UYGULAMASI

Çalışmanın bu bölümünde 32 sayılı karar doğrultusunda tam konvertibiliteye geçiş ile şekillenen finansal liberalizasyon kapsamında Türkiye’ de yaşanan finansal krizlerde sıcak paranın ve bir sıcak para hareketi olan hedge fonların etkileri araştırılacaktır. Bu bağlamda 1989 finansal serbestleşmenin başladığı yıl başlangıç yılı olarak belirlenmiş, krizlerin anlatıldığı bölümde bazı veriler dikkat çekmek için sadece kriz yıllarını dikkate almıştır. Ayrıca küreselleşme ile birlikte finans piyasalarındaki etkinliği artan hedge fonların Türkiye finans sistemindeki uygulaması bu bölümde incelenecektir.

3.1. TÜRKİYE’ DE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ VEYABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye Cumhuriyeti ilk yıllarından başlayarak 1970’ li yılların son dönemine kadar serbest olmayan, devlet müdahalelerine dayalı, dışa kapalı Keynesyen ekonomi politikaları ile yönetilmekteydi. Cumhuriyetin kurulmasının ardından kalkınma için ihtiyaç duyulan sanayileşme, özel sektörün yokluğu nedeniyle hükümet tarafından iktisadi teşebbüsler kurularak gerçekleştirilmiştir.²³⁷

Türkiye ekonomisi 1980 döneminde yaşanan borç krizinin de bir sonucu olarak içe dönük sanayileşme modelini terk ederek, finansal piyasalarda yapısal bir takım değişiklikler yaşamıştır. Yurt içi finans piyasaları oluşturulmuş, bu piyasalar için yapısal düzenlemeler yapılmış ve yasal yönetmelikler hazırlanmıştır. 1981’ de Sermaye Piyasası Kanunu çıkarıldı. 1981’ de faiz hadleri sınırlaması, 1984’ te döviz alım satım engelleri ve 1989’ da kambiyo kontrollerinin kaldırılması ile sermayenin serbest hareket

²³⁷Birol Erkan, “Türkiye’de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları”, Manisa, 2004, s.1

etmesini engelleyen unsurlar ortadan kaldırılmıştır.²³⁸ Türkiye’ de hedeflenen büyümenin gerçekleştirilememesi, enflasyon üzerindeki baskılar, yüksek cari açıklarını yönetememesi ve yüksek kamu borçlarının finansman yetersizliği finansal liberalleşmeyi tetikleyen unsurlardır. Böyle bir ortamda ciddi bir yapısal değişiklik gereklilik haline gelmiştir. Böylece 1980 yılında “24 Ocak Kararları” adı atıldı kapsamlı bir iktisadi istikrar politikası yapılmıştır. Bu kararlarla beraber o dönem gerekli görülen ekonomik entegrasyon sürecine ilk adım atılmıştır. 24 Ocak kararları sonrası Türkiye dışa açık, milli üretim yerine daha ucuza ithal edebileceği “ihracata yönelik sanayileşme” modeline geçiş yapmıştır. Bu programla birlikte devletin ekonomideki rolünü azaltmak ve özel sektörün etkinliğini arttırmak hedeflenmiştir.²³⁹

Bu kararlar sonucunda bankacılık sektörünün durumu iyileşmiş, yurtiçi tasarruflar artmış, bankaların vadeli mevduatları üzerindeki yaptırımlar kaldırılmış ve mevduat sertifikası çıkarılması serbest bırakılmıştır.²⁴⁰ Program dış ticaret, sanayileşme ve kurumsal yapıda değişiklikler hedeflemiştir.²⁴¹ Alınan bu kararlarla Türkiye ekonomisinin finansal entegrasyona adapte olması amaçlanmıştır. Ancak ülkenin ekonomik alt yapısı henüz böyle bir liberalizasyona hazır olmadığı için; bankacılık sektörü yüksek faizlerle mücadele edememiş ve kendi aralarında yaptıkları anlaşmalarla faizlerin belirli bir seviyenin üzerine çıkmasını engellemişlerdir. Ancak 24 Ocak Kararları ile enflasyonun devalüasyonun bir sonucu olarak yılın sonunda ciddi seviyede yükselmesi, reel faizlerin yükselmesini engellemiştir.

Bankacılık sistemi, mevduat sertifikalarının serbest bırakılması ile mevduat sertifikaları aracı kurumlar tarafından satılır hale gelmiş, devamlı mevduat sertifikası üreten ve bunları halka ve kurumlara satmaya çalışan bir sistem olmuştur. Böylece bankaların mevduat maliyetleri artmıştır. Banlar bu maliyetleri karşılamak için faiz oranlarını daha da yükseltmişlerdir.²⁴² Bu durumu engellemek adına aracı kurumların

²³⁸ Mehmet Demiral, *Türkiye’ de Sıcak Para Hareketleri ve Ekonomik Krizler* (Yüksek Lisans Tezi), 2008, Niğde, s.25

²³⁹Firat Demir, “A Failure Story: Politics, Society and Financial Liberalization in Turkey”, *The Paths of Retransformation In The Post Liberalization, Era. World Development*, 2004, C.32. S.7-8

²⁴⁰Doğan, (2000), s.30

²⁴¹HüseyinŞahin, *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2009, s.198

²⁴²ŞükrüBinay, Kürşat Kunter, “Mali Liberazileşmede Merkez Bankası’nın Rolü1980-1997”, TCMB AraştırmaGenel Müdürlüğü, Ankara, 1998

mevduat sertifikası satışları sonlandırılmıştır. Faiz banka tekelinden alınıp ortak faiz uygulamasına geçilmiştir.

1983 yılında birçok aracı kurum ve beş banka iflas etmiştir. Bu durum karşısında hükümet bazı bankaları kamulaştırmış ve faiz oranlarına sınır getirmiştir.²⁴³ Mali sistemin denetimi arttırılmış ve piyasalarda kurumsal bir takım önlemler alınmıştır. Mevduat sigortası uygulamaya konulmuş ve bankalara ihtiyati karşılık ayırma zorunluluğu getirilmiştir. Sermaye piyasası kurulu aktif hale getirilmiştir. 1984 yılında döviz üzerinde yenilikler yapılmıştır. Yurtiçindeki yerleşiklerin döviz taşımaları, yurtdışına transfer etmeleri, bankalarda döviz cinsinden hesap açmaları ve nakit olarak döviz çekmeleri mümkün hale getirilmiştir.²⁴⁴ Ancak bu uygulama mevduat faizlerini arttırarak enflasyonun yükselmesine sebep olmuştur.

1985 yılına gelindiğinde devlet, iç borçlanma senetleri (DİBS) çıkartmış ve bu sayede özel kesimin payı arttırılarak yabancı sermayenin ülke içine çekilmesi amaçlanmıştır. Fonların mali sistem içerisine çekilmesi amacıyla alternatif yatırım alanları merkez bankası bünyesinde oluşturulan piyasalarla sağlanmıştır. Bunlar; açık piyasa işlemleri, bankalar arası para piyasası, efektif döviz piyasası, altın piyasasıdır. Yine bu yıllarda dövize endekli gelir ortaklığı senedi ve KİT' ler kurulmuştur. 1986 yılında yatırım fonlarını düzenleyen ilk tebliğ yayımlanmıştır ve reel faiz oranları aşamalı olarak düşürülmüştür. Ancak 1987 yılına gelindiğinde bu durumun faiz oranlarını eksi yöne çektiği gözlemlenmiştir.²⁴⁵ 1988 yılında enflasyonu kontrol altına almak amacıyla faiz oranları yükseltilmiş ve bu sayede Türk parasından kaçışların önüne geçmek hedeflenmiştir. Entegrasyon süreci içerisinde fon yönetiminde eksikliklerin olduğu kesinleşmiş ve bu konu üzerinde daha fazla durulması gerektiği karara bağlanmıştır. Serbest şekilde sürekli yükselen mevduat faizleri yeniden merkez bankasının kontrolüne girmek durumunda kalmıştır.²⁴⁶ 1989 yılında 24 Ocak Kararlarınının 32 sayılı kararı tam manasıyla devreye girmiştir. Bu kararın hedefi

²⁴³Binay, Kunter (1998)

²⁴⁴Binay, Kunter (1998)

²⁴⁵Vedat Cengiz,Rıdvan Karacan, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri Ve Ekonomik Sonuçları”, S.15, 2015, s. 335

²⁴⁶Salih Öztürk, “1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasaların Gelişimi (Türkiye Örneği)”, Maltepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Toplumsal ve Siyasi Analiz Dergisi, 2003, S.2, s.21

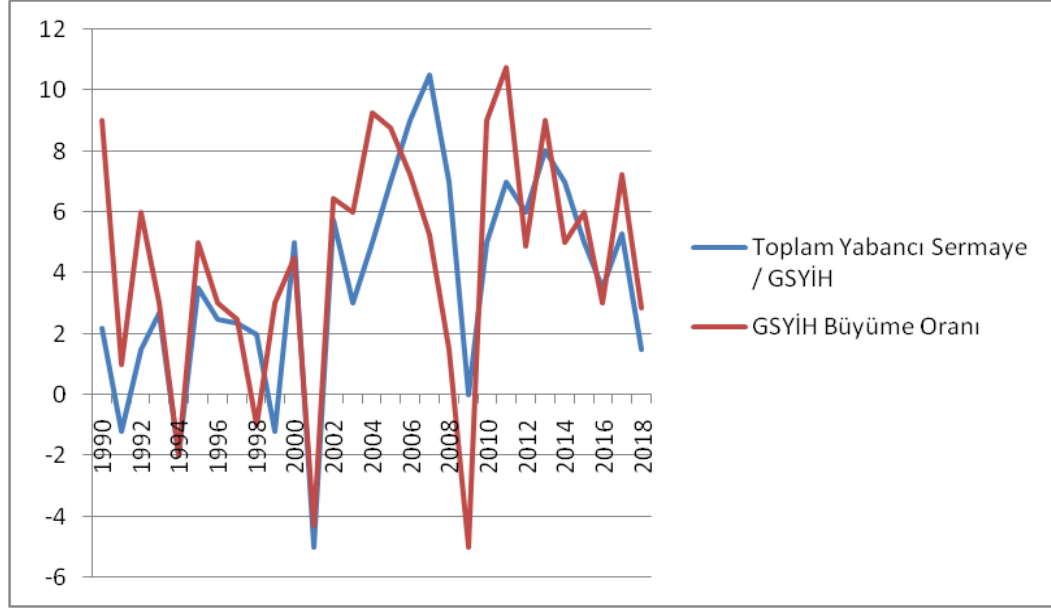
kambiyo rejimini tamamen serbestleştirmektedir. Karar ile birlikte gelen yenilikler şöyle sıralanmaktadır²⁴⁷:

- Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumları hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.
- Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülkeye getirebilirler.
- Yurt dışında yerleşik kişilerin İMKB’de kota edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kuruluşları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri, Merkez Bankası tarafından alım satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin bedellerini yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurt dışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yurt dışından döviz kredisi almak serbesttir. Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk Lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk Lirası veya döviz olarak transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer etmeleri ve yurt dışına Türk Lirası göndermeleri serbesttir.

Bu karar ile birlikte yabancı sermaye hareketlerinin ülkeye giriş çıkışı hızlanmış ve ekonomik gelişim sermaye hareketleri ile birlikte hareket etmeye başlamıştır.

²⁴⁷ Erinç Yeldan, *Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Tezi), Bilkent Üniversitesi, Ankara, 2004, s.13

Grafik 3.1: Türkiye' nin Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyümesi (1989-2018)



Kaynak: <https://www.econstor.eu/> Berlin Institute for International Political Economy (IPE), Erişim Tarihi: 05.03.2020

Grafikte görüldüğü gibi, Türkiye' de yabancı sermaye oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. Bunun arkasında yatan temel sebep, kısa vadeli sıcak para hareketleridir. Kısa vadeli hareket eden sıcak para, piyasalara ani giriş çıkış yaparak sermaye hareketlerinde dalgalanmalara sebep olmaktadır. Yabancı sermayenin DYSY olarak gelmesi ve karlarını transfer etmemesi uzun vadeli ekonomik büyümenin sağlanması açısından önemlidir. Grafikten görüldüğü üzere, finansal liberalizasyon sonrası Türkiye'nin büyümesi neredeyse tamamen dışarıdan gelen finansman ile sağlanmaktadır. 1989 sonrası ekonomik büyüme yabancı sermaye giriş-çıkışları ile birlikte hareket etmekte ve yabancı sermayedeki değişim ekonomik büyüme üzerinde daha büyük etki yaratmaktadır. Yatırım fonlarının türleri için vergi teşvikleri hakkında yönetmelik 1992 senesinde yayınlanmış ve 1996' da düzenlemeler ile ilgili yenilikleri içeren kapsamlı bir tebliğ yürürlüğe girmiştir.

Spekülatif hareket eden sermaye, denetim mekanizmasının tam oturmadığı bankacılık sistemini de olumsuz etkilemiştir. Serbestleşme ile yurt dışı piyasaları alternatif finansman kaynağı olarak kullanmak isteyen hükümet, dış borç stokunu giderek artırma eğilimine girmiştir. Bu bağlamda bankalara duyulan güveni arttırmak ve bankaların işleyişini daha etkin hale getirmek amacıyla 2000 yılında özerk yapıya

sahip Bankaları Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur. 2012’ de yeni düzenlemeler ile sermaye piyasası kanunu yayınlandı. 2014’ de yatırım fonlarının ilkeleri tebliği yürürlüğe girmiştir.

3.2. TÜRKİYE’ DE SICAK PARA OLGUSU

1989 yılında 24 Ocak Kararlarınının 32 sayılı kararı öncesi Türkiye’ de sıcak para akımları mal ve hizmet ticareti sonucu oluşan döviz hareketlerine bağlı iken bu karar ile birlikte sıcak para hareketleri tam olarak başlamıştır. Tam bir tanımı olmayan sıcak parayı; Boratav, 2000 ve 2001 Türkiye ekonomik krizlerini ele aldığı çalışmasında, arbitraj arayan sermaye hareketleri olarak nitelendirmektedir. Bir başka ifade ile sıcak para; hisse senetlerine ve devlet hazinesinin veya özel sektörün kısa vadeli borçsenetlerine (tahvil-bono) yönelik portföy yatırımları, bankalara ve diğer özel sektörlere açılan (ticari krediler hariç) kısa vadeli krediler ile banka mevduatlarında ve banka dışı diğer varlıklardaki değişimler olarak tanımlamıştır.

Türkiye için sıcak para büyüklüğü hesaplanırken, en genel ifade ile; portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ile net hata ve noksan kalemleri sıcak para tanımına dahil edilmiştir. Türkiye için sıcak para kavramı aşağıdaki gibi tablolştırılmıştır.

Tablo 3.1: Türkiye’ de Sıcak Para Kavramının Bileşenleri

SICAK PARA	
Portföy Yatırımları	Yabancıların Yurt içinde Hisse Senedi alım/satımları Yurtiçinde hükümete ait iç borçlanma senetlerinin yabancılar tarafından alım/satımı
Kısa Vadeli Sermaye Akımları	Bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler. Yurt içinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler.
Net Hata Noksan	Gümrük işlemlerine ilişkin beyanat hataları Ödemeler dengesindeki çeşitli kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına çıkarılması veya finansman esnasında sistem dışından kaynak kullanılması şeklindeki kayıt dışı işlemler Bazı verilerin (turizm ve bavul ticareti) anketler yoluyla elde edilmesindeki hatalar.

Kaynak: Lütfü Erden, Oktay Çağatay H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 29, Sayı 2, 2011, s. 49-67

Türkiye’ de sıcak para hareketleri yerleşikler ve yabancılar kaynaklı olarak ayrılmaktadır. Yabancı kaynaklı sıcak para hareketleri; BİST hisse senedi ve DİBS alımları ile bankalarda açılan kısa vadeli mevduatlardan oluşmaktadır. Kısa vadeli kredi işlemleri ve net hata ve noksan kalemleri ise yerleşikler kökenli sıcak para hareketlerini oluşmaktadır. Diğer taraftan, döviz hareketleri yoluyla bankaların döviz varlıklarındaki değişim, Merkez Bankası muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla da resmi rezervlerdeki değişim, ödemeler dengesi istatistiklerinde izlenebiliyorken bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin büyük ölçüde net hata noksan kalemine yansıdığı düşünülmektedir. Bu olguya dayanarak net hata noksan kaleminin yerleşikler kökenli olduğu varsayılmaktadır.²⁴⁸

Tablo 3.2: Yıllar İtibariyle Ülkeye Giriş Yapan Yabancı ve Yerleşik Kaynaklı Sıcak Para Hareketleri (Milyon USD)

Yıllar	Yabancı Kaynaklı	Yerleşikler Kaynaklı	Toplam Sıcak Para Yatırımları
1989	1.181	-137	1.044
1990	916	1.553	2.469
1991	-1.422	1.143	-279
1992	-283	1.210	927
1993	935	1.226	2.161
1994	844	-4.900	-4.056
1995	2.367	3.679	6.046
1996	1.788	2.275	4.063
1997	120	323	443
1998	-2.397	-231	-2.628
1999	1.051	3.312	4.363
2000	-6.163	3.208	-2.955
2001	-5.085	-9.996	-15.081
2002	-26	-2.217	-2.243
2003	3.014	6.792	9.806
2004	8.949	4.526	13.475
2005	13.072	4.566	17.638
2006	13.233	-4.353	8.880
2007	121	-1.764	-1.643
2008	1.408	4.736	6.144
2009	5.798	-1.331	4.467
2010	28.091	12.825	40.916
2011	10.849	17.480	28.329
2012	33.359	5.315	38.674
2013	16.048	15.130	31.178
2014	4.376	4.547	8.923
2015	2.534	-11.895	-9.361
2016	5.059	5.561	10.620
2017	11.414	4.513	15.927
2018	575	11.487	12.062
2019	20.856	-11.891	8.965

Kaynak:

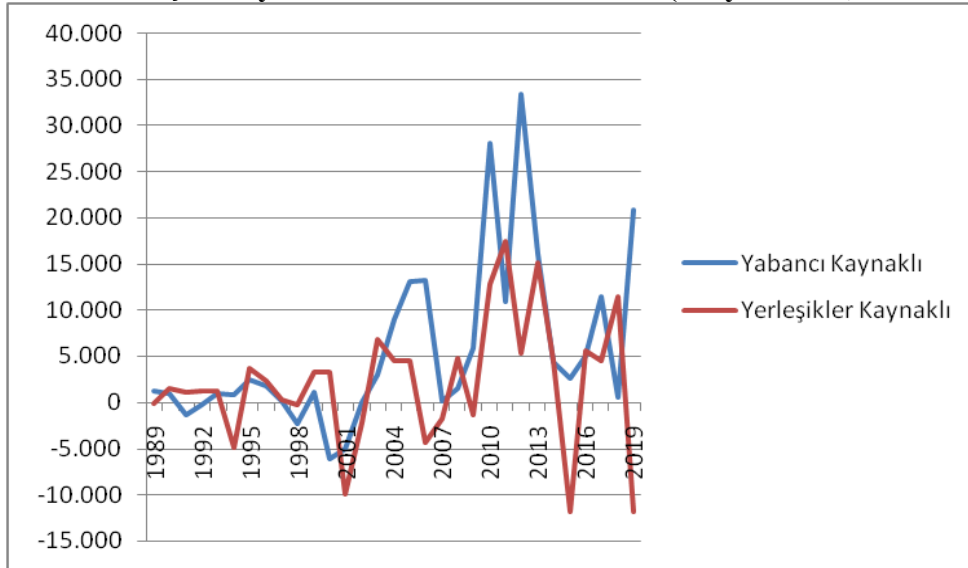
TCMB, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+İlgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri>/Erişim Tarihi: 05.04.2020

²⁴⁸P.H. Kevin Chang, , Conceptual and Methodological Issues in The Measurement of Capital Flight, International Journal and Finance, 1997

TCMB' den elde edilen veriler doğrultusunda oluşturulan yukarıdaki tabloda, 1989-2019 yılları arasında Türkiye'ye milyon ABD doları olarak giriş yapan sıcak para tutarları yer almaktadır. 2003 yılının ilk çeyreğinden bu yana yabancılar tarafından ülkemize gelen portföy yatırımlarda artış yaşanmıştır. 2009 yılının son çeyreğinden 2014 yılının son çeyreğine kadar artış eğilimi hızlanarak devam etmiştir. 2015' in son çeyreğinden itibaren artan sıcak para girişi 2019 yılının sonuna kadar artarak devam etmiştir.

Yerleşikler kaynaklı sıcak para hareketleri ise 1994 ve 2001 ekonomik kriz yıllarında ülkeyi terk etmiştir. Takip eden iki yıl yine yerleşik kaynaklı sıcak para çıkışı yaşanmıştır. 2008 krizinin ardından 2014 yılının sonuna kadar yerleşikler kaynaklı sıcak para, giriş yönlü seyir izlemiş ancak 2015 yılında hızla çıkış yapmıştır. Aynı durum 2019 yılında da yaşanmıştır. Toplam sıcak para hareketlerinin yönüne baktığımızda ise, aynı şekilde ekonomik kriz yıllarında sıcak paranın çıkış yönlü hareket ettiği ve ekonomik istikrar sağlanana kadar giriş yapmadığı gözlemlenmektedir.

Grafik 3.2: Yıllar İtibariyle Ülkeye Giriş Yapan Yabancı ve Yerleşik Kaynaklı Sıcak Para Hareketleri (Milyon USD)



Kaynak:TCMB

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/> Erişim Tarihi: 05.04.2020

Yukarıdaki Grafik3.2 Tablo3.2’ de yer alan değerlerden oluşmaktadır. Sıcak para hareketleri yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlemektedir. Siyasi ve ekonomik konjonktür, sıcak paranın hareket yönünü etkilemektedir. Kriz dönemlerinde sıcak para hızlı çıkış yaparken ekonominin stabil duruma girdiği periyotlarda hızla ülkeye giriş yapmaktadır. Grafik bu durumları barındırmaktadır. Kredi kalemleri içerisinde özel sektörün kullandığı kısa vadeli kredilerin payı düşükken, bankalar tarafından yurt dışına açılan kredilerin hem payı düşük hem de eğilimi nispeten istikrarlıdır. Dolayısıyla, kredi kaynaklı sıcak para akımları, esas olarak, bankaların yurt dışından kullandıkları kısa vadeli kredilerden oluşmaktadır.²⁴⁹ 2013 yılının ikinci yarısından sonra kısa vadeli kredilerin payı azalırken, net hata noksan kaleminin payı artmıştır.

Türkiye’ ye yönelen sıcak para hareketlerinin özellikleri şöyle sıralanabilir:²⁵⁰ * plan dışı hareket eder, miktarlarının hesaplanması ve öngörüsünün yapılması oldukça zordur. * sıcak paranın “bulaşma etkisi” nedeniyle yatırımcı kararlarını etkilemesi.* kriz anlarında ani çıkış yapmasıdır.²⁵¹ 32 sayılı karar doğrultusunda uygulamaya konan finansal liberalizasyon ile birlikte Türkiye ekonomisinde finansal sistemi oluşturan 3 farklı nokta meydana gelmiştir. Bunlardan ilki, kamu finansmanında kullanılmak üzere yeni menkul değerler yaratılması. İkincisi, dolarizasyon tehdidi. Üçüncüsü ise, uluslararası finans piyasalarında dolaşan spekülative sıcak paranın yarattığı ekonomik dengesizliklerdir.

Bahsedilen spekülative sıcak para yatırımcıları, yüksek kazanç yönlü hareket eden arbitrajcılar olarak tanımlanmaktadır. Bu tarz yatırımcılar hazine faizlerinin yüksek olması ve ani dalgalanmalara açık yeni gelişen borsası sebebi ile Türkiye finans piyasalarına yönelmiştir. Türkiye’ de mal ve ticaret piyasalarının henüz gelişimini tamamlamadan gelişen finansal serbestleşme kısa vadeli finansal araçların kullanımını kısıtlamış ve yapısal sorunları daha da derinleştirmiştir. 1989 sonrası liberal Türkiye ekonomisi sıcak paraya bağımlı bir hal almış ve spekülative yatırımlar için tercih edilen bir ülke haline gelmiştir. Denetimsiz hareket eden sıcak para hem reel hem de finansal sektörde istikrarsızlık yaratmakta ve Türkiye ekonomisinin dengeye gelmesini

²⁴⁹TCMB Para Politikası Raporu, Ankara, 2018,s,32

²⁵⁰TCMB (2005), Para Politikası Raporu 2005, ss.28-29

²⁵¹DPT, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas Komisyon Raporu, 2000, s.119,

engellemektedir.²⁵² Türkiye ekonomisi borçlanmaya bağı artan reel faizlerle mücadele etmek zorunda kalmıştır. Sürekli borçlanma ihtiyacı reel faizleri yükseltiyor ve buna ek olarak düşen döviz kurları Türkiye' yi sıcak para için cazip hale getiriyordu. Artan borçlanma ihtiyacı sonucu yükselen faizler ulusal yatırımların düşmesine sebep oluyordu.²⁵³ Gelen yabancı sermaye reel sektör yatırımlarına aktarılmayıp sıcak para şeklinde spekülative yatırım alanlarında kullanılmıştır. Aşağıdaki tablo Türkiye' ye yönelik sıcak para yatırımlarının miktarlarını ve ödemeler bilançosundaki dağılımını göstermektedir.

²⁵²Eriş Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, b.4, 2001, ss.127-128

²⁵³Yaşar Uysal, "Devlet Merkezli Spekülative Rant Ekonomisi: Oluşumu ve Sonuçları", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 44, Sayı 511, 2007, s. 44.

Tablo 3.3: Türkiye' ye Yapılan Sıcak Para Yatırımları (1989-2019 Milyon USD)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
Toplam Net Sıcak Para	1.044	2.469	-279	927	2.161	-4.056	6.046	4.063	443	-2.628	4.363	-2.955	-15.081	-2.243	9.806	
Portföy Yatırımları	17	89	147	360	752	1.024	319	619	570	-4.510	968	-4.637	-3.823	913	2.519	
<i>Hisse Senetleri</i>	17	89	147	350	570	989	195	191	8	-518	428	489	-79	-16	905	
<i>Borç Senetleri</i>	0	0	0	10	182	35	124	428	562	-3.992	540	-5.126	-3.744	929	1.614	
Diğer Yatırımlar	-183	-202	-835	-332	-337	-10	1.149	-62	-298	-190	-385	116	-694	49	-376	
<i>Banka Kredileri</i>	-183	-202	-835	-332	-337	-10	1.149	-62	-298	-190	-385	116	-694	49	-376	
Yükümlülükler	-102	2.016	264	2.400	3.388	-6.732	1.247	776	1.310	482	2.010	4.869	-6.869	-1.459	2.303	
<i>Kısa Vadeli Banka Kredileri</i>	-29	1.014	663	2.404	3.782	-6.601	801	769	724	63	2.070	4.741	-7.052	-731	2.015	
<i>Kısa Vadeli Diğer Sektör Kredileri</i>	-73	1.002	-399	-4	-394	-131	446	7	586	419	-60	128	183	-728	288	
Banka Mevduatları	318	1.034	-803	-311	520	-170	899	1.231	-152	2.303	468	-642	-1.568	-988	871	
Net Hata ve Noksan	994	-468	948	-1.190	-2.162	1.832	2.432	1.499	-987	-713	1.302	-2.661	-2.127	-758	4.489	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Toplam Net Sıcak Para	13.475	17.638	8.880	-1.643	6.144	4.467	40.916	28.329	38.674	31.178	8.923	-9.361	10.620	15.927	12.062	8.965
Portföy Yatırımları	7.452	11.603	8.068	1.857	-4.357	1.118	14.183	13.820	23.111	4.975	2.929	-10.065	1.646	10.473	-1.831	775
<i>Hisse Senetleri</i>	1.427	5.669	1.939	5.138	716	2.827	3.468	-985	6.276	842	2.559	-2.395	823	3.192	-908	369
<i>Borç Senetleri</i>	6.025	5.934	6.129	-3.281	-5.073	-1.709	10.715	14.805	16.835	4.133	370	-7.670	823	7.281	-923	406
Diğer Yatırımlar	641	193	-725	137	-424	-284	-432	-578	-493	-71	-1.644	-1.067	-679	-1.039	-146	0
<i>Banka Kredileri</i>	641	193	-725	137	-424	-284	-432	-578	-493	-71	-1.644	-1.067	-679	-1.039	-146	0
Yükümlülükler	3.688	3.071	-3.457	-1.449	2.770	-3.645	13.289	9.185	7.139	14.089	4.028	-21.388	-5.543	3.899	-5.843	-976
<i>Kısa Vadeli Banka Kredileri</i>	3.347	2.704	-3.952	-1.663	2.339	-2.788	12.003	6.857	4.917	12.879	3.753	-21.324	-6.037	2.017	-6.315	0
<i>Kısa Vadeli Diğer Sektör Kredileri</i>	341	367	495	214	431	-857	1.286	2.328	2.222	1.210	275	-64	494	1.882	472	-976
Banka Mevduatları	856	1.276	5.890	-1.873	6.189	4.964	14.340	-2.393	10.741	11.144	3.091	13.666	4.092	1.980	2.552	9.119
Net Hata ve Noksan	838	1.495	-896	-315	1.966	2.314	-464	8.295	-1.824	1.041	519	9.493	11.104	614	17.330	47

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi Altıncı El Kitabı - Ayrıntılı Sunum (1984-2019),

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikeri/>

Erişim Tarihi: 05.04.2020

Sıcak para giriş-çıkışları yıllar itibariyle dalgalı seyir izlemektedir. Sıcak paranın 1994-2000 ve 2001 kriz yıllarında aynı zamanda 1998 istikrarsızlık yılında ülkeyi aniden terk ettiği görülmektedir. Aynı şekilde ekonomik istikrarsızlığın olduğu 2015 yılında da ülkeden ani sıcak para çıkışı yaşanmıştır. 2000 krizinin ardından yabancı para yatırımları için güven oluşturacak ekonomi politikaları ile makroekonomik dengeye gelinemediği ve sıcak para çıkışına herhangi bir engel konulmadığı için 2001 yılında ülkeden 15,9 milyar USD sıcak para çıkış yapmıştır. Bu şekilde kaçan sıcak para, faizleri yükseltmiş ancak yükselen faizlerde kaçışı engellemek için yeterli olmamıştır. Bahsedilen kriz yıllarında reel faizlerin yüksek tutulması ise krizin yarattığı hasarı arttırmış ve krizi derinleştirmiştir.

3.3. 1990 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLERDE SICAK PARA HAREKETLERİNİN VE SICAK PARA İÇERİSİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ

Çoğunlukla ulusal MB' ler bir taraftan para arzını arttırarak, yabancı sermaye girişleri ile gelen dövizleri piyasadan toplarlar diğer taraftan ise genişleyici para politikası uygulamasının enflasyonu arttırıcı etkisini önlemek için piyasaya değerli kağıtlar sürerler ve sermaye girişleri sonucunda artan likiditeyi kontrol altına alırlar. Türkiye' de ise MB, gelen yabancı sermaye sonucu oluşan fazla likiditeyi piyasaya sürdüğü hazine kağıtları ile azaltmaya çalışmıştır. Bu uygulama kamu giderlerinin arttırılmasına fırsat verirken, kamunun aşırı yükselen borç yükü faiz oranlarının artmasına sebep olmuştur.²⁵⁴

Türkiye ekonomisinin uyguladığı istikrar politikaları beş farklı dönemde incelenmektedir. Bunlar;

1989-1994 Dönemi: Yüksek fiyatlar nedeniyle artan enflasyonun önüne geçmek için MB' nin hazine kaynaklarını kullandığı dönemdir. Bu dönemde sıcak para girişleri ve mali açıklar hızla yükselmiştir.

²⁵⁴Nurhan Yentürk, "Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör", *Türk- İş Yıllığı C.2*, 1996, s.250.

1995-1999 Dönemi: 94 krizi neticesinde artan risk primi borçlanma maliyetlerini yükselterek, faizlerin yaşanan devalüasyonun çok üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Devalüasyon ve faiz oranları arasında açılan bu makastan faydalanmak isteyen yabancı yatırımcı, Türkiye’deki finansal varlıklara yönelmiştir. Bunun sonucu ülkeye gelen sıcak para miktarı artmıştır.

2000-2001 Dönemi: Enflasyonu düşürme politikalarının başarılı sonuçlar vermediği dönemdir.

2001 Sonrası Dönem: Kura müdahalenin olmadığı, piyasada dalgalanmaya bırakıldığı, dalgalı kur sistemine geçiş dönemidir.²⁵⁵

2008 Küresel Finansal Kriz Dönemi ve Sonrası: Dünyada yaşanan krizin dünya finans piyasaları bağlamında Türkiye ekonomisine yansıdığı dönemdir.

Türkiye ekonomisinde yaşanan bu beş dönemdeki gelişmeleri de kapsayan ödemeler bilançosu Tablo 3.4’deki gibidir. Görüleceği üzere 1990 yılında verilen 2.625 milyar USD cari açığın ardından 1991 yılında bir miktar cari fazla verilmiş, 1998’de 2000 milyar USD ve 2001 yılında 3.760 milyar USD cari fazla dışında Türkiye ekonomisi devamlı olarak cari açık vermiştir. Özellikle 2001 krizinin ardından cari açık ciddi oranda artmış ve bu artış 2008 yılının sonuna kadar devam etmiştir. 2009 yılında açık bir miktar azalsa da 2010 yılında dört kat artarak yükselmeye devam etmiştir. 2018 yılında bir önceki yıla göre cari açık yaklaşık 20 bin milyar USD gerilemiş ancak açık kapatılamamıştır. 2019 yılsonu itibarıyla ise uzun bir aranın ardından Türkiye ekonomisi ilk defa cari fazla vermiştir.

Cari işlemler hesabının altında ülkenin mal ve hizmet ticaretinin yanı sıra yabancı sermaye yatırımlarından elde edilen gelirler, temettü ve karşılıksız transferler yer almaktadır. Cari işlemler hesabının açık vermesi, ekonominin borç almak zorunda kalabileceğinin göstergesidir.²⁵⁶ Alınan borcun vadesi içinde geri ödenebiliyor olması, tekrar borç alabilmenin koşullu şartı sayılmaktadır. Dolayısıyla borç olarak alınan yabancı sermayenin, ülkeye girmesinin ardından, anapara+ faiz ödemesi şeklinde geri

²⁵⁵AlmilaKarasoy, Kunter Kürşat ve Vuslat US, “Monetary Transmission Mechanism in Turkey under Free Float Using a Small-Scale Macroeconomic Model”, *Economic Modelling*, C.22, 2005,s.1067.

²⁵⁶Rüştü Yayar, “Türkiye’de Sürdürülebilir Cari Açık”, *YDÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, C.7, S.1. ,2014 s..118-148.

ödenerek ülke dışına çıktığı bir kaynak transferi süreci işlemektedir. Tablo 3.4' de görüldüğü şekli ile 1989-2019 yılları arasında 2019 yılı hariç cari fazla veren dönemlerin, devalüasyon ile sonuçlanan kriz dönemleri olduğu görülmektedir.²⁵⁷ 2019 yılında açığın pozitif yöne dönmesinin arkasında yatan sebep kurun yükselmesi ve buna paralel olarak pahalı hale gelen ithalatın azalmasıdır.

Tablo 3.5 ise Tablo 3.4' deki ihracat ve ithalat verileri ile hazırlanarak Türkiye'nin 1994 sonrası yani 2. Dönem (ii) itibariyle dış ticaret dengesini göstermektedir. Dış ticaret hacmi; bir ülkenin diğer ülkeyle entegreolma düzeyini ifade etmektedir. Tablodaki kritik gösterge ise ihracat değerinin ithalat değerine bölünmesiyle hesaplanan "*ihracatın ithalatı karşılama oranı*" dır. Bu oranın bire yaklaşması ülkenin hem uluslar arası rekabet gücünü hem de kalıcı döviz dengesini ifade edilmektedir.²⁵⁸ Türkiye' de yıllar itibariyle artış gösteren ihracata karşın, ithalat daha hızlı artmaktadır. Başka bir ifade ile ihracat, ithalata bağımlı artış göstermekte ve ihracat ithalatı karşılayamamaktadır. Uluslar arası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, dış ticaret hacmini arttırsa da Türkiye' nin dış ticaretini ithalata bağımlı hale getirmiştir.

Türkiye' de 1990 sonrası sıcak para hareketlerinin spekülatif olarak başladığı, takip eden yıllarda portföy yatırımlarının ve kısa vadeli diğer sıcak para akımlarının arttığı yine Tablo 3.4' de görülmektedir. Ancak artan sıcak para akımına karşın, artması beklenen faiz oranları teorik gerçekliğe ters olarak düşmektedir. Bu durum sıcak para hareketlerinin reel değil spekülatif amaçlı yatırımlara yönelmiş olduğunun ispatıdır. Bu tarz sermaye hareketlerinin en başında gelen ise hedge fonlardır. Sıcak paranın içerisinde yer alan hedge fonların sayısının 1990 sonrası artması, spekülatif hareket eden kısa vadeli sıcak para miktarının artmasındaki ana faktördür. 94 krizinin ardından hızlanan sıcak para girişi, ulusal paranın değerlenmesine neden olmuştur. 1990 sonrası faiz ödemeleri ile birlikte faiz oranları da artmıştır.

²⁵⁷Yentürk (1996), s.26

²⁵⁸ Emin Ertürk, *İktisat Kavram, İlke, Politika*, 3. Baskı, Bursa: Alfa Aktüel, 2011, s.68

Tablo 3.4: TCMB Ödemeler Dengesi Bilançosu

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
Cari işlemler hes.	938	-2.625	250	-974	-6.433	2.631	-2.339	-2.437	-2.638	2.000	-925	-9.920	3.760	-626	-7.554	
İhracat(1) (FOB)(2)	11.625	12.959	13.593	14.715	15.345	18.106	21.636	23.225	26.261	26.973	26.587	27.775	31.334	36.059	47.253	
İthalat (FOB)(2)	15.792	22.302	21.047	22.871	29.428	23.270	35.709	43.627	48.559	45.922	40.671	54.503	41.399	51.554	69.340	
Net hata-noksan(3)	994	-468	948	-1.190	-2.162	1.832	2.432	1.499	-987	-713	1.302	-2.661	-2.127	-758	4.489	
Finansman ihtiyacı(4)	1.932	-3.093	1.198	-2.164	-8.595	4.463	93	-938	-3.625	1.287	377	-12.581	1.633	-1.384	-3.065	
Topl. Finansman	-1932	3093	-1198	2164	8595	-4463	-93	938	3625	-1287	-377	12581	-1633	1384	3065	
DYSY	663	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2.855	939	1.222	
Portföy yatırımları	1.386	547	623	2.411	3.587	1.106	270	589	1.675	-6.690	3.475	1.055	-4.479	-551	2.498	
Diğer yatırımlar	-1.509	2.742	-3.803	458	4.694	-5.582	3.870	4.282	4.712	5.046	1.736	11.768	-2.703	7.149	3.392	
IMF kredileri	-240	-48	0	0	0	340	347	0	-28	-231	520	3.351	10.230	-6.138	-1.479	
Uzun vadeli yat.	-322	-466	-241	-210	-33	-68	-7	-81	-2	-3	-2	-3	-1	0	0	
Kısa vadeli yat.	-714	2.775	1.158	4.604	6.278	-6.885	3.433	1.610	2.631	1.101	3.785	7.708	-8.453	753	4.598	
Rezerv varlıklar(5)	-2.472	-896	1.199	-1.484	-308	-546	-5.005	-4.545	-3.316	-216	-5.726	-354	2.694	-6.153	-4.047	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cari işlemler hes.	-14.198	-20.980	-31.168	-36.949	-39.425	-11.358	-44.616	-74.402	-47.963	-63.642	-43.610	-32.145	-33.139	-47.347	-27.263	8.022
İhracat(1) (FOB)(2)	63.167	73.476	85.535	107.272	132.028	102.143	113.883	134.906	152.462	151.803	157.610	143.839	142.530	156.993	167.921	180.870
İthalat (FOB)(2)	97.540	116.774	139.576	170.063	201.964	140.929	185.544	240.839	236.544	251.661	242.178	207.234	198.619	233.801	223.049	210.348
Net hata-noksan(3)	838	1.495	-896	-315	1.966	2.314	-464	8.295	-1.824	1.041	519	9.493	11.104	614	17.330	47
Finansman ihtiyacı(4)	-13.360	-19.485	-32.064	-37.272	-37.520	-9.087	-45.131	-66.132	-49.845	-62.697	-43.161	-22.673	-22.012	-46.716	-9.875	974
Topl. Finansman	13360	19485	32064	37272	37520	9087	45131	66132	49845	62697	43161	22673	22012	46716	9875	-974
DYSY	2.005	8.967	19.261	19.941	17.302	7.032	7.617	13.812	9.638	9.927	6.287	14.178	10.812	8.845	9.202	-709
Portföy yatırımları	8.048	13.457	7.415	833	-5.014	227	16.083	22.204	41.029	24.020	20.216	-15.458	6.339	24.476	-2.892	-3.389
Diğer yatırımlar	4.131	14.908	11.502	24.530	24.174	1.940	34.240	28.303	19.992	38.661	16.190	12.122	5.674	5.188	-6.812	945
IMF kredileri	-4.414	-2.881	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	433
Uzun vadeli yat.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa vadeli yat.	7.874	6.496	-2.486	2.840	4.444	-4.195	15.615	11.918	8.972	20.755	5.226	-18.669	-760	13.314	3.649	-7.809
Rezerv varlıklar(5)	-824	-17.847	-6.114	-8.032	1.058	-112	-12.809	1.813	-20.814	-9.911	468	11.831	-813	8.207	10.377	-40

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi- Yıllık Ayrıntılı Sunum

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/odemeler+dengesi+istatistikleri>Erişim Tarihi: 17.04.2020

(1): Bavul ticareti dahil; (2): FOB (Free on Board) satışta, alıcı ve satıcı arasında kararlaştırılan fiyat, malın maliyeti ile satış sözleşmesinde belirtilen limanda yükleme maliyetini kapsamaktadır. (3): Kaynağı belli olmayan sermaye giriş çıkışlarını göstermektedir. (4): Toplam cari açığın net hata ve noksan ile karşılanamayan kısmı finansman ihtiyacını göstermektedir. (5): Diğer tüm kalemlerin tersi olarak rezerv değişimlerinde artı (+) değer ülkeden kaynak çıkışını, eksi (-) ise kaynak girişini göstermektedir.

**Tablo 3.5: Türkiye'nin Yıllar İtibariyle Dış Ticaret Gelişimi
(1994 – 2019) (Milyar USD)**

Yıllar	İhracat Gelirleri	İthalat Gelirleri	Dış Ticaret Dengesi	Dış ticaret Hacmi	İthcatın İthalatı Karşılama Oranı
1989	11,6	15,8	-4,2	27,4	73,6
1990	13,0	22,3	-9,3	35,3	58,1
1991	13,6	21,0	-7,5	34,6	64,6
1992	14,7	22,9	-8,2	37,6	64,3
1993	15,3	29,4	-14,1	44,8	52,1
1994	18,1	23,3	-5,2	41,4	77,8
1995	21,6	35,7	-14,1	57,3	60,6
1996	23,2	43,6	-20,4	66,9	53,2
1997	26,3	48,6	-22,3	74,8	54,1
1998	27,0	45,9	-18,9	72,9	58,7
1999	26,6	40,7	-14,1	67,3	65,4
2000	27,8	54,5	-26,7	82,3	51,0
2001	31,3	41,4	-10,1	72,7	75,7
2002	36,1	51,6	-15,5	87,6	69,9
2003	47,3	69,3	-22,1	116,6	68,1
2004	63,2	97,5	-34,4	160,7	64,8
2005	73,5	116,8	-43,3	190,3	62,9
2006	85,5	139,6	-54,0	225,1	61,3
2007	107,3	170,1	-62,8	277,3	63,1
2008	132,0	202,0	-69,9	334,0	65,4
2009	102,1	140,9	-38,8	243,1	72,5
2010	113,9	185,5	-71,7	299,4	61,4
2011	134,9	240,8	-105,9	375,7	56,0
2012	152,5	236,5	-84,1	389,0	64,5
2013	151,8	251,7	-99,9	403,5	60,3
2014	157,6	242,2	-84,6	399,8	65,1
2015	143,8	207,2	-63,4	351,1	69,4
2016	142,5	198,6	-56,1	341,1	71,8
2017	157,0	233,8	-76,8	390,8	67,1
2018	167,9	223,0	-55,1	391,0	75,3
2019	171,5	202,7	-31,2	374,2	84,6

Kaynak: TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/Start.do> Erişim Tarihi: 18.04.2020

Kamu kesiminin artan borç yükünün ulusal tasarruflar ile finanse edilememesi ve bununla birlikte artan iç borç faizleri, Türkiye açısından sıcak para hareketlerinin belirleyicileri olmuşlardır.²⁵⁹ Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ile iç borç için kısa vadeli finansman kolaylığı elde edilmiş ve kısa dönemli ekonomik

²⁵⁹ Yeldan (2001), s.127

büyüme sağlanmış olur ancak bu durum uzun vadede sürdürülebilir bir ekonomik büyüme değildir. Bunun arkasında yatan ana sebep, gelen yabancı sermayenin DYSY şeklinde değil, portföy yatırımları olarak, sıcak para akımları şeklinde gelmesidir. Bu durum Tablo3.4’ de gösterilmektedir. Yurt içi piyasalara ihraç edilen borçlanma senetleri “İç Borçlanma Senetleri” (DİBS)’ lerin Döviz kuru değişimleri karşısında reel getirileri Tablo3.6’ da gösterilmektedir. Türkiye’ de hazine bonusu faizleri döviz kuru değişimlerinin üzerinde gerçekleşmiş ve yatırımcılarına minimum %5 getiri sağlamıştır. Ancak 1991, 1994, 2001 yıllarında yaşanan yüksek oranlı devalüasyonların ve 2014 sonrası kurda yaşanan aşırı değerlenmenin etkisi ile kur değişimleri açısından DİBS faizleri eksi işarete dönmüştür.

Tablo3.6: Döviz Kurlarındaki Değişimler Açısından DİBS’ lerin Reel Getirileri

	DİBS Faizleri % (1)	Döviz Kuru USD/TL (2)	Döviz Kuru Değişim Farkı (3)	Faiz- Kur Farkı (1)-(3)
1990	50,51	2927	0,00	0,00
1991	62,88	5074	73,35	-10,47
1992	73,19	8555	68,60	4,59
1993	82,00	14458	69,00	13,00
1994	125,76	38418	165,72	-39,96
1995	121,56	61054	58,92	62,64
1996	133,50	107505	76,08	57,42
1997	114,09	204750	90,46	23,63
1998	102,36	312720	52,73	49,63
1999	82,12	540098	72,71	9,41
2000	38,54	671765	24,38	14,16
2001	61,08	1439567	114,30	-53,22
2002	49,43	1634501	13,54	35,89
2003	37,51	1395835	-14,60	52,11
2004	22,95	1342100	-3,85	26,80
2005	15,63	1,352	0,74	14,89
2006	16,50	1,4056	3,96	12,54
2007	17,10	1,1703	-16,74	33,84
2008	23,10	1,5196	29,85	-6,75
2009	9,62	1,513	-0,43	10,05
2010	8,49	1,5535	2,68	5,81
2011	14,89	1,92	23,59	-8,70
2012	8,83	1,7912	-6,71	15,54
2013	9,83	2,1381	19,37	-9,54
2014	10,05	2,9128	36,23	-26,18
2015	14,67	3,54	21,53	-6,86
2016	13,57	3,82	7,91	5,66
2017	17,06	5,2704	37,97	-20,91
2018	27,04	5,9509	12,91	14,13
2019	12,02	6,7951	14,19	-2,17

Kaynak: TCMB(2020)<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php> ile hazırlanmıştır.

(1): Tüm ihraç vadeleri için yıllık ortalama; (2): 2005 yılından itibaren YTL olarak. Erişim Tarihi: 18.04.2020

Enflasyon ve büyüme oranlarının toplamına eklenecek risk primi(3-5 puan aralığında) borçlanma faizlerini vermelidir.²⁶⁰ DİBS' lerin reel getirileri; TEFE bazında enflasyon ve GSMH bazında yıllık büyüme oranları veri alınarak Tablo3.7' daki gibi hesaplanmıştır.

Tablo 3.7: Büyüme ve Enflasyon Kapsamında DİBS' lerin Reel Getirileri

	DİBS Faizleri % (1)	Büyüme Oranı (GSMH %) (2)	TEFE (Yıl Sonu%) (3)	Toplam (2)+(3)	DİBS Reel Faiz Farkı (1)-((2)+(3))
1990	50,51	9,4	48,6	58	-7,49
1991	62,88	0,3	59,2	59,5	3,38
1992	73,19	6,4	61,4	67,8	5,39
1993	82,00	8,1	60,3	68,4	13,6
1994	125,76	-6,1	149,6	143,5	-17,74
1995	121,56	8,0	65,6	73,6	47,96
1996	133,5	7,1	84,9	92	41,5
1997	114,09	8,3	91,0	99,3	14,79
1998	102,36	3,9	54,3	58,2	44,16
1999	82,12	-6,1	62,9	56,8	25,32
2000	38,54	6,3	32,7	39	-0,46
2001	61,08	-9,5	88,6	79,1	-18,02
2002	49,43	7,9	30,8	38,7	10,73
2003	37,51	5,9	13,9	19,8	17,71
2004	22,95	9,9	13,8	23,7	-0,75
2005	15,63	7,6	2,66	10,26	5,37
2006	16,50	6,0	11,58	17,58	-1,08
2007	17,1	5,0	5,94	10,94	6,16
2008	23,1	0,8	8,11	8,91	14,19
2009	9,62	-4,7	5,93	1,23	8,39
2010	8,49	8,5	8,87	17,37	-8,88
2011	14,89	11,1	13,33	24,43	-9,54
2012	8,83	4,8	2,45	7,25	1,58
2013	9,83	8,5	6,97	15,47	-5,64
2014	10,05	5,2	6,36	11,56	-1,51
2015	14,67	7,5	5,71	13,21	1,46
2016	13,57	4,2	9,94	14,14	-0,57
2017	17,06	7,3	15,47	22,77	-5,71
2018	27,04	-2,8	33,64	30,84	-3,8
2019	12,02	0,9	7,36	8,26	3,76

Kaynak: (1):Yıllık ortalama şeklinde alınmıştır.

https://ticaret.gov.tr/data/5e18288613b8761dccc355ce/Ekonomik_G%C3%B6r%C3%BCn%C3%BCm.p df, TCMB, TÜİK “Enflasyon Fiyat ve Ulusal Fiyatlar verileri alınarak hesaplanmıştır. Erişim Tarihi: 18.04.2020

Tablodan görüldüğü üzere, 1990 yılından 2005 yılının sonuna kadar sıcak para yatırımcıları enflasyon(TEFE bazında) ve büyüme oranı(GSMH bazında) toplamının

²⁶⁰Akdiş, 2004, s.19

üzerinde DİBS vasıtasıyla reel getiri elde etmişlerdir. Özellikle bu getiri 1995 yılında ciddi artış göstermiş ve 2000 yılının başına kadar yüksek oranını sürdürmüştür. Ancak bu yıldan itibaren dalgalı bir seyir izlese de reel getiri 2010 yılı itibariyle negatife dönmüş ve 2019 yılına kadar riski yüksek getirisi düşük seyrini korumuştur. Sıcak paranın herhangi bir engele takılmadan, serbest dolaşabildiği bir ülkede iki temel çelişkili nokta vardır. Bir taraftan ulusal paranın döviz kuru karşısındaki değer kaybının üzerinde reel faiz hadlerini ayarlayarak, finansal dengenin sağlanmasının gerekliliği, diğer taraftan ülkeye giren dövizin ulusal paranın değerini arttırması neticesinde üretici firmaların dış ticarete geri kalması durumudur. Yüksek reel faizlerin yatırım alanları yerine ithalat ve tüketim mal ve hizmetleri için kullanılması durumunda, yönetilemeyecek düzeyde cari işlemler açığı meydana gelmektedir.²⁶¹ Türkiye' nin sıcak para hareketleri incelendiğinde, sıcak para hareketlerinin döviz kuru hareketlerini etkilediği görülmüştür.²⁶²

Türkiye gibi GOÜ' ler açısından hızlı ekonomik büyüme, teknoloji transferi ihtiyacı ve borcun finansmanı için gerekli kaynağın sağlanması sıcak para girişlerini bir gereklilik haline getirmekte ancak gelen sıcak paranın ani çıkışları sonucunda milli gelirden yaşanan ciddi kayıpların riskini de içinde barındırmaktadır.²⁶³ Rodrik ve Velasco (1999), sermaye hareketliliği kapsamında yaşanan ekonomik krizleri, net özel sermaye çıkışlarının GSMH'nin en az %5'ine ulaşması durumu olarak tanımlamışlardır.²⁶⁴ 1990' larda yaşanan finansal serbestleşme ile birlikte sıcak paranın Türkiye ekonomisine olan etkileri daha çok tartışılmaya başlamıştır. Dış borç faiz ödemeleri ve sıcak para girişleri arasında doğru orantılı bir ilişkinin olduğu, sıcak para girişleri ile ulusal paranın değer kazanması arasında korelasyon olduğu açıktır.²⁶⁵ Aynı zamanda kısa vadeli portföy yatırımları yani ülkeye gelen sıcak para enflasyona ve cari açığa atırcı etki yapmaktadır.

²⁶¹ Yeldan2001, s.136

²⁶²Şeyda İnandım, *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği* (TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi), 2005, Ankara, <https://www.tcmb.gov.tr/>(15.03.2020)

²⁶³ Neil Karunaratne, "Globalization, Crisis Contagion and the Reform of the International Financial Architecture"2002, s.6

²⁶⁴Dani Rodrik, Andrés Velasco, "Short-Term Capital Flows", NBER Working Paper S.7364, 1999, <http://www.nber.org/papers/w7364.pdf> (15.03.2020)

²⁶⁵Aysu İnel, Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", TEK Tartışma Metni, 2003, ss.15-18

3.3.1. 1994 Krizi

24 Ocak 1980 kararları kapsamında 1989 yılında tam konvertibiliteye geçişin sağlanması ile birliktesermaye hareketleri üzerindeki denetimin tamamen kaldırılması sermaye hareketlerini iç ve dış denetimden yoksun bırakmıştır. Ekonomik alt yapının tam oturmadığı, kırılğan bir ekonomide böyle bir denetimsiz ortamın oluşması ekonomiyi krizlere açık hale getirmiştir. Finansal liberalizasyonun sonuçlarının ilk yansıması 1994 krizi olmuştur.

1990 yılından itibaren kamu açıklarının hızla artması KKBG'yi artırmıştır.1991'de KKBG/GSYİH oranı %10'u aşmış, 1993'te %12 ve 1994'te %7,9 olarakgerçekleşmiştir.²⁶⁶Ekonomik değişkenlerin birinde meydana gelen bir bozulma diğer değişkenleri de sırasıyla etkilemektedir. Toplam borç stoku giderek artmıştır. Kaynak ihtiyacındaki artışın bir sonucu olarak iç borç ve yurt içi faiz oranları yükselmiştir. Hem döviz kurlarında hem de faiz oranlarında yaşanan dalgalanma finansal dengeleri bozarak büyüme oranlarına yansımıştır. Yaşanan istikrarsızlığın bir sonucu olarak sermaye birikiminde sert dalgalanmalar yaşanmış ve uzun vadeli büyüme potansiyeli negatif yönde etkilenmiştir.²⁶⁷ Ekonomi politikalarını etkisiz bırakacak şekilde gelen kısa vadeli yabancı sermaye hem reel hem de finansal sektörde dengesizliklere neden olmuştur. ²⁶⁸

3.3.1.1. Ekonominin Kriz Öncesindeki Durumu

Türkiye' yi ekonomik dengeden saptıran en önemli durum kamuya ait borçların giderek büyümesiydi. Artan kamu kesimi borcunu en sağlıklı ve sürdürülebilir şekilde kapatmanın yolu iç tasarrufları kullanmaktı. Ancak iç tasarruflar borcu kapatmak için yeterli değildi. Finansal serbestleşme ile birlikte iç borç, dış borç ile kapatılmış ve yabancı borçlar hızla artmıştır. Daha önceleri kriz unsuru olarak görülmeyen, hatta teşvik edilen portföy yatırımların ani hareketleri ekonomide ciddi sarsıntı yaratmıştır. Bunların içinde en güçlü etkiye sahip hedge fonlar da diğer portföy yatırımlarla birlikte

²⁶⁶Bengi Kibritçioğlu, Bülent Köse ve Gamze Uğur, "A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises: The Case of Turkey", Hazine Dergisi, S.12, 1999, s.12

²⁶⁷Yılmaz Akyüz, Korkut Boratav, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", İktisat İşletme ve Finans Dergisi,C.17, Sayı:197, 2002, s.20

²⁶⁸Nurhan Yentürk, *Körlerin Yürüyüşü*, Bilgi Üniversitesi Yayınları, b.2, İstanbul, 2005, s.111

sıcak para olarak anılmıştır. Bu tarihten itibaren bu yatırımlar bir kriz unsuru olarak Türkiye ekonomisinde dikkate alınmaya başlamıştır.

Ekonominin 1994 krizi öncesi genel durumunu anlamak için makroekonomik göstergelerdeki durumunu anlamak gerekmektedir. 1990' lı yılların başından 1994 krizine kadar olan döneme ait ekonomik göstergelere bakıldığında aslında finansal bir krizin oluşacağına dair yeterince delil olduğu görülmektedir. İlgili göstergeler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.²⁶⁹

- Fisher, cari açığın GSMH' ya oranının %4' ü aşması halinde finansal krizin habercisi olduğunu dile getirmiştir. Cari açığı kapatmak için kısa vadeli yabancı sermaye kullanılması tek başına yeterli olmasa da ekonomiyi krize götüren bir etmendir. Türkiye' decari açık bu oranı aşmıştır ve açık kısa vadeli sermaye ile finanse edilmektedir.
- Ülkenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücü bir diğer göstergedir. Kısa vadeli dış borç stokunun GSMH' ya oranı ülkenin kısa vadeli borcunu ödeyebilme performansını göstermektedir. Kısa vadeli borcun yerli üretim olanakları ile karşılanamaması reel ekonomiyi derinden etkilemektedir.
- Diğer bir gösterge de döviz rezervleridir. Ülkenin maruz kaldığı herhangi bir finansal kötüleşme durumunda elde bulunan mevcut döviz rezervinin fazla olması ülke ekonomisini daha dayanıklı hale getirecektir. Çünkü dışarıdan gelen döviz ataklarına karşı mevcut rezervler kullanılarak müdahale edilebilecektir. Türkiye' de döviz rezervleri 1994 yılında düşük seviyede iken kriz sonrasında yükselmiştir. Bu durumun arkasında yatan sebep ise gelen kısa vadeli sıcak paranın rezervleri olduğundan fazla göstermiş olmasıdır. Dolayısıyla rezervler Türkiye için gösterge olmaktan çıkmıştır. 1990-1995 yıllarına ait temel makroekonomik göstergelere ait veriler aşağıdaki Tablo 3.8' de verilmektedir.

²⁶⁹Akdiş (2004), ss.124-130

Tablo 3.8: Türkiye' nin Krizler Karşındaki Durumunu Belirleyen 1990-1994 Yıllarına Ait Seçili Temel Makroekonomik Göstergeler (Milyon USD)

	1990	1991	1992	1993	1994
Ödemeler dengesi-Ticaret dengesi) (GSYİH'nin yüzdesi)	-6,34	-4,83	-5,08	-8,13	-2,56
Hükümet mali dengesi (GSYİH'nin yüzdesi)	-3,00	-5,22	-4,19	-6,46	-3,75
Reel döviz kuru (yıllık) (1990=100)	100,00	101,80	98,20	105,60	78,10
GSYİH (a)	152 250	152 070	160 580	181 830	131 310
İhracat (b)	25 205	25 793	28 318	30 317	32 708
İthalat (c)	29 077	27 823	30 343	37 599	30 542
Ulusl. rezervler (d)	7 627	6 612	7 509	7 845	8 634
Cari denge €	-2 625	250,00	-974,00	-6 433	2 631
Topl. borç stoku (f)	49 424	50 584	56 554	68 608	66 255
Uzun vadeli (g)	39 924	41 757	43 894	50 075	54 601
IMF kredileri (h)	0,00	0,00	0,00	0,00	344,00
Kısa vadeli (k)	9 500	9 117	12 660	18 533	11 310
Topl. borç stoku/İhracat (f/b), (%)	196,10	197,20	199,70	226,30	202,60
Topl. borç stoku/GSYİH (f/a), (%)	32,50	33,50	35,20	37,70	50,50
Ulusl. Rezervler/Topl. borç stoku (d/f), (%)	15,40	13,00	13,30	13,30	12,20
Ulusl. Rezervler/İthalat (d/c), (%)	26,20	23,80	24,70	20,10	28,30
Kısa vadeli borç stoku/Topl. borç stoku (k/f), (%)	19,20	17,90	22,40	27,00	17,10
Kısa vadeli borç stoku/Ulusl. rezervler (k/d), (%)	124,56	137,89	168,60	236,24	130,99

Kaynak: WORLD BANK (1998), *GDF 1998*, Washington D.C., p.552; Ziya ÖNİŞ ve Ahmet F. AYSAN (2000), "Neoliberal Globalization, the Nation-State and Financial Crises in the Semi-Periphery: A Comparative Analysis", *Third World Quarterly*, Vol. 21, No. 1, p.139'den hazırlanmıştır. Erişim Tarihi: 19.04.2020

3.3.1.2. Sıcak Para Hareketlerinin Etkisi

Finansal serbestleşme ile birlikte devlet kamu harcamalarını enflasyonu arttırmadan, dış borç olarak gerçekleştirebilir hale gelmişti. Bu durum gelişimini tamamlamamış finansal piyasalarda fon talebinin aşırı artmasına neden olmuştur. Yani iç borç kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilir duruma gelmişti. Sermaye girişlerinde bu denli bir artışın sebebi iç faiz oranlarının yüksek olmasıydı. Yüksek faiz, düşük kur ile kısa vadeli sermaye ülkeye çekilerek hem bütçe hem de cari açık finanse edilmiş, denge oluşmuştur. Ancak kamu borcunu finanse etmek için uygulanan yüksek faiz politikası 1993 yılının sonuna gelindiğinde terk edilmiştir. Düşük faizle iç

yatırımlar hareketlendirilmeye çalışılmıştır ancak bu durum döviz kurlarını yükseltmiştir.

Diğer taraftan gelişimini tamamlamamış mali piyasalarda böyle bir politika değişikliği sıcak karşılanmamış ve spekülasyon hareketleri daha da çoğaltmıştır. Yaratılan spekülasyon nedeniyle yatırımcılar bankalardan mevduatlarını talep etmeye başlamışlardır. TL' nin hızla değer kaybetmesi banka bilanço dengelerini bozmuştur. 1994 yılının başlarında; enflasyonun yüksek olduğu Türkiye ekonomisinde piyasadaki fazla likidite devalüasyon bekleyişiyle döviz talebini arttırmış ve döviz kurunun yükselmesine neden olmuştur. Serbest kurların bu yükselişinin önüne geçmek için TL yaklaşık yüzde on dört kadar devalüe edilmiştir. MB' nin rezervleri bir yıl içinde yaklaşık iki kat gerilemiştir.²⁷⁰ Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye' nin yatırım yapılabilir puanının düşürülmesine karşın iç yatırımı arttırmak için faiz oranlarını düşürme politikası ile faizi kontrol altına alma çabası²⁷¹ ve artan kamu kesim borçlarının dışarıdan alınan borç ile finanse edilmesi sonucunda, 1994 yılında Türkiye ekonomisinde ikiz açık olarak adlandırılan bütçe ve dış açık aynı anda oluşmuş ve ekonomik kriz patlak vermiştir.²⁷²

1980 yılında başlayan serbestleşme politikaları ve bu doğrultuda yapılan yapısal değişiklikler Türkiye ekonomisinde çözülemeyen makroekonomik problemlerden ötürü ülkeyi krize sürüklemiştir. Dış borç kısıtlanıp spekülasyonların önüne geçilseydi kriz meydana gelmeyecekti. 1994 krizi ile birlikte Türkiye açısından sıcak para hareketlerinin ekonomiyi etkileme alanının ne kadar kuvvetli olduğu anlaşıldı. Ekonomik yapıda bir takım kırılmaların yaşanmasının akabinde piyasalarda sıcak paranın arbitraj yönlü, spekülasyon hareketleri kriz oluşması için ana tetikleyici etmen olmuştur.

Türkiye ekonomik yapısını, gerekli yapısal düzenlemelerle düzeltmeden ekonomiyi dışa açmıştır. Ancak kapalı ekonomi kuralları ile hareket etmiştir. Negatif yönlü faiz gelişimi, yüksek enflasyon ve yüksek bütçe açıklarının mevcut olduğu böyle

²⁷⁰Yentürk(2005), s.141

²⁷¹Emre Alper, Ziya Öniş, "Financial Globalization The Democratic Deficit and Recurrent Crises in Emerging Markets: The Turkish Experience In The Aftermath Of Capital Account Liberalization", Boğaziçi Üniversitesi Research Papers, 2001, s.12

²⁷²Ercan Uygur, "Türkiye'de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği", *İktisat/İşletme ve Finans Dergisi*, C.9, S.100, 1994 ss.43-46.

bir ortamda spekülatif şişkinlikleri sınırlamak ya da sermaye girişlerinin vadesini uzatmak için sıcak para giriş-çıkışlarında herhangi bir vergileme ve benzeri uygulamalara başvurulmamıştır.²⁷³ Başka bir deyişle, 1988 yılında sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, 1994 krizini tetikleyen ana unsur olmuştur.²⁷⁴

Türkiye gibi enflasyon oranının yüksek olduğu ve kamu kesiminin borç yükünün fazla olduğu ülkelerde liberal politikaların başarılı sonuç vermesi için enflasyonun kontrol altına alınması ve kamu borcunu finanse etmek için dış borç almak yerine iç tasarrufların kullanılması gerekmektedir. Bu nedenle hükümet tarafından uygulanan ekonomi politikaları iç tasarrufları arttırıcı yönde olmalıdır ve finansal serbestleşme için atılması gereken adımların bir anda değil aşamalı olarak atılması gerekmektedir. 1994 krizi Türkiye’deki kriz algısını değiştirmiş, sıcak para hareketlerinin ekonomik dengeleri değiştirmekte ne kadar güçlü bir etkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Bu bağlamda sıcak paranın 1994 krizi üzerinde oynadığı role bakıldığında;

- Serbest dolaşan sıcak para, politika yapıcıların kontrolü dışında hareket ederek, makroekonomik dengeleri bozmaktadır.
- Ani ve devamlı sıcak para çıkışları cari açığı yükseltmekte ve kronikleştirmektedir.²⁷⁵
- Reel faizlerin çok yüksek olması yatırımcıları, DYSY yatırımları yerine sıcak para yatırımlarına yönlendirmektedir.

3.3.1.3. Sıcak Para İçerisinde Hedge Fonların Rolü

Türkiye’de 2006 yılına kadar hedge fon uygulamasına ilişkin örnekler mevcut değildi. Bunun nedeni sermaye piyasalarına ilişkin mevzuatımızda hedge fonların kuruluşuna engel hükümler bulunmamasına rağmen hedge fonların kuruluş amaçlarına hizmet edebilecek araç ve piyasaların henüz gelişmemiş olmasıydı.²⁷⁶ O zamana kadar SPK mevzuatında “özel fon” kavramı bulunmaktaydı. Bu fonlar hedge fonlara bazı

²⁷³ Yentürk (2005), s.141

²⁷⁴Onur Koska, “Financial Liberalization Era In Turkey Critique On Decree”, S.32, 2005, s.23

²⁷⁵SOMÇAĞ (2006),ss.42-43

²⁷⁶Tuba Yıldız Ertugay, “Hedge Fonların İşleyişi”, Yeterlik Etüdü, SPK, İstanbul, 2004,Aktaran: Akyüz Y., Mehtap K., “Yapısı İşleyişi ve Genel Özellikleri ile Hedge Fon Gerçeği”, Akdeniz Üniversitesi Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, C.3, S.2, 2001, s. 13

açılardan benzemekle beraber hedge fonların özelliklerine sahip değillerdi.²⁷⁷ Dolayısıyla 1994 ve sonrasındaki krizlerde özel fon olarak nitelendirilen sıcak para hareketleri hedge fonlar ile birlikte değerlendirilmektedir.

Sıcak para hareketlerinin finansal krizler üzerinde etkisinin olduğu yönünde güçlü kanıtlar mevcuttur. Hedge fonların Türkiye’deki finansal krizler üzerinde etkisinin olduğu henüz tam olarak kanıtlanamasa da hedge fonlar Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri içerisinde yer alırlar ve getirileri itibariyle yüksek orana sahip bu fonlar kısa vadeli sermayeyi yönlendirici güce sahiptir. Dolayısıyla hedge fonlar da kısa vadeli sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilmektedir.

Hedge fonların Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkisinin en güçlü kanıtı 1994 krizidir. Liberalizasyonun başladığı 1990 yılının başından 1994 yılına kadar olan dönemi kapsayan Türkiye ekonomisine ait göstergeler yukarıda anlatılmış ve verilere Tablo3.4’de değinilmiştir. Kısa vadeli sermaye akımları içerisinde gelen hedge fonlar, 1990 sonrası düşük kur uygulaması ile ülkeye hızlıca giriş yapmıştır. Enflasyonun altında seyreden döviz kuru artışına karşın hükümet, bazı parasal büyüklüklerdeki atışı dövizle karşılayarak enflasyonu kontrol altına almaya çalışmıştır. Böylece kur düşmüş ve ülke yabancı yatırıma elverişli hale gelmiştir.²⁷⁸ Yukarıda bahsedildiği gibi hazine bonusu faizlerinin de yükselmesi ile kısa vadeli yabancı yatırım ülkemizi tercih etmiştir.

1994 krizinin yaşanmasının ardından, belirsizlik ortamında yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir. DYSY’lere göre çok kolay hareket eden kısa vadeli sermaye, hızla ülkeden çıkış yapmıştır ve 1994 sonrası Türkiye ekonomisinde ciddi boyutta kısa vadeli yabancı sermaye kaybı yaşanmıştır. Yaşanan sermaye kaybı ekonomiyi yüzde altı oranında küçültmüştür. Spekülatif amaçlı hareket eden kısa vadeli yabancı sermaye ekonomik dengelerin neredeyse tümüne tesir etmiştir.

3.3.1.4. Uygulanan Ekonomi Politikaları

Finansal serbestleşme döneminin ilk olumsuz tecrübesi olan 1994 finansal krizinin ardından hükümet ve ilgili bürokratlar tarafından 5 Nisan tarihinde “5 Nisan

²⁷⁷Akyüz (2001), s.13

²⁷⁸Coşkun C. Aktan, Hüseyin Şen, “Globalleşme ve Türkiye”, Mercek Dergisi, Özel Sayı, 2001, ss.104-112

Kararları” olarak bilinen ekonomik önlemler uygulama planı hazırlanmıştır. Programın temel amaçları şu şekildedir²⁷⁹:

- Ekonomik kalkınmayı, sosyal dengeleri gözeten, denge seviyesine getirmek için enflasyonda hızlı düşüş, ihracatta artış ve TL’ de değer artışı sağlamak.
- İstikrar sağlayıcı yapısal reformlar yapmak.
- Kamu açıklarını azaltacak doğrultuda kamunun rolünün yeniden şekillendirilmesi ve yeniden örgütlenmesinin sağlanması.
- Piyasa mekanizmasının etkin işlediği ve sosyal devlet yapısına geçmek.

Burada amaç kamunun giderlerini azaltmak, KİT’ lerden doğan zararları önlemek, ücret disiplini sağlamak, MB’ nın yetkilerini arttırarak para politikasında istikrarı yakalamak, dış ticareti arttırıcı eylemleri teşvik etmek, sermaye piyasasına derinlik kazandırmak ve MB’ nın kurları günlük olarak yayınlaması ile döviz kurunda istikrarı yakalamaktır.

Yapılan bu düzenlemelerde ana amacın kamu kemsine ait borç yükünün azaltılması olduğu açıktır. Önlemler sermaye giriş- çıkışlarını ve bunlar içerisinde asıl önemli olan sıcak para giriş-çıkışlarını kapsamamaktadır. Sıcak para hareketlerindeki dengesizliği azaltacak sermaye kontrolleri ve vergileme gibi uygulamalar devreye sokulmamıştır.

5 Nisan’ da yapılan bu önlem paketi, yüksek faiz politikası, emisyon hacminde artış, TCMB rezervlerinin sürekli kullanılması ve özel sektörden beklenen verimin alınamaması gibi nedenlerle kamu kesimine ait borçları istenen seviyeye indirememiştir.

3.3.1.5. Krizin Ardından Yaşanan Gelişmeler

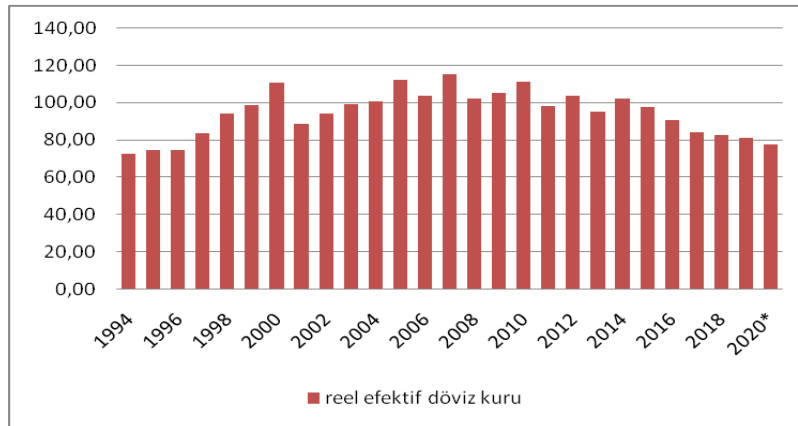
1994 krizinin ardından takip eden üç yıllık süre zarfında Türkiye ekonomisi hızlı bir büyüme trendine girmiş ve krizin ekonomide yarattığı hasarlar giderilmeye çalışılmıştır. Bu dönemde sermaye girişlerinden elde edilen gelir yükselmiştir. Yüksek reel faizler nedeniyle cazip hale gelen sıcak para yatırımları 1994 sonrası takip eden

²⁷⁹ Erdinç Tokgöz, *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-2007)*, İmaj Yayınevi, b.8.Ankara, 2007, s.260

yıllarda ekonomik büyümeyi arttırmıştır. Ancak büyüme yüksek faiz arbitrajları nedeni ile sürdürülebilir düzeyde olmamış ve ekonomik denge tam manasıyla sağlanamamıştır.²⁸⁰ 1995 yılının başından 1998 yılının sonuna kadar sıcak para girişleri ve bunlu birlikte diğer yabancı sermaye girişleri artarak devam etmiş ancak 1998’ de yaşanan ve tüm dünyayı etkisi altına Rusya krizinin etkisi ile pozisyon tersine dönmüş ve ani yabancı sermaye kayıpları yaşanmıştır.

Bunun yanında kamu kesiminin borçları büyümeye devam etmiştir. Türkiye ekonomisi enflasyonist baskıdan kurtulamamıştır. Diğer taraftan net sermaye akımlarında ciddi düşüşler yaşanmıştır. Türkiye ekonomisi planlanıldığı gibi temel ekonomik yapıyı düzeltecek yapısal reformları gerçekleştirememiştir. 1998 yılına gelindiğinde büyüme hızı önceki dönemlere göre daha düşük olmuş ve ekonomi tekrar krize girmiştir. 1998 öncesi yıllarda para politikasına dair bazı düzenlemeler yapılmıştır. Piyasaları daha yalın hale getirmek amacıyla Interbank faiz oranlarının aşırı dalgalanmasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Fakat finansal serbestleşme ile sermaye akımlarında yaşanan dalgalanmanın bir uzantısı olarak faiz oranları ve döviz kurları da ani dalgalanmalar yaşamıştır. Bu nedenle para politikasında yapılan yenilikler planlanıldığı gibi başarılı sonuçlar verememiştir.²⁸¹ Krizlerin yarattığı olumsuz etkileri ilk yansıtan değişkenlerden biri reel döviz kurudur. Reel döviz kuru endekslerinde 1994 sonrası kriz dönemlerinde yaşanan bu artışlar grafik’ de görülmektedir.

Grafik 3.3: Reel Döviz Kuru Endeksi



Kaynak: <http://esk.dpt.gov.tr/> Erişim Tarihi: 17.04.2020

*2020 verileri 1. Çeyrek olarak alınmıştır.

²⁸⁰Yeldan (2001), s.54; Merih Celasun, “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, 2002, s.8,

²⁸¹Hasan Ersel, Güven Sak, “Sermaye Hareketlerinin Serbest Bırakıldığı Dönemden Bugüne Türkiye Ekonomisi 1989- 1996”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C.12, S.133, 1997, ss. 17-25.

Bu yıllarda iç unsurların yanında dış konjonktürel olaylar da etkili olmuştur. Bu dönemde Asya ülkelerinde başlayan ve kısa sürede tüm dünyayı etkisi altına alan Güneydoğu Asya krizinin etkileri Türkiye'ye de yansımıştır. Finans piyasaları ve dış ticaret krizden olumsuz etkilenmiştir. Borsa İstanbul' a ait hisse senetleri krizin etkisiyle değer kaybetmiştir. Krizin yarattığı istikrarsızlık ortamından kendini korumak isteyen yabancı yatırımcı sermayesini ülke dışına taşımıştır. Dolayısıyla bu dönemde ciddi net yabancı sermaye kayıpları yaşanmıştır.

Ülke içinde yaşanan durgunluğun etkisi ile iç talep azalmıştır. İhracat gerilemiş ve büyüme yavaşlamıştır. Gerek ülke içinde yaşanan ekonomik daralma gerek dış piyasalarda yaşanan gerilim sebebiyle bankacılık sektörü ciddi zarar görmüştür. Banka bilançoları kötüleşmiştir ve bu dönemde sekiz özel banka TMSF' ye devredilmiştir.²⁸² Özel bankaların devredilme sürecinin ardından artan kamu borcu ve kamu açıkları ciddi boyutlara ulaşmıştır.²⁸³

1999 yılına gelindiğinde ekonomiyi krizin yarattığı olumsuzluklardan temizlemek adına döviz kurunda istikrarı hedefleyen enflasyonu düşürme programı devreye sokulmuştur. Bu program uluslar arası kuruluşlarca desteklenmiştir. Programın hedefleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.²⁸⁴

- Kamu kesimi iç borç oranını düşürmek,
- Enflasyonu düşürmek,
- Ekonomik büyümeyi hedeflenen noktaya ulaştırmak,
- Sıkı maliye politikası ile mali istikrar sağlamak,
- Para politikası ile uyumlu hareket edecek şekilde döviz kurlarını hedeflenen enflasyon çapasına bağlı hareket ettirmek.

²⁸²Bülent Güloğlu, Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, S.27, 2002, s.131

²⁸³Güloğlu, Altunoğlu (2002), s.131

²⁸⁴Akyüz, Boratav (2002), ss.23-27

Program kısa süreli ekonomik canlanma yaratsa da orta-uzun dönemde istenen başarıya ulaşamamıştır. 2000 yılına gelindiğinde sıcak paranın ülke dışına kaçıışı artmıştır ve makro ekonomik dengeler bozulmuştur.²⁸⁵

3.3.2.Kasım 2000 Krizi

Türkiye' nin hızlı bir şekilde finansal serbestleşme sürecine girmesi ve süreci doğru ekonomi politikaları ile yönlendirememesinin sonucu olarak Türkiye ekonomisi 1994 yılında finansal kriz yaşamış takip eden yıllarda da yapısal sorunlar kalıcı çözümler bulamamıştır. 2000 yılına gelindiğinde kamunun borç yükü taşınamaz seviyelere ulaşmış ve enflasyon artık kronikleşen bir sorun haline gelmiştir. Aralık 1999' da yüksek enflasyonu çözümlmek, kamu borcunu azaltmak ve ekonomide denge sağlamak adına IMF tarafından hazırlanan ve Dünya Bankası destekli "*İstikrar ve Yapılandırma Programı*" adı altında dezenflasyon programı devreye sokulmuştur. Üç yıl süreyle uygulanması planlanan program, döviz kuru istikrarı ile desteklenmiştir.²⁸⁶ Ancak alınan bu tedbirler ekonomideki yapısal sorunları çözüme ulaştıracak derinlikte olmamış sadece yüzeysel bir iyileşme oluşturmuştur. Dolayısıyla gerek iç dinamiklerde oluşan herhangi bir kırılma gerek dış etmenlerin etkisiyle oluşabilecek bir dengesizlik ekonomiyi tekrardan bir krize sokmak için yeterlidir. Programla birlikte istikrarsızlık artmış ve sıcak paranın ülkeye girişi hızlanmıştır. Henüz bir yılını tamamlamış olan program 2000 yılının Kasım ayında Türkiye ekonomisini krize sokmuştur.

2000 yılının başında cari işlemler açığı bir sorun olarak görülmezken, yılsonu itibariyle cari açık ciddi bir problem haline gelmiş, dokuz kat artmış ve 9,9 milyar dolar seviyesine çıkmıştır.(Tablo:3.4) Bunun yanında 2000 yılına gelindiğinde enflasyonun en önemli sorun olarak devam ettiği, kamu borcunun arttığı ve bankacılık sektörünün kırılganlığının arttığı görülmektedir.²⁸⁷ Tüm bu gelişmeler karşısında programı hazırlayan ve destekleyen IMF ve WB Türkiye' nin sorumluluğunu tam manasıyla yerine getirecek şekilde davranmadığını, maliye politikasını etkin kullanmadığını bu yüzden cari açığın arttığını söylemiştir. Ancak bu yıllar ile ilgili Yeldan tarafından yapılan çalışmaya bakıldığında aslında durumun öyle olmadığı, kamunun daraltıcı

²⁸⁵ Akyüz, Boratav (2002), ss.23-27

²⁸⁶Karasoy, Kunter, Us (2005), s.1065.

²⁸⁷ Celasun (2002), s. 13

maliye politikası uyguladığı bu nedenle açığın kamu harcaması kaynaklı olmadığı görülmektedir.²⁸⁸

3.3.2.1. Ekonominin Kriz Öncesindeki Durumu

1994 sonrası dönemde kamu kesimi açıkları dış borç alınarak kapatılmaya devam etmiştir. Makro ekonomik belirsizlik ortamı ise daha derin hissedilmeye başlamıştır ve bankalar kamu borçlarını finanse eden kurumlar haline gelmiştir. 1990' lı yılların başından itibaren artık özel bankalar kredi verme sorumluluğunu bırakmış ve kamuya borç sağlayan bu sayede aldığı yüksek faizler ile hızlı bir büyüme gerçekleştiren kurumlar olmuşlardır.²⁸⁹ Diğer taraftan kamu bankaları içinde durum farklı değildir. Kamuya ait bankaların da mali yapıları bozulmuş ve artan finansman ihtiyaçları nedeniyle faiz üzerindeki baskı iyice artmıştır. Borçlanmanın maliyeti yükselirken doğru orantılı olarak faiz ödemeleri de hızla büyümüştür.

Dezenflasyon Programı 22 Aralık 1999 tarihinde yürürlüğe giren Stand-By anlaşması kapsamında hazırlanmıştır. Programın amacı; 2002 yılının sonu itibariyle enflasyonu tek haneli rakamlara düşürebilmek ve reel faizleri kontrol altına alarak kamu maliyesindeki bozulmaları düzeltmektir.²⁹⁰ Program geçmiş enflasyonun gelecek enflasyonu belirlemesinin önüne geçmeyi, risk priminin döviz kuru belirsizliğinden kaynaklanan bölümünü ortadan kaldırarak sermaye girişlerini arttırmayı hedeflemiştir.²⁹¹ Bu bağlamda yapılan değişiklikler aşağıda sıralanan üç maddede özetlenmektedir.²⁹²

- Döviz kuru ve para politikalarında değişiklikler yapılarak yeniden düzenleme yapılması,
- Faiz dışı bütçe fazlası oluşturulması,

²⁸⁸EriñçYeldan, , “İstikrar, Kim İçin?: Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”, 2002
www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf, s.9

²⁸⁹Vedat Kayarkaya, *1980 Sonrası Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Bu Krizlerin Getirdiği Bir Sonuç Olarak Banka Konsolidasyonları*(Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006, s.91

²⁹⁰Ferya Kadioğlu, Zelal Kotan, Gülbin Şahinbeyoğlu, “Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000” 2001, <https://www.tcmb.gov.tr/>

²⁹¹Gazi Erçel, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, Kur ve Para Politikası Uygulaması, Para Programları”, TCMB, 1999, <https://www.temb.gov.tr/>

²⁹²Bülent Güloğlu, “İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel S.1, Eylül-Ekim 2001,

- Sosyal güvenlik, özelleştirme, vergi ve tarım konularında yapısal reformların gerçekleştirilmesidir.

Bu programla merkez bankası yalnızca döviz alım-satımı yaparak piyasaya etki edebilmiştir. Faiz piyasada dalgalanmaya bırakılmış, faize müdahale olmamıştır. Faizlerin artması yabancı sermayeyle birlikte dövizin ülkeye girmesini sağlamış, artan döviz miktarı merkez bankası likidite oranını yükseltmiştir. Dövizin kontrol altına alındığı, buna karşın faize müdahalenin olmadığı bu programın hedefi, döviz kurlarını istikrara getirerek sermaye girişini arttırmak ve kur artışının enflasyon artışının altında kalmasını sağlayarak enflasyonu aşağı çekmektir.²⁹³

Bu programla birlikte reel sektörün ücretlerini TÜFE artış oranına bağlayan gelirler politikası oluşturulmuştur. Aynı zamanda program KİT'lerden dolayı oluşan ilave borç yükünü hafifletmeye çalışmıştır. Tarım sektörünü canlandırmak adına, doğrudan gelir desteği verilmesi programın yapısal alanda sağladığı bir diğer değişikliktir. Ayrıca bu program ile birlikte özelleştirmelerin artması ve mali şeffaflığın sağlanması amacıyla yapılan değişiklikler şu şekilde sıralanmaktadır; *vergi oranları yükseltilmiş, “peşin vergi” uygulaması üçer aylık dönemlere indirilmiştir. *2000 yılı itibariyle geri ödemesi yapılacak olan iç borç senetlerinden kazanılacak gelire, geriye dönük olarak vergi uygulanmıştır. *MB, sadece döviz alımları ile para yaratabilir konuma getirilmiştir. *MB, 2000 yılının başına kadar uygulanan kurları günlük olarak yayımlamak zorundadır. *SSK'ya yeni girecekler için emekli olma yaşı yükseltilmiş ve katkı payı arttırılmıştır. *Bankaların gözetiminden/denetiminden sorumlu bağımsız bir kurum oluşturulmuştur ve bu bağlamda mali bünyesi zayıf birtakım bankalar devlet kontrolüne alınmıştır. *İmtiyaz devri sözleşmelerinde uluslar arası tahkimin kabul edilmesini öngören bir anayasal değişiklik yapılmıştır. Ancak Türkiye' de daha önce uygulanan IMF programları gibi “Enflasyonu Düşürme Programı” ‘ da başarısız olmuştur. Yüksek enflasyon sorunu ve ödemeler bilançosundaki dengesizlikler çözülememiştir. Programın tam manasıyla uygulanmaması ve programın kendi içinde barındırdığı eksiklikler bu programın başarısız olmasının ana sebepleridir. Program sonucunda devletin ve özel sektörün borç yükü artış, Türkiye ekonomisi dış finansmana bağımlı hale gelmiştir.

²⁹³Gülten Kazgan, “Türkiye’de Ekonomik Krizler: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme”, DEGEV Yayınları, İstanbul, 2002, s.239

Tablo 3.9: Özel ve Kamu Kesimi Dış Borç Stoklarının Vadesi (Milyon USD- 1989-2020*)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Toplam dış borç stoku	43.910	52.380	53.622	58.595	70.511	68.704	75.947	79.298	84.355	96.351	103.123	118.601	113.591	129.601	144.178	161.159
Topl. Dış borç stoku/GSMH (%)	31	26	27	28	30	39	34	33	33	35	41	44	56	55	46	40
Kısa vadeli dış borç stoku	5.745	9.500	9.117	12.660	18.473	11.187	15.500	17.072	17.691	20.774	22.921	28.301	16.403	16.424	23.013	32.203
Orta-uzun vadeli dış borç stoku	38.165	42.880	44.505	45.935	52.038	57.517	60.447	62.226	66.664	75.577	80.202	90.300	97.188	113.177	121.165	128.956
Kamu sektörü dış borç stoku	34.391	41.913	43.277	47.763	57.316	52.028	56.009	56.280	55.461	58.002	63.179	72.807	60.742	77.472	88.314	100.904
Özel sektör dış borç stoku	1.692	2.125	2.848	3.702	5.837	6.863	7.516	10.637	16.925	23.759	27.356	29.243	27.480	29.211	30.149	37.005
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 *
Toplam dış borç stoku	170.779	208.006	249.931	280.417	268.425	291.401	305.086	341.972	394.756	407.482	399.745	408.872	454.762	443.844	437.621	431.033
Topl. Dış borç stoku/GSMH (%)	34	38	37	36	42	38	37	39	42	44	46	47	53	56	58	57
Kısa vadeli dış borç stoku	38.914	42.852	43.142	52.512	48.977	77.241	83.117	102.443	135.467	137.025	105.300	101.277	120.286	117.614	123.595	118.690
Orta-uzun vadeli dış borç stoku	131.865	165.154	206.789	227.905	219.448	214.160	221.969	239.529	259.289	270.457	294.445	307.595	334.476	326.230	314.026	312.343
Kamu sektörü dış borç stoku	102.296	108.375	110.058	122.476	123.530	156.217	160.579	181.065	212.377	215.056	185.634	184.762	210.483	206.586	223.160	227.722
Özel sektör dış borç stoku	50.925	82.202	121.908	140.626	128.134	119.328	126.608	140.495	156.549	168.495	194.719	203.279	220.406	208.850	181.010	169.036

Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/> ile hazırlanmıştır. Erişim Tarihi: 25.04.2020

*2020 verileri 1. Çeyrek olarak alınmıştır.

Tablo 3.9 Kasım 2000 krizi öncesi dört yıl ve sonrasına ait dış borcun sektörlere göre dağılımını vermektedir. Buna göre borç stoku toplamda 2000 yılında 1999 yılına göre %15 artmıştır. GSMH' ya oranı ise %4 daha büyümüştür. Kısa vadeli borç stoku da bir önceki yılın borç stokundan 5,5 milyon dolar daha fazladır. Uzun vadeli borçlar ve kamu borcunda yine bu yılda artış göstermiştir. Türkiye' nin IMF ile daha önce on altıya yakın anlaşma yürütmesi ve bu anlaşmaların hiçbirinin enflasyonu düşürememesi, programa duyulan güvensizliğin nedenidir. Bu tarz programların 90' lı yıllarda Türkiye dışındaki ülkelerde uygulanması ve olumlu sonuçlar vermemesi programa duyulan güvensizliğin bir başka nedenidir.

2000 yılında yaşanan ani kısa vadeli sermaye kayıpları sonucunda borsa endeksleri düşmüştür. Bu durum programa olan güveni sarsan bir başka nedendir. Yine bu yıllarda kamu kesimine ait borçlar hedeflenen seviyeye düşürülemediği. KİT' lerin bütçe açıkları ise artarak devam etmiştir. Devam eden her iki açıktan dolayı enflasyon da hedeflenen seviyeye gerileyememiştir. Ayrıca program hedeflediği şekilde özelleştirme yapamamıştır. Bunun yanında program izlediği faiz dışı fazla politikası ile ithalatı arttırmış cari açığı büyütülmüştür. 2000 yılından önce bozulmuş olan bankacılık sistemi, kötü durumda olan özel ve kamu bankaları programda hedeflendiği şekilde reformlar yaşayamamış ve durumlarında herhangi bir gelişme olmamıştır.

Döviz kurunun “çapa” olarak kullanıldığı bu sistemde 2000 yılının sonlarında dövize olan talebin aniden artması, cari işlemler açığını büyütürken kaos ortamını arttırmış, döviz talebini daha da yükseltmiştir. Diğer taraftan ekonomide devalüasyon beklentisi artmıştır. Dolar ciddi yükselmiştir. Bu durum açık pozisyonları bulanan bankaları olumsuz etkilemiştir. Bankaların döviz talebi artmış ve ekonomi ciddi bir likidite kıtlığı yaşamıştır. Bu durum 22 Kasım 2000' de ekonomiyi krize sokmuştur.²⁹⁴

3.3.2.2. Sıcak Para Hareketlerinin Etkisi

2000 yılına kadar Türkiye ekonomisinde yaşanan krizler neticesinde, sıcak para hareketlerinin krizi tetikleyici unsur olduğu, DYSY' in ekonomik büyümeye olumlu katkı yaptığı ancak sıcak para yatırımlarının böyle bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Türkiye ekonomisinde ekonomik değişkenlerin sıcak para girişinden

²⁹⁴Kazgan (2002), s.239

olumlu, çıkışından olumsuz etkilenmeleriekonomik dengelerin bozulmasına ve oynaklıkların artmasına neden olmaktadır.²⁹⁵ Enflasyonu düşürme programının Merkez Bankasının aktif para politikası uygulama yetisini ortadan kaldırarak sadece döviz kuruna etki edebilme yetisine dönüştürmesi ile genişleyici para politikası kısa vadeli sermaye hareketlerine bağlanmıştır. Yabancı sermayenin gelişi Merkez bankasının likiditesini arttırmış ancak sermayenin aniden ülkeyi terk etmesi ciddi bir likidite sorunu yaratarak ekonomik bir kriz için zemin hazırlamıştır. Diğer bir ifade ile program uzun dönemli yabancı sermayeyi ülkeye çekmeyi başaracak nitelikte değildi. Ayrıca program Merkez Bankası' nın yetkilerini kısıtladığı için Merkez Bankası oluşacak krizlere tam müdahale edememiştir ve bu durum finansal krizlerin şiddetini arttırmıştır.

Borsadaki işlemler açısından sıcak para artışı borsanın yükselmesine neden olmaktadır. Sıcak para girişleri ile reel ekonomideki durgunluk gölgelenmektedir. Ancak borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyat-kazanç oranlarına bakıldığında, maksimum seviyeye geldiği anlaşılmakta ve bu nedenle borsadan ve ulusal paradan çıkış, dövize olan talepte artış başlar.²⁹⁶ Kriz öncesi ve kriz esnasında sıcak para hareketlerinin seyrini gösteren tablo aşağıdaki gibidir. Tablodan da görüldüğü üzere yaşanan kriz esnasında sıcak para aniden ülkeyi terk etmekte ve ekonomide beklenmeyen şokların oluşmasına neden olmaktadır.

**Tablo 3.10: Kriz Öncesi ve Sonrası Sıcak Para Hareketleri
(Milyon USD)**

	Kriz Öncesi 2000 (Ocak- Ekim)	Kriz Dönemi 2000-2001 (Aralık- Kasım)
Toplam Net Sıcak Para	1.427,00	-19.201,00
Portföy yatırımları	835,00	-9.294,00
Hisse senetleri	979,00	-568,00
Borç senetleri	-144,00	-8.726,00
Banka kredileri	59,00	-637,00
Diğer yatırımlar	59,00	-637,00
Yükümlülükler	3.714,00	-5.723,00
Kısa vadeli banka kredileri	3.630,00	-5.950,00
Kısa vadeli diğer sektör kredileri	84,00	227,00
Banka mevduatları	-441,00	-1.769,00
Net hata ve noksan	-2.740,00	-1.778,00

Kaynak: TCMB, *Ödemeler Dengesi-Aylık Ayrıntılı Sunum*, 2000-2001, Erişim Tarihi: 05.05.2020

²⁹⁵ Toprak (2003) ss.189-190

²⁹⁶ Gülten Kazgan, *Küreselleşme ve Ulus Devlet: Yeni Ekonomik Düzen*, İstanbul Bilgi Üniv. Yayınları, b.3, İstanbul, 2002a, ss.189-187

2000 yılının Ağustos ayında aniden kısa vadeli faizler yükselmiş ve buna paralel olarak tahvil, bono, hisse senedi fiyatları düşmüştür. Bu durum bankaları olumsuz etkilemiştir. Yabancı yatırımcıların ellerindeki kağıtları hızlıca satarak Türkiye piyasalarını terk etmesine karşın TCMB döviz satarak rezervlerini eritmek zorunda kalmıştır. Böylece 2000 krizi etkisini borsada göstermiş ve reel sektörü krizin içine çekmiştir. Reel ekonomi darboğaza girse bile sıcak para arttıkça borsa yükselmeye devam etmiştir. Ancak bu artışın hisse senedi fiyat/kazanç oranına göre maksimum olduğu anlaşılınca borsadan çıkış, ulusal paradankaçış ve dövize hücum başlamıştır.²⁹⁷ Sıcak paranın hacmi ve etki alanı giderek genişlemiş ve 2001 krizinin oluşmasında da temel faktör olmuştur. Hem kamuda hem de reel sektörde yaşanan aşırı talep artışı, yüksek faiz- çapa döviz kuru politika uygulaması neticesinde bankalar kısa vadeli borçlanarak uzun vadeli borç veren kurumlar haline dönüşmüştür. Bankalar, toplam talebi ve artan bütçe açıklarını krizden önce ucuza sağladıkları sıcak para ile finanse etmişlerdir.²⁹⁸

3.3.2.3. Sıcak Para İçerisinde Hedge Fonların Rolü

Yukarıda bahsedildiği gibi Türkiye ekonomisine hedge fon kavramı 2006 yılı itibariyle girmiş ancak ismen hedge fon denmese de aynı özelliği taşıyan fonlar kısa vadeli sıcak para hareketleri olarak piyasada işlem görmektedir. 22 Kasım 2000 krizinin yaşandığı esnada ve sonrasındaki dönemde Türkiye ekonomisinde çok hızlı sıcak para çıkışı yaşanmıştır. Bu durumun likiditeyi azaltması ve faiz oranlarını yükseltmesi bankaların ve birçok mali kurumun yapısını bozmuştur.²⁹⁹ Sıcak paranın ülke dışına kaçması dövize olan talebi arttırmakta ve bu durum finansal sistemi bozmaktadır. Buna karşın ekonomi politikaları ile istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Devreye sokulan mali politikalar vasıtasıyla faiz oranları düşürülmüş ve yabancı sermaye ülkeye çekilebilmiştir. Ancak tl deki aşırı değerlenme cari açığı büyütülmüştür. Büyüyen dış açık piyasaya olan güveni zayıflatmakta ve faiz oranları tekrar yükselmektedir.

²⁹⁷ Kazgan 2002a, s.187

²⁹⁸Sayım Işık, Koray Duman, Adil Korkmaz, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, *Dokuz Eylül Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi*, C.19, S.1, 2004 s.61.

²⁹⁹ Ülkü Bildirici, *Hedge Fonlar ve Türkiye’ de Uygulanabilirliği*(Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, 2013, s.60

Yabancı hedge fonlar sahip oldukları alt fonları ile birlikte sıcak para akımları içerisinde Türkiye piyasalarına gelerek kriz üzerinde tetikleyici etmen olmuşlardır. 2000 krizi üzerinde hedge fonların oynadığı rol, sıcak para hareketleri ile doğru orantılıdır. Krizi başlatan direkt sebep hedge fonlar olmasa da krizi oluşturan önemli bir etmedir. Krizi oluşturan en önemli etmen, piyasalara olan güvenin sarsıldığı bir ortamda denetlenmeyen sıcak para hareketlerinin ani kaçışları sonucu oluşan spekülasyon akımlardır.³⁰⁰ Sıcak para içerisinde önemli miktarı oluşturan hedge fonlar denetimsiz olarak aniden piyasadandan çıkış yaparak krizi başlatan unsur olmuştur.

3.3.2.4. Uygulanan Ekonomi Politikaları

Krizinin tohumlarını atan ana aktör sıcak para hareketleridir. Ancak kriz, sağlam olmayan bir ekonomik zeminde vuku bulmuştur. Ekonomik yapıdaki zafiyetler, bankacılık sektörünün kontrolden ve denetimden uzak olması, kamuya ait borçların oldukça yüksek olması krizi başlatan diğer etmenlerdir. MB' nin kaynak kullanımına ve emisyon hacmine sınırlandırmalar getirilerek krizin etki alanı küçültülmeye çalışılmıştır. İç varlıklar döviz girişleri ile doğru orantılı olarak arttırılmıştır. Ayrıca Kasım 2000 krizinden kurtulmak için Para Kurulu ve MB eliyle döviz girişine bağlı artan iç borçlanmanın azaltılması, TL arzını arttırarak likiditenin arttırılması ve faiz oranlarının düşürülmesi sağlanmıştır.³⁰¹

3.3.2.5. Krizin Ardından Yaşanan Gelişmeler

22 Kasım 2000 krizi enflasyonu düşürme programına olan inancı tamamen zayıflatmıştır. Programın başarısı sıcak paranın ülkeye girişine bağlıdır. Dolayısıyla 2000 yılında sıcak paranın aniden kaçması programın uygulanabilirliğini ortadan kaldırmıştır.³⁰² Enflasyonu düşürme programının başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından sıcak paradan kaynaklı likidite sıkıntısı Türkiye finans piyasalarında daha şiddetli hissedilmeye başlamıştır. Döviz rezervlerinin neredeyse tamamı kullanılarak, faiz oranları yükseltilerek ve IMF' nin ek finansmanı kullanılarak yüzeysel çözümlerle kriz atlatılmaya çalışılmıştır. Yatırımcıların programın uygulanabilir olmadığını

³⁰⁰ Yeldan(2002), s.4

³⁰¹ Güloğlu ve Altunoğlu (2002), s.25.

³⁰² Ahmet Ertuğrul ve Erineç Yeldan, "On the Structural Weaknesses of the Post-1999 Turkish Disinflation Program, The Turkish Economy in Crisis, London, 2003,s.64.

görmesi ile sıcak para sürü psikolojisi ile hareket etmiş ve hızlıca piyasayı terk etmiştir. Bu davranış yatırımcılar tarafından 2001 krizinde aynen uygulanmıştır. Dolayısıyla Türkiye kalıcı çözüm yaratacak, doğru ekonomi politikaları ile 2000 krizini tam manası ile atlattıktan sonra 2001 krizi patlak vermiştir.

3.3.3. Şubat 2001 Krizi

Kasım 2000 de bankacılık sektöründe yaşanan krize ek olarak 19 Şubat 2001 tarihinde döviz de krize girmiştir. Dolayısıyla 2000' de bankacılık sektörü ile başlayan kriz, döviz krizi ile birleşerek “ikiz kriz” haline dönüşmüştür. Döviz üzerinde spekülasyon yönlü hareketler artmıştır. Faiz oranları ciddi şekilde yükselmiş ve rezervler azalmıştır.

İktisatçıların çoğu Şubat 2001 krizinin nedenlerinin Kasım 2000 krizinde aranması gerektiğini savunmaktadır. Denetimsiz bankacılık sektöründe yaşanan darboğaz, birçok finansal kurumun iflası, dolarizasyon, ödemeler bilançosundaki açıklar ve hızlı sıcak para çıkışları 2001 krizini oluşturan etmenlerdir. Siyasetin ve ekonominin bağımsız işlememesi, siyasilerin davranışlarının ekonomiye yön vermesi ekonomide dengesizlikler yaratmakta ve bu durum ekonomiye kriz şeklinde yansımaktadır.³⁰³ 2001 krizi toplumun tüm kesimlerine tesir etmesi nedeni ile diğer krizler daha şiddetli hissedilmiştir.³⁰⁴

3.3.3.1. Ekonominin Kriz Öncesindeki Durumu

2001 yılında yüksek enflasyon ve borç stoku devam ederken TL değer kazanmaya devam etmiştir ve cari açık büyümüştür. Türkiye' nin 2000 yılsonu itibariyle cari işlemler açığı 9,9 milyar USD olurken, finansman ihtiyacı 12,5 milyar USD olmuştur.(Tablo:3.4) DİBS nominal faizleri ise bir önceki yıl 82,12% gerçekleşmişken 2000 yılını 38,54% le kapatmıştır.(Tablo3.6)

Siyasi otoritelerce yaşanan gerginlikler ekonomiye yansımış, piyasalarda hisse senedi değer kayıpları 7% yi aşmıştır. Bono birleşik faizler %85'igeçmiş, gecelik faizler ise %760'a ulaşmıştır. 20 Şubat itibariyle gecelik faizler tarihin rekor oranlarına (yaklaşık %3000) yükselmiştir. Bu durum “kur çapası” odaklı programın

³⁰³ Mustafa Sönmez, *100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma*, Bugünün Kitapları Dizisi, İletişim Yayınları, b.1, İstanbul, 2002, s.60

³⁰⁴ Sönmez (2002), s.60

sürdürülebilirliğine yönelik kuşkuları arttırmıştır.³⁰⁵ Ani sermaye çıkışları karşında ekonomiyi çıkmaza sokan bu programı devam ettirmek imkansız hale gelmiştir. 21 Şubat 2001 de kur çapasına dayalı IMF destekli “enflasyonu düşürme” programı iptal edilmiş ve TL dalgalanmaya bırakılmıştır.³⁰⁶ Böylece kur direkt yükselmiştir. Bankalar artan likidite ihtiyaçlarını karşılamak için dövize yönelmişlerdir. Böylece faiz oranları yeniden artmıştır.³⁰⁷ Artan faizler ve yükselen kur Kasım 2000’ den daha şiddetli bir krizin geleceğinin habercisi niteliğindedir.³⁰⁸ Kurun tekrar piyasalarda dalgalanmaya bırakılmasının ardından bir günde TL değer kaybetmiş, faizler yükselmiştir. 22 Şubat itibariyle USD kuru 1. 242 000 TL seviyesine kadar yükselmiştir.³⁰⁹ Bu durum TL’ ye olan güveni zayıflatmıştır. Dolayısıyla TL’ den kaçış başlamış, dolara olan talep artmıştır. Bu bağlamda dövizin ekonomi üzerindeki etkinliği artmıştır.

3.3.3.2. Sıcak Para Hareketlerinin Etkisi

Türkiye ekonomisinin 90 sonrası sıcak paraya olan bağımlılığının giderek artması ve sıcak paranın kriz öncesi ekonomiyi canlandıran bir araç olarak kullanılması, sıcak paranın krizler üzerindeki güçlenen etkisini arttırmaktadır. Bu bağlamda hükümetler kriz öncesi sıcak parayı ülkeye çekecek düzenlemeler yaparak ekonomiyi bir iki yıl daha canlı tutmaya çalışmışlardır.³¹⁰

Türkiye’ de 1990 yılında yabancı sermaye akımlarına yönelik yapılan düzenlemelerle yabancı sermaye yatırımları içerisindeki portföy yatırımların payı DYSY payından fazla olmuştur. Dolayısıyla yapılan düzenlemeler spekülasyon hareket eden kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarını artırır nitelikte olmuş, uzun dönemli ekonomik büyümeyi arttıran DYSY’ nı çeken boyutta olmamıştır. Bu bağlamda artan kısa vadeli spekülasyon hareket eden yabancı sermaye içerisinde sıcak para akımları, ekonomide kısa dönemli olumlu etki yaratsa finansal dalgalanmalara yol açmış ve 1994

³⁰⁵NihatIşık, Mehmet Alagöz, Metin Yıldırım, *1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri*, Editörler: Halil Seyidoğlu ve R. Yıldız, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Basım Yayın Dağıtım, İstanbul,2006, s. 237

³⁰⁶Ali Alp, , “Bankacılık Krizleri ve Krize Karşı Politika Önerileri”, Yeni Türkiye Dergisi, C.1, S.41, 2001, s.675

³⁰⁷ Yentürk (2005), s.70

³⁰⁸ Kazgan (2002a) s.244

³⁰⁹S. Rıdvan Karluk, *Türkiye Ekonomisinde 1980 Öncesi ve Sonrası Yaşanan Krizlere Yönelik İstikrar Politikaları*, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri (Ed. Halil SEYİDOĞLU ve Rıfat YILDIZ), Arıkan Yayınevi, İstanbul, 2006, s.73.

³¹⁰Gülten Kazgan,“1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler ve İşsizlik; Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme”, 2002b, s.18,

krizinde, ardından 1998 yılındaki döviz kuru dalgalanmasında, 2000 krizinde ve Şubat 2001 etkin rol oynamıştır.

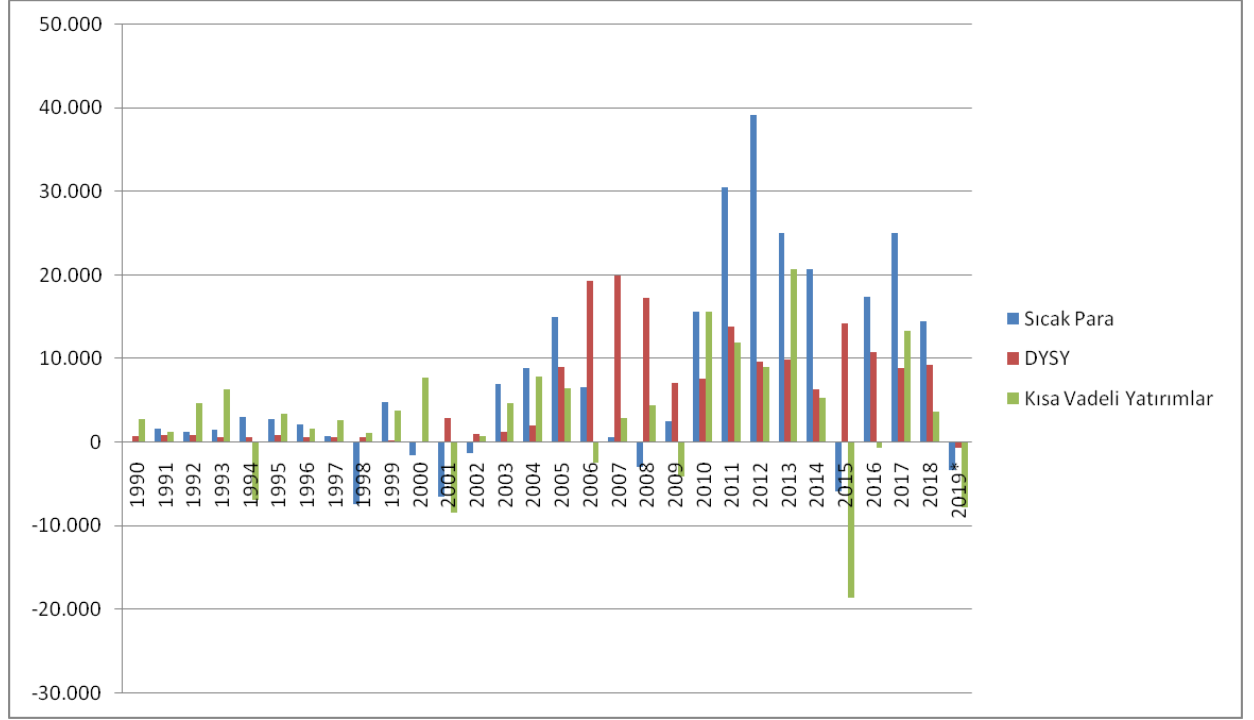
Kur çapası politikası (sabit döviz kuru, yüksek faiz) sonucu kamu kesiminde ve tüm ekonomik birimlerinde talep artışı yaşanmış ve bankacılık sistemi tamamen bozulmuştur. Bankalar kısa vadeli döviz şeklinde borçlanıp, TL cinsinden uzun vadeli kredi vermişlerdir. Dolayısıyla bankalar, hem bütçe açıklarını finanse eden hem de reel kesim kredilerine cevap veren kurumlara dönüşmüşlerdir. Özetle, 2001 krizi öncesinde bankacılık sektörü ucuza mal ettikleri sıcak paralar ile kamu kesiminin artan bütçe açıklarını ve artan toplam talebi finanse etmiştir.³¹¹ Sıcak paranın ülkeden çıkışı MB' ye ait rezervleri tüketirken para arzını da daraltmaktadır. Azalan para arzı sonucu faiz hadleri yükselmektedir. Döviz talebinin artması ile TL' den kaçışı yavaşlatmak için hükümet yükselen faiz hadlerini hazine bonosu ihracı için kullanmıştır.³¹² Dolayısıyla sıcak para, yükselen faiz oranlarında hareketlerini sürdürmektedir.

Döviz kurunu çapa olarak kullanan enflasyonu düşürme programını uygulayan ülkeler ancak dışarıdan borçlanarak programın devamlılığını sağlayabilmektedir. Borç almanın azaldığı dönemde spekülasyon sıcak para girişi artmaktadır. Spekülasyon gelen bu sıcak para akımları ithalatı ve tüketim harcamalarını yükselterek cari açığın artmasına sebep olmaktadır. Şubat 2001 krizi öncesinde Türkiye ekonomisindeki duruma bakıldığında aşırı değerlenen TL, artan kısa vadeli dış borç ve bozulan cari işlemler dengesi göze çarpmaktadır. Bu durum devalüasyon beklentilerini arttırmıştır. Böylece spekülasyon hareket eden sıcak para yatırımcıları ülkeye akın ederek döviz rezervleri karşısında kısa vadeli borçların oranını yükseltmişlerdir. Bunun sonucunda ihracatta rekabet gücü zayıflamış, kur politikasının daha fazla sürdürülmesi zorlaşmıştır. Beklentilerini sabit döviz kuru rejiminin sürdürülemez olması yönünde değiştiren sıcak para yatırımcıları hızlıca ülke piyasalarını terk etmişlerdir. Grafik3.4 DYSY' nin sıcak para hareketleri ve kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarına göre istikrarlı seyrini göstermektedir. Burada kısa vadeli diğer yatırımlar ayrıca ele alınmıştır.

³¹¹Işık, Duman, Korkmaz (2004), s.61.

³¹²Kazgan (2002b), s.20.

Grafik 3.4: Türkiye’ de Yabancı Sermaye ve Sıcak Para Hareketleri (1990-2019 Milyon USD)



Kaynak:

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/> Erişim Tarihi: 10.05.2020

2000 yılında parasını TL’ de tutan mevduat sahipleri de 2001 yılının başında elindeki TL’ yi hızlıca dövize çevirmişlerdir. Döviz talebinin artmasıyla kur üzerindeki artış yönlü baskı şiddetlenmiştir. Hükümet tarafından 22 Şubat’ta dalgalı kur sistemine geçiş kararının duyurulması ile birlikte yükselen kura MB tarafından müdahale edilmiş, MB’ ye ait döviz rezervlerinin neredeyse tamamı kullanılmıştır.

2000 yılında devreye alınan IMF destekli programın sıcak para akımlarını arttırdığı ve artan sıcak para hareketlerinin 2001 krizinin nedeni olduğu görülmektedir. 2000 yılı kasım ayında başlayan sıcak para kaçışları Şubat 2001’ de yeniden kriz yaratmıştır. Döviz talebindeki aşırı fazla borsaya sirayet etmiş ve gecelik faizler yüzde 7500’ lere ulaşmış, borsa çökme noktasına gelmiştir.³¹³ Hükümet yüksek faizle DİBS satışları yaparak sıcak para çıkışlarını önlemeye ve borçlanma maliyetini bir miktar düşürmeye çalışmıştır. Bu durum karşısında borsada işlem yapan sıcak para sahipleri hisse senedi satıp bono ve dövize paralarını aktararak borsanın çöküşüne yol açmışlardır. Bu durum karşısında yeni sıcak para yatırımcıları şirket hisselerini düşük

³¹³Akdiş(2004),s.10

fiyatla alabilecek konuma gelmiştir.³¹⁴ Dolayısıyla borsada bu tarihler itibariyle yönlendirici güce sahip olanlar sıcak para fon sahipleri ile yabancı yatırımcılar olmuşlardır. 2000 yılının başında yabancı alımlar 15 milyar doları bulmuş, bunun etkisiyle borsa otuz bin endeksi görmüş, Şubat sonunda ise endeks beş bine kadar düşmüştür.

Borsada yapısal düzenlemelerin olmaması ve gerekli kontrollerin sağlanmaması spekülâtif sıcak para işlemleri için uygun zemin oluşturmuştur. Aşağıdaki Tablo3.11 1990-2019 yıllarına ait BİST kapanış endekslerine göre hesaplanan getirinin döviz kuru değişimlerinden sonra sıcak para yatırımcılarına sağladığı net getiriye göstermektedir. Tablo, sıcak para yatırımcılarının ellerindeki USD' leri yılbaşı kurundan TL' ye çevirerek BİST' te girdiği ve yılsonu kurundan USD' leri TL' ye çevirerek borsadan çıktıkları varsayılarak hazırlanmıştır. Sıcak para yatırımcıları anlaşmalarını heding yani riskten korunma kapsamında yapmaktadır. Dolayısıyla kur değişimlerinin ve devalüasyonların yarattığı negatif etkilerden korunmaktadırlar. Bu nedenle tablodaki değerler aslında minimum kazançları göstermektedir. Bu durum sabit tutularak veriler hesaplanmıştır. Bu duruma rağmen sıcak para yatırımcıları BİST' te yaptıkları işlemler neticesinde yüksek kazanç elde etmektedir.

Türkiye' den elde edilen borsa kazançlarının vergi kesintisine uğramaması, beyan zorunluluğunun bulunmaması ve bu yatırımcıların heding ile devalüasyon sonucu borsadan direkt çıkış yapabilmeleri sıcak para yatırımcıları için Türkiye borsalarını tercih edilir kılmaktadır.

³¹⁴Kazgan, (2002b), s.20.

Tablo 3.11: Sıcak Paranın USD Cinsinden BİST’ teki Net Kazançları (1990-2019)

Yıllar	Yıl Başı USD Kuru	Yıl Sonu USD Kuru	Yıllar İtibariyle Kur Değişimi	100 USD Karşılığı TL Miktarı	BİST Bileşik Endeksi	BİST Genel Getiri Oranı	100 USD' de BİST de Kaç?	Kur değişimi ile 100 USD ne oldu?	Net USD getiri oranı (%)
1990	2347	2927	24,71	234700	33	48,79	349210	119,31	19,31
1991	3041	5074	66,85	304100	43	30,30	396252	78,09	-21,91
1992	5486	8555	55,94	548600	40	-6,98	510326	59,65	-40,35
1993	8814	14458	64,03	881400	206	415,00	4539210	313,96	213,96
1994	17203	38418	123,32	1720300	272	32,04	2271464	59,12	-40,88
1995	40393	59501	47,31	4039300	400	47,06	5940147	99,83	-0,17
1996	62503	107505	72,00	6250300	975	143,75	15235106	141,72	41,72
1997	116000	204860	76,60	11600000	3451	253,95	41058051	200,42	100,42
1998	214190	313707	46,46	21419000	2597	-24,75	16118558	51,38	-48,62
1999	330605	540098	63,37	33060500	15209	485,64	193614611	358,48	258,48
2000	557882	671765	20,41	55788200	9347	-38,54	34285772	51,04	-48,96
2001	679162	1439567	111,96	67916200	13782	47,45	100141336	69,56	-30,44
2002	1320839	1634501	23,75	132083900	10369	-24,76	99374398	60,80	-39,20
2003	1642218	1395835	-15,00	164221800	18625	79,62	294978400	211,33	111,33
2004	1337001	1342100	0,38	133700100	24971	34,07	179255044	133,56	33,56
2005	1,3287	1,3520	1,75	132870	38920	55,86	207092	153,17	53,17
2006	1,3199	1,4056	6,49	131990	39117	0,51	132658	94,38	-5,62
2007	1,4203	1,1593	-18,38	142030	55538	41,98	201653	173,94	73,94
2008	1,1761	1,5196	29,21	117609	27006	-51,37	57188	37,63	-62,37
2009	1,5967	1,5130	-5,24	159673	52825	95,61	312332	206,43	106,43
2010	1,4734	1,5535	5,44	147340	66004	24,95	184100	118,51	18,51
2011	1,5613	1,9200	22,97	156131	51267	-22,33	121269	63,16	-36,84
2012	1,8478	1,7912	-3,06	184781	79564	55,20	286774	160,10	60,10
2013	1,7724	2,1381	20,64	177237	65967	-17,09	146949	68,73	-31,27
2014	2,2208	2,9128	31,16	222085	85459	29,55	287705	98,77	-1,23
2015	2,3325	3,5400	51,77	233254	71727	-16,07	195774	55,30	-44,70
2016	3,0124	3,8200	26,81	301237	78139	8,94	328164	85,91	-14,09
2017	3,7416	5,2704	40,86	374161	115333	47,60	552264	104,79	4,79
2018	3,7791	5,9509	57,47	377912	88831	-22,98	291072	48,91	-51,09
2019	5,3791	6,7951	26,32	537907	114425	28,81	692890	101,97	1,97

Kaynak: TCMB(2020), <https://evds2.tcmb.gov.tr/> (20.04.2020), <https://www.borsaistanbul.com/>(20.04.2020) <https://tr.investing.com/indices/ise-100-historical-data> (04.04.2020) ile hazırlanmıştır. (2005 Yılı sonrası yeni para birimi ile)

3.3.3.3. Sıcak Para İçerisinde Hedge Fonların Rolü

2001 krizinde kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri Şubat 2000 krizindeki gibi hareket etmiştir. Kısa vadeli sermaye içinde hedge fonlar spekülâtif hareket ederek kötüleşen ülke piyasalarından aniden çıkış yapmış ve 2001 krizinin oluşmasına sebep olmuştur. Yukarıda bahsedildiği gibi kriz öncesi dönemde sıcak para akımları bununla birlikte kısa vadeli spekülâtif yabancı sermaye bolluğu yaşanmış, kriz esnasında gelen sıcak para aniden kaçarak yeni bir kriz meydana getirmiştir. Tabii ki bu krizlerin tek nedenini uluslararası kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerine bağlamak doğru değildir. Ancak uluslararası kısa vadeli spekülâtif sermayenin kriz dönemlerinde piyasalardan ani çıkışı krizin etkisinin daha da derinden hissedilmesine neden olmuştur.

3.3.3.4. Uygulanan Ekonomi Politikaları

2001 krizinin ardından kamuya ait borçların finanse edilebilmesi, dışarıdan borçlanma olanaklarının büyük ölçüde yok olması, süratle yükselen faiz oranları nedeniyle zorlaşmıştır. Bu ekonomik tablo karşısında Türkiye yeni bir ekonomik programla spekülâtif yönlü büyüme ve yine dışarıdan borçlanarak kaynak bulma yoluna gitmiştir. Milli ekonomik yapı tekrardan reel faizlerin yüksek olduğu kurun düşük tutulduğu hassas ve kaygan bir zeminde dengeye oturtturulmaya çalışılmıştır. Bu durum istikrarsız ve spekülâtif bir ekonomik büyümenin yanında yüksek işsizlik, ithalata bağımlı sanayileşme ve yüksek borçlanma ihtiyacı olan bir ekonomi meydana getirmiştir.³¹⁵

2000 ve aynı şekilde 2001 krizinin ardından Türkiye' nin ekonomik göstergeleri kötüleşmiş kişi başına düşen gelir %10 azalmış, döviz kuru yükselmiş, buna bağlı olarak Türkiye dış borcu neredeyse ikiye katlanmıştır. 2001 krizi ile birlikte ani sermaye çıkışları karşında ekonomiyi çıkmaza sokan IMF destekli "Enflasyonu Düşürme Programı" iptal edilmiş "Güçlü Ekonomiye Geçiş" başlığı altında yeni bir ekonomik program devreye sokulmuştur ve TL dalgalanmaya bırakılmıştır.³¹⁶ IMF ve Dünya Bankasının hazırladığı iki aşamalı yeni bir plan devreye sokulmuştur. 14 Nisan 2001 tarihinde "Ulusal Program" 15 Mayıs 2001 tarihinde ise "Güçlü Ekonomiye Geçiş

³¹⁵Yeldan(2006), s.24

³¹⁶Alp (2001), s.675

Programı” devreye girmiştir.³¹⁷ Programın ana hedefi vazgeçilen çapa kur uygulamasının yarattığı belirsizlik ortamını ve bununla birlikte piyasalarda oluşan istikrarsızlığı ortadan kaldırıp piyasaları düzene sokmak ve aynı durumun bir daha yaşanmaması için ekonomiyi özellikle kamu kesimini yeniden yapılandırmaktır.³¹⁸ Programdan beklenen; reel ekonominin tasarruflarını aturucu ve yurtiçindeki tüketimi azaltıcı yönde hareket etmek ve bunun yanında gerek kur politikası gerek tarım ürünlerinin fiyatlarındaki yapılandırma ile ihracat fazlası oluşturarak dış fazla verebilmektir. Bahsedilen beklentileri karşılamanın ön koşulu temel ekonomik göstergelerde denge sağlayabilmektir. Ancak gerekli dengelerin oluşması için ilk etapta ekonomik bir daralma yaşamak gerekmektedir. Bu daralmadan toplumun her kesimi eşit derecede etkilenmemektedir. Toplumun bazı kesimleri daha fazla özveride bulunarak diğer kesimlere görece daha fazla maliyet yüklenmek zorunda kalabilirler.

Güçlü ekonomiye geçiş programı sıkı ekonomi politikaları uygulayarak faiz oranlarını düşürmeyi hedeflemektedir. Uygulanan sıkı maliye politikası kamu kesimi açıklarını kontrol altına alırken, merkez bankasının sıkı para politikası ile faizlerin denetim altına alınması programın başarısının göstergesidir. Programın amaçları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:³¹⁹

- Enflasyonla mücadele kesin bir kararlılıkla sürdürülecektir.
- Reel sektör ve bankalar arasında bozulan ilişkiyi düzeltmek amacıyla özellikle kamuya ait bankalar başta olmak üzere tüm bankaları yeniden yapılandıracak şekilde düzenlemeler yapılacaktır.
- Kamu finansman problemine sürdürülebilir bir çözüm bulunacaktır.
- Yabancı sermayeyi özellikle de doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişini sağlamak.
- İstikrarlı bir büyüme sağlamak için makroekonomik göstergelerde özellikle oldukça dengesiz hareket eden kur ve faiz oranlarında denge sağlamak.
- Özelleştirme faaliyetlerini arttırarak hedeflenen özelleştirme hareketini tamamlamak.

³¹⁷Ercan Uygur, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 22 Mart 2001, s.36.

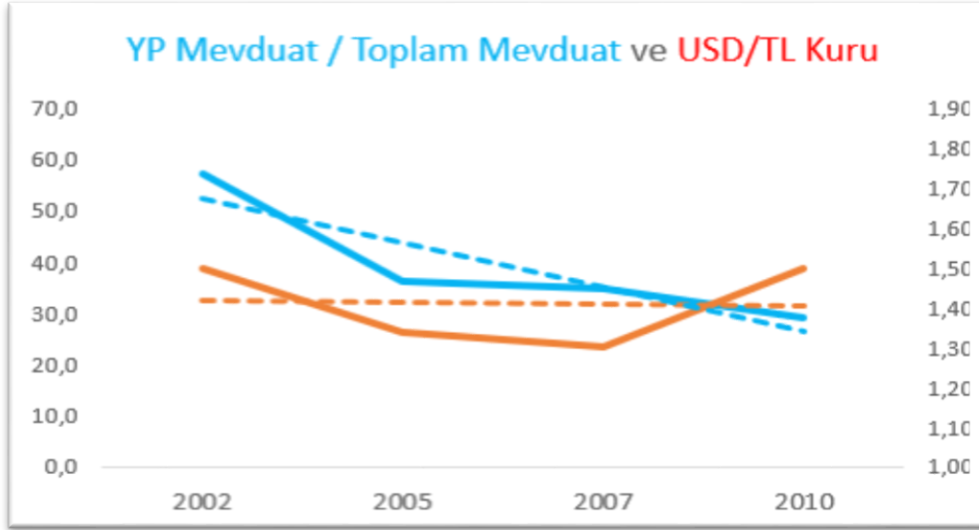
³¹⁸Tuba Evgin “Dünden Bugüne Borçlarımız”, Hazine Müsteşarlığı, 2000

³¹⁹Evgin (2000)

- Daha önce başlatılan enerji sektöründeki serbestleşme hareketini devam ettirmek.
- Dalgalı kur sisteminde oluşacak olan sürekli dalgalanmaları önlemek adına Merkez Bankasının kısa dönemli kur hareketlerine müdahale etmesini sağlayacak şekilde düzenleme yapmak.
- Kamu kesimine ait harcamaları kısıtlayıcı ve yeni bir harcama türü oluşmasını engelleyici düzenlemeler yapmak.
- Enflasyon düşürme hedeflerine uygun olarak adil şekilde işleyecek gelir dağılımı politikası uygulamak.
- Tüm bu politikaların yürütülmesini sağlayacak gerekli yasal düzenlemeleri yapmak ve yapısal altyapı oluşturmak.

Kriz döneminde reel kurda yaşanan aşırı değerlenme enflasyonun düşüşüne katkı sağlayan bir unsurdur. Bu duruma bağlı olarak düşen rekabet hacmi işsizlik yaratmıştır. Ancak büyüme oranlarındaki artış yeterli istihdam artışını sağlayamamıştır. Yani yükselen büyüme trendi işsizliği düşürmek için yeterli olamamıştır. Kriz sonrası uygulanan ekonomi programı kişilerin beklentilerini değiştirebildi. Beklentilerdeki değişme politikanın araç ve amaçlarının çelişmemesi açısından önemlidir. Bankacık sektörünün yapılandırılması, mali disiplin, kamu açıklarının denetlenmesi, TL den altı sıfır atılması beklentileri olumlulaştırdı. Böyle bir ortamda gelen DYSY ile TL değer kazandı ve TL tekrardan güven kazandı. Aşağıdaki Grafik 3.6 2002 – 2010yılları arasında toplam mevduatlar içindeki yabancı para mevduatlarının payını ve USD/TL kurundaki gelişmeyi gösteriyor. Grafikte noktalı çizgiler eğimi ifade etmektedir. Buna göre grafik ekonomide bollaşan dövizin USD/TL kurunu sabit tuttuğu, ters para ikamesi olduğunu ve böylece olumlu beklentilerin ekonomide tekrar canlandığını gösteriyor.

Grafik 3.5: Toplam Mevduatlar İçindeki Yabancı Para Mevduatlarının Payı ve USD/TL Kuru



Kaynak: <http://www.mahfiegilmez.com/2019/04/krizden-cksn-anahtar.html> Erişim Tarihi: 17.05.2020

3.3.3.5. Krizin Ardından Yaşanan Gelişmeler

Yaşanan ikiz krizlerin (2000 ve 2001 krizlerinin) ardından TL’ de yaşanan değer kaybı ithalatı düşürmüştür. Cari hesap fazla vermiş, DİBS faiz oranları azalmaya başlamış (Tablo3.4, Tablo3.6) ve kur yükselmiştir. Ancak kur artışına karşın imalat sanayide ivme sağlanamadığı için ihracat beklenen seviyeye ulaşamadı. Yükselen kurdan ihracata dayalı sanayi yapan firmalar olumsuz etkilendi.³²⁰ Buna karşın kur artışı ithalatı azaltmıştır. Azalan ithalat neticesinde cari işlemler açığı küçülmüştür.

Yaşanan krizlerin ortak nedeni kamu kesimi açıkları, yüksek enflasyon, sermaye hareketlerinde serbestlik, bankacılık sektöründeki kırılganlıktır.³²¹ Peş peşe yaşanan bu krizlerle birlikte artan kamu borç yükü ve bankaların kötüleşen durumu neticesinde yükselen faizler ekonomideki dengesizlikleri arttırmış ve güven ortamını ciddi şekilde zedelemiştir. Böyle bir ortamda geleceğe dönük iyimser beklentilerin oluşması mümkün olmamıştır. Daha önce uygulanan istikrar programlarının mevcut kırılgan yapıda ekonomiyi uzun dönemli istikrara ulaştırmamasının arkasında yatan temel sebep kaybolan bu güven ortamıdır. Dolayısıyla ekonomiyi tekrardan canlandırmak için

³²⁰Tuba M. Ongun, *Türkiye’de Cari Açıklar ve Kriz IMF Politikaları*, Alkım Yayınları, İstanbul, 2002, s.39

³²¹Hülya Ardiç, *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi* (TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tez), Ankara, 2004, ss.195-196

beklentileri olumlu yöne çevirecek şekilde ekonomideki güveni tekrardan sağlamak gerekmektedir. Cari açık genellikle kısa vadeli sermaye hareketleri ile gelen sıcak para ve portföy yatırımları ile kapatılmıştır. Güçlü ekonomiye geçiş programı ile birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye gelişi hızlanmış ve açık için yeni finansman aracı haline gelmiştir.³²²

Programın etkileri 2003 yılı itibariyle ekonomiye yansımaya başlamıştır. 2003 yılından itibaren ciddi bir toparlanma sürecine girilmiştir. Ekonomide bir miktarda olsa mali disiplin sağlanmış, ekonomik rekabet gücü artmış, enflasyon denetim altına alınmış ve büyüme hızlanmıştır.³²³ Bu durum 2004 yılının sonuna kadar devam etmiştir. Yani dört yıllık süre zarfında enflasyon kontrol altına alınabilmiş ve bunun yanında ekonomik büyüme sağlanabilmiştir.

³²²Mustafa KAYDIN, *Türkiye Ekonomisinin Dönüşümü: İthal İkamecilikten Dışa Açık Birikim Modeline Sivruluş*, Alfa Yayınları, İstanbul, 2007, s.303-324.

³²³Zeynep Karaçor, “Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000- Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri”, 2001 <http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr> (02.12.2019)

Tablo 3.12: 2001-2020* Yılları Arası Temel Ekonomik Göstergeler

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Büyüme (%)	-6	6,4	5,6	9,6	9,0	7,1	5	0,8	-4,7	8,5	11,1	4,8
USD/TL Kuru	1,23	1,51	1,5	1,43	1,35	1,44	1,3	1,5	1,55	1,51	1,68	1,8
Enflasyon (Yıl sonu %)	68,5	29,7	18,4	9,4	7,7	9,7	8,4	10,1	6,5	6,4	10,4	6,2
İşsizlik(%)	7,8	9,8	9,9	9,7	9,5	9	9,2	10	14	11,9	9,8	9,2
Bütçe Dengesi/GSYİH(%)	-11,9	-11,2	-8,6	-5,3	-1,2	-0,7	-1,6	-1,8	-5,3	-3,6	-1,4	-1,9
KKBG/GSYH(%)	11,8	9,74	7,11	3,52	-0,07	-1,76	0,07	1,55	4,81	2,24	0,13	0,88
Cari Denge/ GSYİH (%)	1,9	-0,3	-2,4	-3,5	4,2	-5,7	-5,5	-5,2	-1,84	-6,1	-9,6	-6,1
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*				
Büyüme (%)	8,5	5,2	6,1	3,2	7,4	2,8	0,5	5				
USD/TL Kuru	1,9	2,19	2,74	3,02	3,66	4,82	5,7	6,5				
Enflasyon (Yıl sonu %)	7,4	8,2	8,8	8,5	11,9	20,3	12	8,5				
İşsizlik(%)	9,7	9,9	10,3	10,9	10,9	11	13,7	11,8				
Bütçe Dengesi/GSYİH(%)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,9	-2,9				
KKBY(%)	0,39	0,53	0,03	1,06	1,81	2,47	3,25	2				
Cari Denge/ GSYİH (%)	-6,7	-4,7	-3,7	-3,8	-5,6	-3,4	0,1	-1,2				

Kaynak: <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> kullanarak hazırlanmıştır. Erişim Tarihi: 25.05.2020

Tablo 3.12' de görüldüğü gibi programbütçede kamu harcamalarını azaltarak faiz dışı fazla oluşturmayı amaçlamaktaydı.³²⁴ 2005 yılında bu oran 2003 yılına göre yüzde 4.6 yükselmiştir. Büyüme oranı ise ekonomideki genel düzelme neticesinde artmıştır. Kamu kesimine ait borçların hem GSMH içindeki payı hem genel toplamı azalmıştır. Bu durumun aksine kısa vadeli dış borçlar ise yükselmeye devam etmiştir. Diğer bir ifade ile toplam borç stoku 2002' den bu yana iyileşme gösterse de kısa vadeli borçların payı giderek artmıştır.

Güçlü ekonomiye geçiş ile birlikte ulusal para aşırı değer kazanmış bu durum ithalatı arttırıcı etki yapmıştır. İthalattaki artışa karşı düşük kalan ihracat ve düşen yerli tüketim neticesinde dış açık büyümüştür. 2005 yılında dış açık 2001 yılına göre yüzde 3.3 büyümüştür. Bu oran dört yıl için ciddi bir yükseliştir. Başka bir ifade ile iki değişken arasında doğru orantılı bir ilişki bulunmaktadır. Yani yatırımlardaki artış cari işlem açığını büyütmektedir. Özelleştirme hareketleri ise 2005 yılı itibariyle hız kazanmıştır. Özelleştirmenin artması ve temel ekonomik göstergelerin iyileşmesi dış borcun finansmanı için kısa vadeli yabancı yatırımların kullanılmasını ikinci plana itebilmiştir.³²⁵ Türkiye ekonomisi açısından gelen doğrudan yatırımların payının artması çok önemli bir gelişmedir.

2001 krizinin etkilerinin en fazla hissedildiği alan ise bankacılık sektörü olmuştur. Bankalar faiz riskine maruz kalmışlardı. Bu mağduriyetin ardından 2001 yılında yaşanan kur riski banka riskini ikiye katlamıştır. Bankalar üzerindeki olumsuz etkileri yok etmek adına 2001 yılında bankacılık kesimi için düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler bankaların uluslar arası rekabet gücünü arttırmayı ve bankaları şoklar karşısında dayanıklı hale getirmeyi hedeflemiştir. Bu düzenlemeler “Bankacılık Sektörünü Yeniden Yapılandırma Programı” adı altında yürütülmüştür. Program ile birlikte yapılan düzenlemeler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.

- Hazineden devredilen kaynaklar ile kamu bankalarının sermayeleri daha kuvvetli hale getirilmiştir.
- Aynı şekilde özel bankalar içinde kaynak aktarılmıştır.

³²⁴ Yeldan, (2006), s.24

³²⁵ Yeldan, (2006), s.24

- Bankaların bir kısmı yabancı ortalar ile devam etmiş bir kısmı tasfiye edilerek piyasadan çekilmiştir.
- TMSF' ye devreden özel bankalara hazineden bir tahvil ihraç edilerek bankaların mali yapıları kuvvetlendirilmiştir.
- Tahvillerin bir kısmı merkez bankasına verilerek merkez bankasının kısa vadeli borçları kapatılmıştır.
- Bankaların açık pozisyonlarında iyileştirilmeler yapılarak bankaların yapısı daha güçlü bir hale gelmiştir.³²⁶
- Krizden zarar gören diğer özel bankalar büyük ölçüde kendi kaynakları ile yeniden yapılandırılmıştır.³²⁷
- Denetim sistemi uluslar arası standartlara uygun olarak yeniden yapılandırılmış ve kuvvetlendirilmiştir. Bu doğrultuda “Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu” (BDDK) 31 Ağustos 2000 tarihinde kurulmuştur.

Yapılan bu düzenlemeler ile kredi ve mevduat hacmi genişlemiş bankalar daha şeffaf hale gelmiştir. Bu gelişmeler bankalara duyulan güveni arttırmıştır. Bankacılık sisteminde yaşanan bu gelişmeler sayesinde bankacılık sektörü 2008 küresel krizinden herhangi bir önlem paketine ihtiyaç duymaksızın ayakta kalmayı başarabilmiştir. İlgili düzenlemeler 2001 Krizinin ardından takip eden yıllarda tavizsiz bir şekilde uygulandığı için Türkiye bankacılık sektörünün finansal krizlere olan direnci artmıştır.³²⁸

Özetle, Türkiye 2001 krizine şöyle bir ekonomik tablo ile girdi; işsizlik alışılmış düzeyde yüksek, cari açık var ama Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için alışılmış düzeyde, bütçe açıkları, faiz oranları, enflasyon oranı yüksek ve bankalarda batık kredi oranı oldukça yüksek. Böyle bir ortamda krize giren Türkiye ekonomisi IMF destekli güçlü ekonomiye geçiş programı ile ekonomik göstergelerinde iyileşme yaşadı. Kriz sonrası dönemi kapsayan Türkiye' nin temel ekonomik göstergelerine göre (Tablo3.12) işsizlikte artış ve cari açıktaki artış krizden çıkmanın faturası olsa da krize girmiş bir ekonomi oldukça iyi bir karne ile krizden çıkmıştır. Ancak bu durum 2008 krizinden

³²⁶Sevil Y. Coşkun, Zeynep Balatan, “Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Türk Bankacılık Sektörünün Veri Zarflama Analizi İle Bilançoya Dayalı Mali Etkinlik Analizi”, Ege Üniversitesi, 12. İktisat Öğrencileri Kongresi, İzmir, 7-8 Mayıs 2009, s.24

³²⁷Mete Bumin, “Türk Bankacılık Sektörünün Kârlılık Analizi: 2002-2008”, Maliye Finans Yazıları, C.23, S.84, Temmuz 2009, s.3

³²⁸Durmuş Yılmaz, “Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı Hangi Aşamadayız?”, TCMB, Ankara

sonraki birkaç yıl devam edebilmiştir. 2017' den sonra şiddetli şekilde düşün büyüme trendi paralelinde cari açık da düşmüş 2019 yılında ilk kez cari fazla verilmiştir. Enflasyon ve işsizlik ise hale yapısal bir sorun olarak güncelliğini korumaktadır.

3.3.4. 2008 Küresel Finansal Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri ve Hedge Fonların Kriz Üzerinde Oynadığı Rolün Türkiye Açısından Değerlendirilmesi

3.3.4.1. 2008 Küresel Finansal Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri

2008 küresel finansal krizi Türkiye ekonomisine dört farklı yoldan yayılmıştır. Bunlardan ilki “Krediler” dir. 2008 krizi güçlü ekonomiye geçiş programının sağladığı yapısal reformlar sayesinde bankacılık sektörünü teğet geçmiştir. Dolayısıyla bankalar yapısal sorunlar yaşamıyor ve ülke içi finansman desteği sağlayabiliyordu. Ancak 2008 krizi sebebiyle bankaların dış finansman bulma yani döviz cinsinden borçlanma imkanları azalmıştır. Bu durum bankaların gerekli durumlarda ihtiyaç duyduğu kredi kanalını tıkamıştır. Bu durum aynı şekilde büyük ölçekli şirketleri de etkilemiştir. Bu şirketler kriz öncesinde alabildikleri kredileri artık temin edemez duruma gelmişlerdir. Dolayısıyla hem bankalar hem de şirketler küçülme yoluna gitmek durumunda kalmışlardır.

Dünya finans piyasalarında yaşanan krizle birlikte başta GÜ' ler olmak üzere dünya genelinde büyüme hızı düşmüştür. Dolayısıyla bu durumdan Türkiye ekonomisi de etkilenmiştir. Türkiye' nin ihracat gelirleri düşmüş ve dış ticaret krizin etkisiyle negatif yönde hareket etmiştir. 2001 krizinden sonra düzelen ekonomik göstergeler tekrardan bozulmuş(Tablo3.12) ve kriz Türkiye' nin IMF destekli programı sonlandırdığı yıla denk gelmiştir. Yapısal reformlara devam etmeyen ve AB müzakerelerini askıya alan Türkiye doğrudan yabancı sermaye akımlarının gelişini sekteye uğratmıştır. Enflasyon tekrardan kontrolden çıkmıştır. Bu durum TL' ye olan güveni yeniden sarsmıştır.

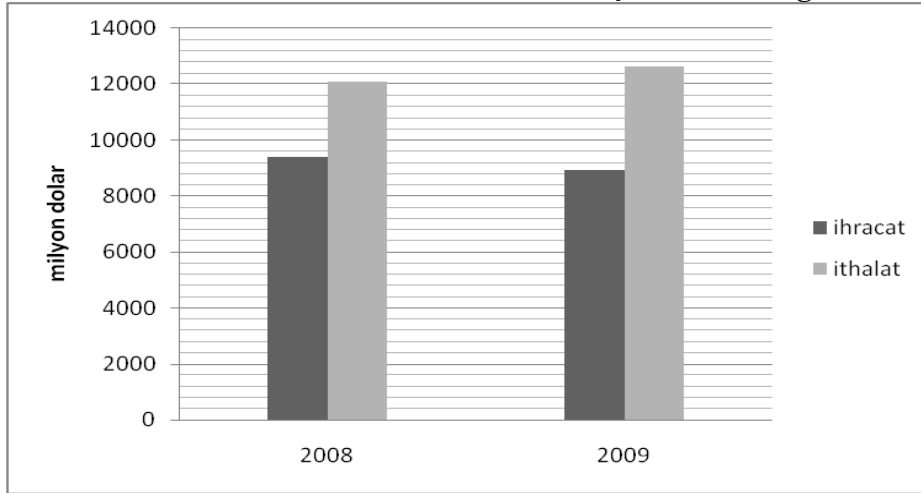
Türkiye bankacılık sektörü yatırım bankacığından çok ticaret bankacılığına dayalı olduğu için ve ticari bankalar toksik kağıtlara yatırım yapmadığı için 2008 krizi bankacılık sektörünü derinden etkilememiştir. Bu durum finans piyasasındaki ani fon dalgalanmalarının önüne geçmiştir. Dolar yükselişi ani ve büyük oranlarda

olmamıştır.³²⁹Güçlü ekonomiye geçiş programı ile uygulanan sıkı maliye politikası sonucunda Türkiye ekonomisi 2008 krizinden en az zararla çıkmayı başarabilmiştir. Yapılan yapısal değişiklikler sonucunda bankaların daha esnek bir hal alması, 2008 krizine rağmen borçlarını vade tarihinde önemesine imkan vermiştir.

Her ne kadar yapılan yapısal reformlarla krizin etkileri azaltılmış olsa bile Türkiye ekonomisi küresel finansal krizden etkilenmiştir. Çünkü Türkiye ekonomisinin diğer ülkelerle hali hazırda yürüttüğü bir dış ticaret ve finans ilişkisi nedeniyle krizden etkilenen ülkelerin tüketimindeki daralma bu ülkeler ile yapılan dış ticaretin düşmesi, Türkiye' nin ihracatının azalmasına sebep olmuştur. Diğer taraftan yabancı bankalardan finansal kaynak temin etmede yaşanan zorluklar nedeniyle döviz borcu yükselmiştir.

Türkiye ekonomisinin imalat sanayide dışa bağımlı olması ve kriz nedeniyle imalat sanayi mallarının ithal edilememesi ihracatı düşürmüştür. Buna ek olarak küresel anlamda yaşanan belirsizlik ortamı iç piyasaları olumsuz etkilenmiştir ve iç tüketim düşmüştür. Her iki durumda büyüme oranının düşmesine sebep olmuştur.

Grafik 3.6: 2008-2009 Yılları Arası Dış Ticaret Dengesi



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/Start.do> Erişim Tarihi: 08.06.2020

2008 krizinin etkisiyle Türkiye ekonomisinde özel sektöre bağlı üretim küçülmüştür. Bunu yanında ekonomiyi canlandırmak adına kısıtlanan kamu harcamaları 2009 yılına gelindiğinde arttırılmış durumdadır. Buna karşın özel sektör üretiminde yaşanan daralmanın bir sonucu olarak vergi gelirleri düşmüştür. Bu durum kamu gelir-

³²⁹ Kazgan (2010), s.27

gider dengesini bozmuştur. Küresel finansal krizin etkisiyle düşen emtia fiyatları ve tüketim talebinin düşmesi enflasyonu düşürmüştür. Ekonomideki daralma sonucunda tüketimle birlikte ithalat da azalmıştır.³³⁰

3.3.4.2. Hedge Fonların Kriz Üzerinde Oynadığı Rol

2008 küresel finansal krizinin Türkiye ekonomisini etkilediği diğer bir kanal ise yabancı yatırım fonları ve hedge fonlardır. 2008 krizinden önce piyasalarda bollaşan kısa vadeli fonlar Türkiye gibi gelişen ekonomilere hızla giriş yapmış ve krizin başlaması ile piyasaları hızla boşaltmıştır. Dolayısıyla bu ani dalgalanma özel sektör yatırımlarını ve sıcak para ile beslenen Türkiye finans piyasasını olumsuz etkilemiştir. Güçlü ekonomiye geçiş programı ile bankaların denetime alınması sonucunda yaşanan bu likidite kaybı krizin hasarını azaltmıştır. Mortgage krizi patlak vermeden önce ellerindeki varlıkları satmaya başlayan, krizin başlaması ile piyasalarda sert kayıplara neden olan hedge fonlar da krizden etkilendi ve 2008 yılında son 20 yılın en kötü performansını sergiledi. Hedge fonlar bir önceki yıla göre 2008 yılının ilk çeyreğinde 13,9 milyar dolar değer kaybetti.

Türkiye’ de hem sıcak para akışında hem de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında azalmalar olmuş ve bu durum kısa vadeli yabancı sermayenin yoğun olduğu Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Türkiye’ nin döviz ihtiyacını karşılama noktasında büyük öneme sahip olan özel yatırım fonlarının ve bu bağlamda hedge fonların kriz sebebi ile ülkeye girişleri azalmıştır. Bu durum döviz arzını azaltmış ve ulusal paranın değer kaybetmesine sebep olmuştur. Finansal krizin yarattığı güvensizlik nedeniyle yatırımcıların fonlardaki paralarını geri istemesi sonucu kredi kaynaklarındaki daralmadan dolayı hedge fonlar ve yabancı fonlar yatırımlarını nakde çevirerek yatırımcıların talebini karşılamaya çalışmışlardır. Hedge fonların ve yabancı fonların nakde çevirmeye çalıştıkları varlıkların çoğu GOÜ’ lerde bulunmaktadır. Bu ülkelerin arasında yer alan Türkiye için hisse senedi, bono ve diğer kısa vadeli finansal varlıkların satılması ile elde edilen nakdin TL’ den dolara çevrilmesi, dövizde yaşanan

³³⁰Müge Adalet, Sumru Altuğ, “2001 ve 2008 Krizlerinin Karşılaştırılması”, Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Raporu, Politika Notu 10-08, Nisan 2010.

aşırı talep şokunun sebebi olarak gösterilmektedir. Bu durum karşısında TCMB faiz oranlarını yükselterek, döviz talep baskısını azaltmaya çalışmıştır.³³¹

Küresel krizin Türkiye ekonomisinde hedge fon satışları sonucu yarattığı dalgalanmanın bir diğer yansıması carry trade dir. Carry Trade; faizi düşük ülkelerin para birimleriyle borçlanarak, faizi yüksek para birimleri cinsinden yatırım yapmak ve daha sonra faiz geliri alınan yatırımı satıp, borçlanılan para birimine çevirerek borcu kapatmak ve aradaki farktan kâr elde etmektir.³³² Türkiye’ den çıkış yapan hedge fonların çoğu borcun kapatılması için kullanılmıştır. Kriz sebebiyle ülkedeki yabancı yatırımcı sayısı azaldı ve borsa dalgalandı. Yabancı yatırımcıların ülke piyasalarını hızlıca terk etmesinin arkasında yatan iki neden yukarıda bahsedildiği gibi yatırımcı fon talebini karşılamak ve carry trade için yapılan hedge fon varlık satışlarıdır. Aynı şekilde kriz döneminde hedge fon kağıtlarının piyasalardan çekilmesi yine borsadaki büyük dalgalanmanın sebebidir. Hedge fonlar vasıtasıyla 2008 küresel finansal krizi Türkiye finans piyasalarına sirayet etmiştir. Ancak Türkiye’ deki portföy yatırımların ne kadarının hedge fonlara ait olduğunun tespitinin yapılamamasından dolayı hedge fonların olumsuz etkileri rakamsal olarak değerlendirilememektedir.

3.3.4.3. Kriz Sonrası Bugün Geline Nektada Hedge Fonların Türkiye’ deki Durumu

2019 yılında yatırım fonları pazarı en yüksek büyümesini gerçekleştirdi. 2020 yılının Mart ayına kadar devam eden büyüme, küresel piyasaları etkisi altına alan Covid-19 salgını nedeniyle düşen piyasalar ve likidite arzı sonucu fon gelirleri geriledi. Ancak hedge fonlar bu durumun dışında kaldı ve 2020 yılında hedge fonlar yeni halka arzlarla yüksek talep gören fon tipi oldu. Yılsonunda 21,7 milyar TL büyüklüğe sahip serbest fonlar, ilk çeyreğin sonunda 30,2 milyar TL büyüklüğe ulaştı.³³³

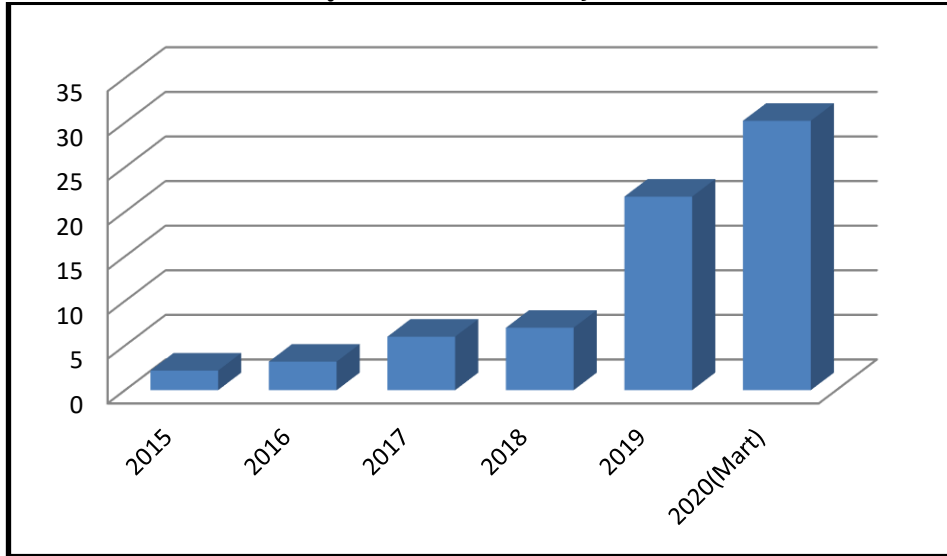
³³¹Erkin Şahinöz, “Yabancı Fonlar Çıkmaya Başladı”, <http://arsiv.takvim.com.tr/2008/11/03/yaz1792-3140-101.html> (28.06.2020)

³³²<https://www.paraborsa.net/i/carry-trade-nedir-nasil-yapilir/#:~:text=Carry%20trade%20d%C3%BC%C5%9F%C3%BCK%20faiz%20getiren,finansal%20ara%C3%A7lar%C4%B1ndan%20bir%20haline%20getirdi.> (28.06.2020)

³³³<https://www.takasbank.com.tr/tr/istatistikler/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>(30.06.2020)

Mart ayında yaşanan Covid-19 salgınına ek olarak İdlib meselesi ve petrol fiyatlarındaki sert gerileme Türkiye ekonomisinde finans piyasaları açısından riski ve belirsizliği arttırdı. Böyle bir ortamda başta riskli varlıklar olmak üzere her türlü yatırım aracında satışlar başladı. MB' nin duruma müdahalesi ve FED' in faiz indirimleri kalıcı bir denge sağlayamadı. Dünya piyasalarında yaşanan durgunluk sonucu TL cinsinden yatırım araçları üzerinde satış baskısı oluştu ancak hedge fonlara olan talep arttı. 2020 yılı ilk çeyreğin sonunda hedge fon tutarı 30,2 milyar TL büyüklüğüne ulaştı.³³⁴ Bu durum belirsizlik ve risk altında yüksek kazanç elde eden hedge fonların 2015 yılından bu yana hızla büyüdüğünü ve piyasalardaki etkinliğini giderek arttırdığını göstermektedir.

Grafik 3.7: 2015-2020(Mart) Arası Türkiye Hedge Fon Büyüklüklerinin Gelişimi



Kaynak: TAKASBANK, <https://www.takasbank.com.tr/tr>Erişim Tarihi: 18.06.2020

3.4.HEDGE FONLARIN TÜRKİYE' DEKİ UYGULAMASI

Türkiye' nin kendi hedge fonlarını kurması ve finansal piyasalarda işleme açması ile milli hedge fonlar iç piyasalarda tanınmaya başlamıştır. Bu fonlar “serbest yatırım fonu” olarak isimlendirilmiştir. Ancak çalışmada bütünlük sağlamak amacıyla daha genel bir tanımlama olan hedge fon kavramı kullanılmıştır. Yerli hedge fonların 2008 yılında finansal piyasalarda işlem görmeye başlaması ile piyasalardaki bilinirliği

³³⁴ TAKASBANK (30.06.2020)

artmış olsa da Türkiye için hala yeni bir kavramdır. Türkiye’ de milli hedge fonlar keline has stratejilerini belli sınırlarda kullanarak, daha az getiri ile yasal mevzuata uygunluk esasıyla hareket etmektedir.

3.4.1. Türkiye’ de Hedge Fonlar İle İlgili Düzenlemelerin Amacı

Türkiye’ de bugün piyasalardaki etkiliği giderek artanhedge fonlar ile ilgili düzenlemeler ilk kez 2006 yılında yapılmış ancak alım-satım işlemlerinin başlaması 2008 yılının ortalarını bulmuştur. Sayıca az ancak piyasalara etki etme kabiliyeti oldukça güçlü olan bu fonlar ile ilgili yasal düzenlemeler yapmak bir gereklilik haline gelmiştir. Fonların mevzuata dahil edilmesi ile fonların ekonomide yaratması beklenen etkiler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.³³⁵

- Fon endüstrisinin AB uyumlaştırma süreci paralelinde hizmet kalitesini arttırmak,
- Yeni ortaya çıkacak yatırım araçlarının yatırımcının risk ve getiri beklentilerine cevap verecek şekilde oluşturulması,
- Yatırımcı tabanının genişletilmesi,

Yaşanan finansal serbestleşmenin ardından finansal piyasalarda artan çeşitlilik ve rekabet ortamının yanında, AB giriş sürecinde finans sektörüne ilişkin gerekli yapılanmalara duyulan ihtiyaç fonlara ilişkin düzenlemeleri gerektirmektedir. Düzenlemeler ile fon sektöründe rekabet gücünü arttırmak ve hizmet kalitesini yükseltmek amaçlanmıştır. Ülkeler arası hareket eden kısa vadeli sermaye, bazen önceden tahmin edilmesi mümkün olmayan şekilde, finans piyasalarında dalgalanmalara sebebiyet vermekte ve bu nedenle piyasada işlem yapan yatırımcıların yatırımları riske girmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların risk-getiri beklentileri ile uyumlu yeni finansal araçların oluşturulması ve bunlar ile ilgili hukuki düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Türkiye gibi üretimi dışa bağımlı yani dışarıdan sağladığı kaynak vasıtasıyla üretim yapabilen ülkelerde riski çeşitlendiren ve likidite artışı sağlayan hedge fon yatırımlarının kullanılması ekonomik büyüme için önemli bir finansal kaynaktır. Yatırımcıların gerçek piyasa fiyatların oluşmasını sağlayacak şekilde vadeli işlem

³³⁵SPK; <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/06/20160623-30.htm> erişim tarihi: 02.07.2020

piyasalarında işlem yapması, yatırımcıyı serbest piyasa riskinden korumaktadır. Vadeli işlemler piyasasında işlem yapan hedge fonlar bu piyasaların büyümesine ve bu piyasalarda fiyatların oluşmasına katkı yapmaktadır. Hedge fonların vadeli piyasalarda yaptığı işlemler piyasalara derinlik kazandırmaktadır. Ancak hedge fonların vadeli işlemler piyasası için sağladığı bu özelliklerin Türkiye için geçerli olmasının önünde bir takım engeller vardır. GÜ' lere kıyasla Türkiye' nin vadeli işlemler piyasasının yeni olması ve değişen soysa-ekonomik durum, piyasada gerçek fiyat oluşmasını ve gerçek fiyat oluşacağına dair beklentiyi olumsuz etkilemektedir.³³⁶

3.4.2. Türkiye' de Hedge Fonların Kuruluş Şekli

1990' lı yıllardan sonra hedge fonların dünyapiyasalarında artan önemi ile birlikte Türkiye için hedge fon süreci başlamıştır. Nitelikli yatırımcılardan oluşan fonların kendilerine özgü yatırım stratejileri ve yüksek performansları bu fonları diğer yatırım fonlarından ayırmaktadır.

Türkiye' de "serbest yatırım fonları" adı altında işlem yapan hedge fonların piyasaları etkileme gücünün oldukça yüksek olduğu iddia edilmektedir. Hedge Fonlar "Sermaye Piyasası Kurulu" tarafından kabul edilen, 22 Eylül 2006 tarihi itibariyle resmi gazetede yayınlanarak III-52.1 sayılı "*Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği*" ile katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonları kapsayan "*Serbest Şemsiye Fon*"lara bağlı olarak "*Serbest Yatırım Fonları*" (SYF) ihracına ilişkin düzenlemeler ile Türkiye mevzuatına giriş yapmıştır.³³⁷ Ancak hedge fonun piyasada işlem görmeye başlaması iki sene sonra olmuştur. Serbest yatırım fonları; serbest şemsiye fonlara bağlı olarak ihraç edilmektedir. Fonların katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuştur ve tıpkı dünyadaki hedge fonlar gibi nitelikli yatırımcılar tarafından işlem görmektedir.³³⁸ Serbest yatırım fonu kavramı ile birlikte Türkiye' de ilk kez mevzuata "*nitelikli yatırımcı*" kavramı girmiştir. Nitelikli yatırımcılar SPK tarafından şu şekilde sıralanmaktadır.³³⁹

³³⁶Taliye Yeşilürdü, "Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Temmuz 1998, Ankara, s.120

³³⁷ Nuray Terzi, *Hedge Fonlar; Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*, b.1İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s.132.

³³⁸ SPK, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/819> erişim tarihi: 05.07.2020

³³⁹SPK, A.g.e

- Yerli ve yabancı yatırım fonları,
- Emeklilik fonları,
- Yatırım ortaklıkları,
- Aracı kurumlar,
- Bankalar,
- Sigorta şirketleri,
- Portföy yönetim şirketleri,
- İpotek finansmanı kuruluşları,
- Emekli ve yardım sandıkları,
- Vakıflar,
- 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar,
- Kamuya yararlı dernekler
- Nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar
- Fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler

Bir serbest yatırım fonunun kurulabilmesi için portföyü yöneten şirket yöneticilerinin, fon kurul üyelerinden en az birinin ve fonun portföy yöneticilerinin tamamının sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisans sınavı ile türev araçlar lisans sınavında başarılı olmaları ve bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gerekmektedir.³⁴⁰ Fon yönetimde görev alacak diğer kişiler ise sermaye piyasası alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip ve yatırım araçları konusunda yeterli donanımı olan uzman personel olarak belirlenmektedir. Ayrıca fonun kurulabilmesi için uygun mekan ve teknik donanım gerekmektedir.³⁴¹

Serbest yatırım fonları iki farklı tip portföy olarak kurulmuştur. Bunlardan ilki; portföyün tek olduğu riski yüksek yatırım fonlarıdır. İkincisi ise portföyü serbest yatırım fonlarından oluşan fon sepeti şeklindedir. Yatırımlar ile ilgili kısıtlamalar ise

³⁴⁰ SPK; A.g.e

³⁴¹ A.g.e

içtüzükte serbest olarak belirlenmektedir. Serbest yatırım fonunun kurulması ve kayıt başvuruları kurul tarafından değerlendirmeye alınmaktadır. Fon yönetimi, içtüzükte belirtilen stratejilere uygun olarak yapılmalıdır. Fon kurucusu tarafından kayda alım başvurusu yapılmadan evvel içtüzükte fon için belirtilen tutar avans olarak ayrılmalıdır. Portföy yönetim dönemine ait kayıtların geriye dönük olarak en az bir yılı kayıt altına alınmalıdır. Bu risk ölçümü için önemlidir. Risk ölçümü dışarıdan sağlanabileceği gibi kurum içi hizmet olarak da alınabilmektedir.³⁴²Kayda alınma aşamasında:

- Kurucu tarafından fona iç tüzüğünde belirtilen tutarda avans tahsis edilerek, fon portföyünün oluşturulması ve iç tüzükte belirtilen stratejiler çerçevesinde portföyün yönetilmeye başlanması gerekmektedir.
- Risk ölçüm modelinin geçmişe dönük en az bir aylık portföy yönetim dönemine ilişkin doğruluk izleme kaydı verilerinin (backtesting) elde edilmesi gerekmektedir.
- Maruz kalınan risk tutarı ve riskler karşısında alınması gereken önlemler konusunda aylık olarak fon kuruluna yapılacak raporlama örnekleri gerekmektedir.
- Piyasa riskinin ve karşı taraf riskinin hesaplanmasında kullanılacak yöntemlerin belirlenmesi ve Fon Kurulu kararına bağlanması gerekmektedir. (Karşı taraf riski ve piyasa riskinin hesaplanmasında kullanılacak yöntemler hakkında yatırımcıların asgari olarak iadeli taahhütlü posta yoluyla bilgilendirileceği hususu dikkate alınmalıdır.)
- Borsa dışından alınan türev araçların değerlemesine ilişkin prosedürler yazılı hale getirilmeli ve fon kurulu tarafından karara bağlanmalıdır.
- Tebliğ'in 12/A ve 13'üncü maddelerinde belirtilen unsurları içeren iç kontrol sisteminin yazılı hale getirilmesi gerekmektedir. İç kontrole ilişkin prosedürler düzenlenirken risk yönetim sisteminin, fonun iç denetimi kapsamında yılda en az bir defa denetlenerek rapora bağlanması gerektiği ve söz konusu denetimin hem portföy yönetiminden sorumlu birimlerin risk yönetimine ilişkin faaliyetlerini hem de risk kontrol biriminin faaliyetlerini içermesi gerektiği dikkate alınmalıdır.

³⁴² A.g.e

İzahnamede;

- ✓ -Risklerin tanımlanması ve risk limitlerine izahnamede yer verilmesi,
- ✓ Risklerin tanımlandığı bölümüne "yatırılan paranın tamamının kaybedilebileceği" ifadesinin eklenmesi,
- ✓ Değerlemeye ilişkin ayrıntılı esaslara yer verilmesi,
- ✓ Performans ücreti tahsiline ilişkin ayrıntılı ifade ve örnek hesaplamalara yer verilmesi,
- ✓ Riske ilişkin bildirimlerin yatırımcılara asgari olarak iadeli taahhütlü posta yoluyla bildirimli hususunda uygulanacak sürelerle yer verilmesi (Kurucu tarafından iadeli taahhütlü posta yoluyla bildirim dışında uygulanacak diğer yöntemler de belirtilmelidir.) gerekmektedir.

Türkiye’ deki ilk hedge fon yani serbest yatırım fonu 2008 yılının Ağustos ayında kurulmuştur.³⁴³ 2009 yılının Mart ayında ise SPK raporunda serbest yatırım fonları ile ilgili bilgilere yer verilmiştir. Fon ile ilgili bilgiler saklı tutulup sadece nitelikli yatırımcılara ait olduğu için detaylı bilgilere ulaşılamamaktadır.

3.4.3. Hedge Fonların Türkiye’ deki Örnekleri

Türkiye’ de kurulan ilk hedge fon SPK tarafından 2008 yılının Ağustos ayında kayıt altına alınan ve 12 Kasım 2008 tarihinde satışa sunulan “İş Yatırım Arbitraj Yönlü Serbest Yatırım Fonu” olmuştur. Fonun başlangıç tutarı 30 milyon TL ve işlem tutarı 100 bin TL olarak belirlenmiştir.³⁴⁴ Bu fon risk oranı düşük stratejileri ana hedef olarak kullanmıştır. Ancak tek bir sabit stratejide ilerlememektedir ve daha ön planda riski ve getirisi daha yüksek olan diğer stratejilere yönelmektedir. Yani İş Yatırım Arbitraj fonunun hareketleri, piyasa yönlü pozisyonları minimum seviyede tutarak, değer yönlü stratejileri öne çıkaracak şekilde olmuştur.³⁴⁵ SPK tarafından 2009 yılı Mart ayında yayımlanan aylık raporda beş farklı serbest yatırım fonu ile ilgili bilgiler sunulmuştur. Devam eden tarihlerde serbest yatırım fonlarına ilişkin veriler yayınlanmıştır. 2008 yılında Türkiye’ nin ikinci hedge fonu olarak kurulan fon ise “Türkiye Garanti A.Ş

³⁴³İş Yatırım Arbitraj Serbest Yatırım Fonu <http://www.isyatirim.com.tr> (15.02.2020)

³⁴⁴SPK, Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, S.2, 2007,s.51

³⁴⁵İş Yatırım Arbitraj Serbest Yatırım Fonu, [Http://www.isyatirim.com.tr/Fonlar/Arbitraj Serbest.aspx](Http://www.isyatirim.com.tr/Fonlar/Arbitraj_Serbest.aspx) (15.02.2020)

Serbest Fonu” dur. ³⁴⁶*Türkiye Garanti A.Ş. Serbest Fonu* 500 milyon TL sermaye ile kurulmuştur. SPK’ ya kayıtlı Hedge Fonların listesi aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.13: 2019 Yılı İtibariyle Bağlı Oldukları Şemsiye Fonlarına Göre Türkiye’ nin Serbest Yatırım Fonları

Türkiye Hedge Fonları		
	Bağlı Olunan Şemsiye Fon	Fon Adedi
1.	Actus Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	3
2.	Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	10
4.	Ata Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	4
5.	Atlas Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	1
6.	Azimet Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	14
7.	Deniz Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	14
9.	Garanti Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	4
10.	Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	2
11.	Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	2
15.	İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	9
16.	İş Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	18
17.	Kare Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	1
18.	Kt Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	4
19.	Logos Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	1
21.	Meksa Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	1
23.	Osmanlı Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	6
24.	Oyak Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	2
25.	Perform Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	3
26.	Qinvest Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	4
27.	Qnb Finans Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	1
28.	Strateji Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	1
29.	Tacirler Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	1
30.	Teb Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	3
31.	Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fonu	4
32.	Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	6
33.	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon	1

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr> Erişim Tarihi: 03.07.2020

3.4.4. Türkiye’ deki Hedge Fonların Diğer Yabancı Hedge Fonlar İle Karşılaştırılması

Yabancı hedge fonlar uygulama biçimleri yasal mevzuatları ve özellikleri bakımından Türkiye’ deki hedge fonlardan bir takım farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıklar şöyledir:

³⁴⁶Sermaye piyasası Kurulu, Haftalık Bülten, <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2008&sayi> (15.02.2020)

- Yabancı hedge fonların merkezleri genellikle off-shore bölgelerdir.
- Çoğu hedge fon resmi olarak kayıt altına alınmaksızın işlem yapmaktadır. Türkiye’ de ise yeni kurulacak her hedge fonun SPK’ ya kayıt yaptırması zorunludur.
- Türkiye’ deki hedge fonlar ile ilgili yasal düzenlenmelerin yapılması, fon hareketlerinin takip edilmesi ve fonun yatırımcısı ve yöneticisi arasında güven mekanizmasının sağlanması ile ilgili görevleri SPK sağlamaktadır. Yabancı hedge fonlarda ise bu sorumluluğu alacak yetkili bir kurum mevcut değildir.
- Türkiye’deki hedge fonların her ay bir defaya mahsus olmak üzere fiyatlarını ilan etme zorunluluğu vardır. Yabancı hedge fonlarda ise bu şekilde bir ilan standartı yoktur.³⁴⁷
- SPK gibi bir üst kurum tarafından denetlenen ve standart şekilde düzenli olarak fiyatlarını ilan eden Türkiye’ deki hedge fonlar, yabancı hedge fonlara göre daha şeffaftır.³⁴⁸
- Türkiye’ deki hedge fonlar yabancı hedge fonlardan farklı olarak, spesifik özelliklerinde bulunmasına karşın açığa satış yönetimini çok fazla kullanmamaktadır.
- Türkiye’ deki hedge fonlar piyasa şartlarına göre pozisyon almaktadır.³⁴⁹
- Türkiye’ deki hedge fonların yatırım stratejileri incelendiğinde türev ürün kullanımı ile ilgili bir kısıtlamanın olmadığı görülmektedir.
- Türkiye’ de bulunan hedge fonların yabancı hedge fonlara görece daha güvenliği ön plana aldığı ve daha çok riskten kaçındıkları görülmektedir.
- Türkiye’ deki hedge fonların portföylerinde genelde yeri hisse senetleri ön planda olsa da hedge fonlar birbirinden oldukça farklı portföylere sahiptir. Tüm bu anlatılanlar Türkiye’ nin hedge fonlarının portföy dağılımını gösteren aşağıdaki Tablo3.14’ de ayrıntılı olarak verilmektedir.

³⁴⁷ SPK, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/12/20181220-15.htm> (10.07.2020)

³⁴⁸ SPK, A.g.e

³⁴⁹ KAP, 2018

Tablo 3.14: Türkiye’deki Hedge Fonların Portföy Dağılımı (%)

	Devlet Tahvili /Bono	Ters Repo	Yerli Hisse Senedi	Diğer	Özel Tahvil /Bono	Eurobond	Teminat	Vadeli Mevduat (TL)	Vadeli Mevduat (YP)	Para Piyasası	Ö.S. Borç. araç.	Yabancı Menkul Kıymet	Teminatlı Kredi Yükümlülüğü	Fon	Yabancı Bono	Katılım Hesabı
Ak Portföy Öpy Mutlak Getiri Hedefli SYF	65,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,2	0,0	0,0	9,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azimet Pys Birinci SYF	0,0	0,0	0,0	0,0	17,9	0,0	0,0	82,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azimet Pys İkinci SYF	0,0	0,0	56,6	3,4	9,7	0,0	0,0	30,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azimet Pys Mutlak Getiri Hedefli SYF	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	25,8	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	71,4	0,0	0,0
Azimet Pys Üçüncü SYF	0,0	0,0	5,5	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	92,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fokus Portföy Mut.Getr.Hedf. Hisse Sen.SYF	0,0	0,0	90,0	0,0	0,0	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Garanti Portföy İstanbul Serbest Fon	0,0	5,7	46,4	0,0	0,0	0,0	6,7	0,0	0,0	12,5	28,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kare Portföy SYF (Döviz)	0,0	0,0	0,74	0,0	7,2	49,9	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	8,2	22,6	0,0	9,8	0,0
Osmanlı Portföy Anatolia SYF	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	4,8	8,7	0,0	6,1	79,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osmanlı Portföy Beylerbeyi SYF	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	6,0	0,0	2,4	0,0	90,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osmanlı Portföy Minerva SYF	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oyak Portföy Birinci SYF	0,0	-47,6	20,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	144,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Perform Portföy Birinci SYF	0,0	0,0	0,0	29,6	0,0	0,0	0,0	64,9	0,0	0,3	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Perform Portföy İkinci SYF	1,8	0,0	0,0	6,4	0,0	0,0	0,0	71,3	0,0	3,8	16,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finans Portföy Birinci SYF	97,9	70,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tacirler Portföy SYF (Döviz)	0,0	0,0	0,0	0,0	9,9	66,9	5,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	17,4	0,0
Teb Portföy Boğaziçi SYF	10,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	89,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ünlü Portföy İkinci SYF	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,1	0,0	0,0	58,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Ünlü Portföy Mutlak Getiri Hedefli SYF	8,6	0,0	11,5	0,0	60,0	7,8	1,8	0,0	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	5,1	0,0	0,0
Yapı Kredi Portföy İstanbul SYF	0,0	0,0	17,8	2,4	9,6	1,8	0,0	48,1	0,0	7,4	0,0	0,0	0,0	4,3	0,0	8,6
İş Portföy Virtus SYF (Döviz)	0,0	0,0	0,0	0,0	9,6	0,0	0,1	0,0	21,3	0,0	68,1	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Qinvest Portföy Mutlak Getiri Hedefli SYF	0,0	0,0	94,5	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	4,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Kaynak: KAP, 2018 Erişim Tarihi: 04.07.2020

3.4.5. Hedge Fonların Türkiye Ekonomisinde Yarattığı Problemler

Dünyada yaşanan küresel finansal liberizasyon süreci ile birlikte hedge fonların piyasalar üzerinde yarattığı etkiler de artmıştır. Hedge fonların piyasalar üzerinde yarattığı etkiler, özellikle Türkiye gibi GOÜ' ler açısından önemli ölçüde hissedilir olmuştur. Piyasa alt yapısı finansal liberizasyon oluşturmaya tam anlamıyla uygun olmayan bu ekonomiler üzerinde hedge fonların olumlu olduğu kadar olumsuz etkileri de mevcuttur. Türkiye açısından bakıldığında, hedge fonların finansal piyasalarında oluşan krizlerde tetikleyici olduğu ve hatta kriz üzerinde başrol oynadığı yönünde iddialar mevcuttur. Hedge fonların Türkiye piyasalarında yol açtığı sorunları iki açıdan ele alabiliriz. Hedge fonların piyasa üzerinde yarattığı sorunlar ve bu fonların piyasalarda uygulanabilir olup olmadığıdır.

Hedge fonların Türkiye piyasalarında uygulanabilir olup olmadığı:

- Yüksek getirili hedge fonlar finans piyasalarında yüksek likidite yaratmaktadır. Dolayısıyla hedge fonların bulunduğu piyasaların likiditesinin yüksek olması gerekmektedir. Ancak Türkiye' deki vadeli finans piyasaları yüksek likiditeye sahip değildir. Dolayısıyla Türkiye' nin finans piyasaları milli bir hedge fon oluşturacak likiditede değildir.
- Bu likidite kısıtlılığı hedge fonların uygulaması gereken bazı yatırım stratejilerini engellemektedir. Bu durum hedge fon sisteminin işleyişini bozmaktadır.
- Türkiye piyasalarında açığa satış yapılamamaktadır. Ancak hedge fonlar yatırım yaparken bu stratejiyi kullanmaktadır.
- Diğer ülkelere göre Türkiye' nin mevduat vadeleri kısadır. Bu durum hedge fonların uzun vadeli yatırım stratejilerini uygulamasını engellemektedir.³⁵⁰
- Finansal alt yapının henüz gelişimini tamamlayamadığı Türkiye ekonomisinde hedge fonların varlığı finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır.
- Bu durum uzun vadeli davranışlardan daha çok para talebi gibi kısa vadeli davranışları olumsuz etkilemektedir. Kısa vadeli davranışların tahmin edilmesinin daha zor olması, artan finansal araç çeşitliliğinin para talebi üzerinde yarattığı istikrarsızlığı arttırmaktadır.

³⁵⁰Okan Acar, " Hedge Fonlara Getirilen Olumlu Olumsuz Değerlendirmeler"
<http://www.okanacar.com/2013/02/hedge-fonlara-getirilen-olumlu-ve.html>

- Hedge fonların küçük ve orta ölçekli yatırımcılar için daha etkin bir finansal enstrüman olacağı yönünde görüşlerde mevcuttur.³⁵¹ Ancak SPK yayınlanan tebliğinde bu fonların nitelikli yatırımcı olarak tanımlanan, yüksek seviyede varlığı sahip yatırımcılara satılması gerektiğini belirtmiştir.
- Fiyatlanması zor, çok sayıda ve karmaşık yapılı yatırım enstrümanları hedge fonlar içerisinde birlikte kullanılmaktadır. Bu durum fonların özellikle kriz dönemlerinde yönetilmesini daha da zorlaştırmaktadır. Melez yatırım enstrümanları olarak adlandırılan bu tarz enstrümanlar Türkiye’ de çok tercih edilmemektedir. Dolayısıyla Türkiye piyasaları bu tarz yatırımlar için çok uygun değildir.
- Karmaşık yapılı ve farklı stratejili hedge fonları yönetmek için belli seviyede, işinde uzman kalifiye kişiler gerekmektedir. Türkiye finans piyasalarında fonları yönetecek yeterli sayıda böyle kişi bulunmamaktadır.
- Diğer taraftan gelişen teknoloji ve bunun finans piyasalarına entegre edilmesi ile finansal bir çok yazılım oluşmuştur. GÜ’ ler bu duruma adapte olurken Türkiye için aynı durum söz konusu değildir. Türkiye’ deki yatırımcılar teknolojiyi aynı hızla takip edememekte ve devreye sokamamaktadır.
- Yüksek oranlı hedge fonlar önünde bir engel olmaksızın piyasalara serbest giriş ve çıkış yapabilmektedirler. Bu durum yerli finansman ile istikrarlı büyümeye sahip olmayan ve finansal yapıları kırılgan olan Türkiye gibi GOÜ ekonomileri için bir tehdit unsurudur. Dolayısıyla hedge fonların finans piyasalarına beklenmedik zamanda giriş yapmaları finansal dalgalanmalara sebep olurken, piyasaları aniden terk etmeleri de finans piyasalarını daraltmaktadır.
- GOÜ’ lerin yaşadığı finansal krizlerde sıcak para hareketleri önemli rol oynamaktadır. Türkiye’ de yaşanan 1994 krizi bunun bir örneğidir. Spekülatif hareketler ve ani sıcak para hareketleri bu krizin arkasında yatan önemli iki unsurdur. Hedge fonlar yarattığı sıcak para akımları ile böyle krizlerin oluşmasına neden olmaktadır. Çünkü yüksek oranda ülkeye gelen sıcak para başta ekonomi üzerinde olumlu etki yaratırken gelen miktarın azalması ile birlikte cari işlemler bilançosu kötüleşmeye başlamaktadır. Bu kötüleşme doğru

³⁵¹Melih Önder, "Serbest Fonlar: "HEDGE" Fonlarının Türkiye'ye Uyarlaması" Kurumsal Yatırımcı Dergisi, S.17., Nisan-Haziran 2012 ,s.23.

ekonomi politikaları ile yönetilemezse, artan cari açık finansal bir kriz oluşturmaktadır.

- Özellikle 1990 sonrası cari açık vererek büyüyen Türkiye ekonomisi için hedge fonların ülke ekonomisine yaptıkları girişler cari açık için finansman sağlamakta ve ülke ekonomisini olumlu yönde etkilemektedir. Ancak bu fonların beklenmedik anda piyasalardan çıkışları ise cari açığın giderek büyümesine sebep olmaktadır.
- Amacı yüksek kar sağlamak olan hedge fonlar bu amaçları için piyasalarda spekülasyon ve manipülasyon yaratmaktan hiç çekinmemektedirler. Oluşturdukları bu manipülasyonlar, para kazanma mekanizmasını bozarak birçok yatırımcının olumsuz etkilenmesine sebep olmaktadır.
- Hukuki bir takım ayrıcalıklara sahip hedge fonlar suç teşkil edebilecek birçok finansal faaliyette bulunmaktadır.

Amerika' nın finans komitesi üyesi olan Grassley tarafından hedge fonlar ile ilgili yapılan bir eleştiri gündeme gelmiştir. Grassley' nin iddiasına göre hedge fonlar bazı terörist guruplarla ilişkilidir ve ülke ekonomilerini bilinçli bir şekilde krize sürüklemektedir.³⁵² Türkiye' de özellikle 2006 sonrasında hız kazanan sıcak para dalgalanmaları ile birlikte sayıları ve işlevleri artan hedge fonlar ile ilgili birçok tartışma başlamıştır. Bu dönemde Merkez Bankası yetkilileri tarafından yapılan açıklamada sıcak para olan hedge fon yatırımlarının ülkeye ani giriş ve çıkışlarının ülke finans piyasasını olumsuz yönde etkilediği belirtilmiştir. Türkiye finans piyasalarında hedge fonların sayıları henüz çok yüksek değildir ve bu fonlar birçok kimse tarafından bilinmemektedir. Ancak spekülatif hareket eden ve manipülasyon yaratan hedge fonların finans piyasalarındaki önemi giderek artmaktadır. Bu durum gelecek zaman için finans piyasalarında oluşacak birçok sorunun habercisidir.

3.4.6. Türkiye'nin Hedge Fonlar İle İlgili Sorumluluğu

Türkiye gibi GOÜ' lerin finans piyasalarına dahil olan hedge fonların finansal istikrarı bozucu yönde yarattığı olumsuz etkiler açıktır. Ancak bu olumsuzlukların yanı sıra hedge fonların sağladığı bir takım avantajlar da vardır. Hedge fonlar esnek yatırım stratejileri kullanarak yatırımcının karını maksimize etmektedir. Denetime tabi olmadan

³⁵²Yaşar Erdinç, *Para Harekatı*, b.3, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2008, s.256-259

varlık alım-satımı yapan hedge fonlar gerektiği yerde aldıkları uzun veya kısa pozisyonlar ile daha yüksek getiri elde edebilmektedir. Yüksek getiri ile birlikte yüksek risk getiren bu fonlar riski sistematik hale getirmektedir. Ayrıca hedge fonlar ekonomi politikalarının etkin işleyişini de zedelemektedir.

Diğer taraftan hedge fonlar portföy çeşitlenmesine yardımcı olmak ve yüksek likidite sağlamak gibi finans piyasalarına olumlu katkı da yapmaktadır. Sağladıkları likidite ile birlikte fiyatların belirlenmesine ve bilginin doğru ve etkin bir şekilde kullanılmasına yardımcı olurlar.³⁵³ Sonuçta da küresel portföylerde çeşitlilik sağlayarak piyasalara ve yatırımcılara yardımcı olmaktadır. Ayrıca yüksek riski göze alan yatırımcılar için ekonominin kötü olduğu durumlarda bile yüksek kazanç getirmektedir. Hedge fon yatırımları riski yüksek yatırımlar olsa bile iyi yöneticiler tarafından yönetildiği takdirde yüksek kazanç sağlamaktadır. Hedge fonların aksi iddia edilemeyecek şekilde finans piyasalarındaki önemi ve etkinliği artmaktadır.

Ekonomistler hedge fonlara yatırım yapacak ülkelerin yatırım kararı verirken fonların ülkeye sağlayacakları olumlu ve olumsuz etkilerin değerlendirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Türkiye açısından bakıldığında, hedge fonlar Türkiye için sıcak para niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla ülkeye gelen hedge fonlar sermaye piyasalarını cazip hale getirmektedir. Ayrıca ülkeye etkili bir finansal kaynak sağlamaktadır. Türkiye mümkün olduğunca bu fonların sağladığı avantajlardan yararlanmalıdır. Fakat her ne kadar ülkeye gelen bu sıcak para finans piyasalarını rahatlatırsa da ülkeden çıkması halinde piyasalar ciddi şekilde daralacaktır. Ülke ekonomisi ve tüm piyasa aktörleri bu durumdan olumsuz etkilenecektir.

Türkiye için hedge fonların bilinirliği gün geçtikçe artmaktadır ve bununla birlikte bu fonların ülke piyasalarına nasıl etki edeceği daha çok tartışılmaya başlamıştır. Dolayısıyla SPK yatırımcılara hedge fon yatırımları esnasında gerekli yatırım desteğini vererek güven ortamı sağlamalıdır. Ayrıca finansal hareketleri takip ederek fonlarla ilgili diğer yatırımcı ülkelerin davranışlarını da incelemelidir. Spekülatif amaçlarla hareket eden hedge fonların üzerinde bir denetim ve kontrol mekanizmasının oluşturulabileceği yönünde de görüşler bulunmaktadır. Bu kontrolü sağlamak için

³⁵³Aysun Bayhan, Hedge Fonu Nedir, Özellikleri Nelerdir? Yatırımı Nasıl Yapılır?
<https://borsanasilovnanir.co/hedge-fonlari/>

bankalar üzerindeki denetim arttırılmalıdır, sermaye piyasası işlemleri için ayrı reel piyasa işlemleri için ayrı olmak üzere iki farklı kur sistemi oluşturulmalıdır, finansal işlemler kriz dönemlerinde durdurulmalı ve finansal işlemlere vergi uygulanmalıdır.³⁵⁴ Diğer taraftan sermaye girişlerine uygulanan kontrollerin arttırılması işlem maliyetlerini yükseltmektedir. Bu durum yatırımcının portföy çeşitlendirme eğilimini azaltacak ve böylece piyasanın işleyişini etkisizleştirecektir. Sıcak para, sermaye kontrollerinin görece daha az olduğu ülkeye giriş yapmayı tercih edecektir veya giriş yaptığı kontrollü ülkeden çıkmak isteyecektir. Bu durum ülke parasının değer kaybetmesine neden olacaktır.

Dolayısıyla uygulanacak politikalarının sonuçlarının iyi değerlendirilmesi ve sermaye işlemleri ile ilgili tüm politikaların bu çerçeveden detaylı değerlendirme yapılarak uygulanması gerekmektedir. Bunun yanı sıra katı uygulamalar piyasa dışı faaliyetleri arttırabilmektedir. Sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerde kayıt dışı ekonomi oluşumunda ve döviz kaçakçılığında artış yaşanmaktadır.³⁵⁵

Sermayenin serbest hareket etmesi birçok GOÜ ekonomisinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de bir takım olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Ancak ülkelerin karşılaştırmalı üstünlükler teorisinde de belirttiği gibi uluslar arası ticaretin önüne engeller koymaları refah kaybına sebep olacaktır. Sermaye ticareti önüne kısıtlamalar getirilmesi sermayenin serbest hareket ettiği ticarete göre daha az kârlıdır. Eğer kısıtlamanın getirildiği dönem ekonomik istikrarın olmadığı bir dönem ise yerli ve yabancı varlıklar arasındaki fark derinleştirerek, sermaye kaybına sebep olacaktır. Buna ilave olarak, kısıtlanan sermaye ulusal paranın değerinin çok artmasına yol açacaktır. Ulusal paranın yabancı para karşısında aşırı değer kazanması uluslar arası ticaret dengelerini bozacaktır ve uzun süreli sermayenin ülkeye girişini engelleyecektir. Bu durum yatırımları ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecektir.

Hedge fonlar girdikleri piyasalarda likidite artışı gibi bir takım olumlu etkiler yaratmaktadırlar. Ancak özellikle ekonomik kırımlara duyarlı Türkiye gibi GOÜ piyasalarına girmeleri ile ilk etapta ekonomik canlanma yaratsalar da aniden piyasalardan çıkmaları sonucunda finans piyasalarını daraltarak ekonomide durgunluğa

³⁵⁴Akdiş, (2004), s.38

³⁵⁵Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*, b.13, Gizem Yayınları, İstanbul, 1993, s. 374-380.

neden olmaktadır. Spekülatif hareket eden hedge fonların ekonomide yarattığı olumsuz etkiler karşısında Türkiye bir takım önlemler almalıdır. Türkiye hedge fonların finansal sistemde yarattığı dalgalanmalara karşı finansal sistemi güçlendirecek yatırımlar yapmalıdır ve fonların döviz üzerinde yarattığı olumsuz etkilere karşı yeteri kadar döviz rezervini elinde bulundurmalıdır.³⁵⁶

Sürü davranışı olarak adlandırılan yatırımcıların birlikte, aynı zaman ve yönde hareket etmesi durumu hedge fonlarda da görülmektedir. Sermayesi yüksek hedge fonlarda bu durumun uygulanması sistematik riski daha da arttırmaktadır. Ülkemizin finans piyasaları için henüz böyle bir durum söz konusu değildir.³⁵⁷ Fakat bu durumun gelecekte yaşanmayacağına garanti yoktur. Dolayısıyla Türkiye bu durum karşısında gerekli tedbirleri almalıdır. Alanında uzmanlaşmış bir kadro ile sermayenin ülkeden çıkışını önleyecek gerekli yasal düzenlemeleri yapmalıdır.

LTCM gibi önemli bir hedge fonun öngörülemez risk faktörü sebebi ile batmış olması hedge fonların riski yüksek bir yatırım türü olduğunu kanıtlar niteliktedir. Burada hesaplanamayan risk, piyasalarda ciddi bir likidite kaybına sebep olurken, beklenenin dışında tüm piyasa değişkenlerinin olumsuz etkilenmesine sebep olmuştur. Türkiye’de şu anda riskle ilgili böyle bir durum yaşanmamış olsa da dünyada yaşanan hedge fon iflasları risk faktörünün ciddiyetini göstermektedir. Artan risk portföy çeşitlenmesini olumsuz etkilerken piyasadaki güven ortamını da bozmaktadır. Bunun için Türkiye hedge fon hesaplamalarına risk faktörünü dahil ederek piyasa-risk analizi üzerinde durmalıdır.³⁵⁸

Türkiye günümüzde sermaye piyasalarının gelişimi konusunda birçok iyileşme yaşamış ve teknik problemlerini çoğunu çözebilmiştir. Ancak yeni finansal araçların ülke piyasalarına dahil edilmesi konusunda gerekli bilgi aktarımının ve teknik donanımının sağlanması konusunda hala yetersizdir. Hedge fonlar da bunlardan bir tanesidir. Türkiye hedge fonlar ile ilgili yeterli bilgiye sahip değildir ve fonlar ile ilgili gerekli teknik alt yapı hala GÜ’lerin çok gerisindedir. Hedge fonların her ne kadar finansal istikrarı

³⁵⁶ Akdiş (2004) s.45-48

³⁵⁷Turhan Korkmaz, Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, b.3, Ekin Kitapevi, Bursa, 2006, s.629.

³⁵⁸European Central Bank, Financial Stability Review, Germany, 2006, s.134.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview200612en.pdf>(10.07.2020)

zedeleyici yönde hareket ettiğine dair güçlü kanıtlar bulunsa da finansal liberilizasyon sürecine uyumlaşma için hedge fonların ülke piyasalarında etkin işleyişini sağlayacak gerekli düzenlemelerin yetkili otoriteler tarafından yapılması gerekmektedir.

SONUÇ

1980 sonrası dünya genelinde küresel ekonomi hızlı bir dönüşüm sürecine girmiştir ve sermaye hareketleri önündeki engeller kaldırılmıştır. Bununla birlikte çoğu GOÜ finans piyasalarını uluslar arası piyasalara açarak, sıcak para akımlarını çekici güce sahip olan yüksek reel faiz politikasına yönelmiştir. Ancak makroekonomik istikrarsızlık yaşayan bu ülkeler bu durumla mücadele için sabit ya da önceden belirlenen döviz kuru uygulamasını sürdürmeye devam etmişlerdir. Bunun sonucunda reel değeri artan ulusal para, sıcak para akımlarının hızını arttırmış ve büyük miktarlara ulaşan sıcak para stoku oluşturmuştur. Bugün gelinen noktada, hala yüksek cari açıklarla mücadele eden GOÜ' ler bu açıkların finansmanı için farklı yatırım stratejileriyle sıcak para akımlarını kullanmaya devam etmektedirler.

Finansal araçların herhangi bir müdahale olmaksızın hızlı hareket edebilmesi neticesinde karlarını arttırmak isteyen GÜ' ler ise alternatif yatırım araçları arayışına girmişlerdir. Piyasaların liberalleşmesi ve küreselleşme ile birlikte artan bilişim ve teknoloji, alternatif finansal türevleri doğurmuştur. Dünya finans piyasalarında yaşanan entegrasyona uyum sağlamak ülkelerin finans sistemi açısından önemlidir Dolayısıyla entegrasyon ile birlikte bu finansal türevler uluslar arası piyasalarda yatırım hacmini genişletmiştir.

Alternatif yatırım araçlarından biri olarak hedge fonlar, finansal serbestleşme hareketlerinin hız kazandığı 1990' lı yıllarda ortaya çıkmıştır. Ancak 1998 yılında en büyük fonlardan biri olan LTCM' nin (long term capital management) batması ile popüler hale gelmiştir. Hedge fonların piyasalarda etkin rol oynaması ve öneminin artması son 20-25 yıl içinde hızlanmıştır. Bu fonların küresel finans piyasaları içindeki payının küçük olmasına karşın işlem hacimlerinin çok büyük olması fonların piyasalardaki önemini arttırmıştır.

Hedge fonlar; piyasalarda yaşanan dalgalanmalar esnasında oluşan riske karşı pozisyon alarak, kelime anlamında da olduğu gibi piyasaları riske karşı "koruma altına" almaktadır. Fonlar pozisyon alırken kendilerine has stratejilerini ve yatırım durumuna göre çeşitli finansal türevleri kullanırlar. Bunun sebebi hedge fonların riskten korunma yanında asıl amacının, mutlak getiri elde etmek olmasıdır. Bu nedenle bu fonlar mutlak

getiri amacıyla daha riskli yatırımları tercih ederler. Elde ettikleri getirinin yanı sıra kullandıkları stratejiler ve türev araçlar sayesinde piyasalar üzerinde güçlü etki yaratırlar. Diğer taraftan kayıt altına alınma, düzenli raporlanma ve açıklama yapma gibi yükümlülüklerinin olmaması fonların şeffaf olmadığının kanıtıdır. Ayrıca bu fonlara ancak nitelikli yatırımcılar yatırım yapabilmektedir, fonların yöneticileri de belli yetkinlikte olan kimselerdir ve ücretlendirme performansa bağlıdır. Dolayısıyla hedge fonlar tüm bu özellikleriyle geleneksel yatırım fonlarından ayrılırlar. Bu fonların uygulamaları ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ancak ortak nokta fonların işleyişini takip eden ve kontrol altına alan düzenleyici ve denetleyici bir kurumun olmamasıdır. Yaptıkları işlemleri kontrol altına alınmayan, raporlamayan ve denetime tabi olmayan bu fonların finansal piyasalardaki spekülasyon hareketleri GOÜ' ler için bir tehdit unsurdur. Ekonomik alt yapısı sağlam olmayan GOÜ' lere 1990 sonrası yüksek kâr elde etmek amacıyla kısa vadeli yabancı sermaye olarak hızla giren hedge fonlar, ilk başta ekonomik büyüme için gerekli finansmanı sağlasa da spekülasyon hareket ederek ülke piyasalarını aniden terk etmesi neticesinde ülkeyi finansal bir krize sürüklemektedir.

Diğer taraftan, ulusal yatırımları finanse edecek iç tasarrufların yetersiz kaldığı ortamda, hızlı büyüme sağlayan yabancı sermayenin gerekli bir kaynak olduğu tartışmasız kabul edilmektedir. Ancak gelen yabancı sermayenin nasıl yönetildiği, hangi alanda kullanıldığı asıl önemli noktadır. Finansal piyasaların henüz olgunlaşmadığı, bankacılık sisteminin yetersiz kaldığı ve doğru döviz kuru politikası yönetimi yapamayan GOÜ' lerde, yabancı sermayenin denetimsiz ve kontrolsüz hareket etmesi bu ülkeleri finansal krizlere açık hale getirmiştir. Böyle bir ortamda yatırımcı uzun pozisyon almaktan kaçınmaktadır.

Dünya genelinde yaşanan para krizlerinin sebebinin yalnızca hareket alanı genişleyen sıcak para akımları ve bunlar içerisinde gelen hedge fonlar olduğuna dair güçlü bir kanıt yoktur. Ancak para krizleri genellikle GOÜ' lerde yaşanmıştır. GÜ' ler bu sorunu çözmüş durumdadır. Yaşanan para krizleri içerisinde hiç beklenmedik anda meydana gelen, tüm çevre ülkeleri tesiri altına alan ve geleneksel para krizi modelleri ile açıklanamayan 1997-1998 Güneydoğu Asya krizi bir dönüm noktası olmuştur. Burada krizi oluşturan ana unsur sıcak para ve bu bağlamda hedge fonlar değildir.

Ancak büyük sermaye çıkışlarının yaşandığı Asya ülkelerinde kar peşinde koşan fonlar krizin derinleşmesinde önemli rol oynamıştır. Bu durum bir GOÜ olan Türkiye’ de de geçerlidir. Finansal liberalleşme sonrası Türkiye ekonomisinde art arda yaşanan finansal krizlerde kısa vadeli sıcak para hareketlerinin piyasalarda oluşturduğu spekülasyonlarla krizin şiddetini arttırıcı etkisi vardır. Kısa vadeli sıcak para hareketi olan hedge fonların da aynı etkiyi yarattığı söylenebilmektedir.

Bu çalışmada, 1989 yılından sonra hızlanan sıcak para hareketlerinin ve sıcak para akımları ile gelen hedge fonların Türkiye’ de yaşanan para krizlerindeki etkisi dünyada yaşanan para krizleri tecrübeleri doğrultusunda incelenmiştir. Çalışmanın kapsamı olan dönemde 1992 yılında patlak veren 1993 yılına kadar etkisini sürdüren ERM AB döviz kuru krizini birinci nesil para krizi teorileri açıklamak için yetersiz kalmış ve çoklu denge analizini modele dahil eden, ikinci nesil modeller türemiştir. Ancak bu modellerde makroekonomik dengelerin kriz sinyali vermediği Güneydoğu Asya krizini açıklamakta yetersiz kalmış ve beklentiler ile birlikte finansal kesimin işin içine dahil edildiği üçüncü nesil modeller oluşmuştur. Güneydoğu Asya ülkelerine kontrolsüz giriş yapan sıcak para, verimsiz yatırım alanlarında kullanılmış, makroekonomik dengede olan ancak banka ve finans piyasaları sağlam olmayan bu ülkelerde gelen sıcak para, doğru hükümet politikaları ile yönetilememesi sonucu bir sonraki adımda finansal kriz oluşturmuştur.

Güneydoğu Asya krizinin etkisiyle ve IMF’ nin desteğini çekmesi sonucu Rusya’ dan kısa vadeli borç şeklinde yoğun miktarda sıcak para çıkışı yaşanmıştır. Bu durumun kur üzerinde yarattığı baskı sonucu devalüasyon yapılmış ve 1998 yılında Rusya ekonomisi krize girmiştir. 2008 yılında ise ABD’ de başlayan emlak krizi “grup psikolojisi” ve “yayıma etkisi” sonucu dünya finans piyasalarına sıçramış ve küresel finansal bir krize dönüşmüştür. GÜ ve GOÜ’ lerdeki tüm bu krizlerin ortak özelliğinin 1990 sonrası hareket kabiliyetini gittikçe hızlandıran ve geniş alana yayılabilen sıcak para akımlarının olduğu yönünde güçlü kanıtlar sunulmuştur. Ancak aradaki fark GÜ’ lerin makroekonomik dengelerinin sağlamlığı ve gelişmiş finans piyasaları nedeniyle krizin derine yayılmadan atlatılabilesidir.

Çalışmada incelenen ülke örnekleri ışığında, sıcak para hareketlerinin ve sıcak para kapsamında yüksek hacimli hedge fonların sahip olduğu birçok alt fonla krizlere olan etkisi genel anlamda kronikleşen cari açıklar, açığın finansmanında sıcak paranın kullanılması, aşırı değerli hale gelen ulusal paralar, yükselen reel faizler, sıcak paraya olan gereksinimin artması, artan finansal belirsizlik, sıcak paranın ani duruşu, sıcak para kaçırları, kur baskısı, esnek kur sistemine geçilmesi, azalan döviz rezervleri, devalüasyonlar ve para krizleri biçimindedir.

Uluslararası entegre finans piyasalarında faaliyet gösteren sıcak para yatırımcıları, yeni yabancı sermaye girişleri ile yükselmeye hazır, gelişimini tamamlamamış borsası ve yüksek reel faizleri nedeniyle Türkiye finans piyasalarını tercih etmektedirler. İç borçlanmanın yüksek olduğu Türkiye ekonomisinin dış finansmana olan ihtiyacı ve 1989 sonrası 32 sayılı karar ile değişen finans piyasaları bu tarihten sonra ülke ekonomisini üç büyük krizle karşı karşıya bırakmıştır. Sıcak paranın aniden kriz dönemlerinde ülkeyi terk etmesi, yetersiz tasarruflar ve artan faiz ödemeleri geri döndürülmesi zor ekonomik tahribatlar yaratmıştır.

Türkiye' nin 1990-2019 yıllarını kapsayan dönemde ödemeler bilançosu incelendiğinde, 1994-2000-2001 üç büyük kriz yılı dikkate alınarak, krizden bir önceki yılda cari işlemler hesabının açık verdiği, yapılan devalüasyonlar ile kriz yılında cari fazla verildiği görülmektedir. Türkiye' ye yönelik sıcak para hareketlerine bakıldığında ise 1989' dan sonra hızlanan net sıcak para girişi, dış konjonktürün etkisiyle 1991-1992 yıllarında düşmüştür. 1994 krizi öncesi 1993 yılında 2,1 mUSD sıcak para girişi yaşanırken 1994 kriz yılında bu rakam -4mUSD olmuştur. Krizin atlatılmasının ardından 1995' den 1998' e kadar devamlı sıcak para girişi olmuş ancak 1998' de Rusya kriz ile dövizde yaşanan sarsıntı sonucu sıcak para hızla ülkeyi terk etmiş, bu yılda -2,6mUSD sıcak para kaybı olmuştur. Krizin ardından ekonominin stabil hale gelmesi sonucu 1999 yılında net sıcak para girişi 4,3mUSD olmuştur. Ardından ülkenin 2000' de krize girmesi sonucu sıcak para tekrardan hızla çıkış yapmış ve 2001 yılının sonunda toplam net kayıp 18mUSD' ye ulaşmıştır. 2003 yılında ise 10mUSD seviyesinde bu ana kadar görülmemiş düzeyde sıcak para girişi yaşanmış, bu durum 2007 yılının başına kadar devam etmiştir. 2008 krizine rağmen sıcak para pozitif hareketine 2010 yılında ulaştığı en yüksek seviye olan 41mUSD ile devam etmiştir. 2015 yılında iç ve dış

konjonktürde yaşanan dengesizlikler neticesinde sıcak para çıkışları yaşansa da 2019 yılının sonuna kadar 2016 yılındaki seviyesini koruyarak sıcak para girişi yaşanmıştır. Bunların yanı sıra 1990 sonrası yaşanan finansal serbestleşme ile birlikte aşırı değerlenen TL, dış ticaret dengesini bozmuş ve dış ticaretin negatif seyri 2019 yılının sonuna kadar devam etmiştir.

1990' lı yıllardan sonra derinleşen finansal piyasalar sonucu artan sıcak para stoklarının devamlılığının sağlanamamasının ilk yansıması 1994 krizi olmuştur. Kriz öncesi ülkeye gelen sıcak para, yarattığı spekülasyon etkileriyle finansal kırılganlığı arttırmıştır. Yüksek enflasyonist baskı altındaki Türkiye ekonomisi 1999 yılında devreye aldığı çapa kur uygulamasına dayalı istikrar programı ve yüksek reel faizler ile 2001 yılına kadar sıcak parayı çekmiştir. Bu durum Türkiye ekonomisinin ulusal tasarruf ve yatırımlar ile değil dış kaynak ile büyüdüğünün kanıtı niteliğindedir.

Türkiye' ye gelen sıcak para faizleri düşürmek yerine zaten borçlu durumda olan ülkenin mevduat borçlarını borçlanarak ödemesi sonucu reel faizleri yükseltmektedir. Bu durum sıcak para akımlarının spekülasyon amaçlı yatırımlara yöneldiğini göstermektedir. Artan alternatif finansman ile Türkiye' ye gelen hedge fonlar ise ilk etapta hedge fon olarak isimlendirilmese de "özel fon" başlığı altında sıcak para olarak 1990 sonrası ülke ekonomisine giriş yapmıştır. Bu bağlamda 2008 yılına kadar Türkiye için hedge fon hareketleri sıcak para akımları olarak değerlendirilmiştir.

Çalışma sonuçlarına göre Türkiye açısından, finansal piyasaları henüz olgunlaşmamış, kırılgan bir zeminde konumlanan ülke ekonomisinin, 1980 sonrası yaşanan finansal serbestleşmenin arkasından 1990 yılında finans piyasalarını uluslararası finans piyasaları ile entegre etmesi, denetimsiz bir şekilde gerçekleşmiştir. Sermayenin ani kaçıışı ve döviz kuru baskısı reel faizleri yükseltmiştir. Bu durum döviz kurunun yüksek seviyesini korumasına neden olmuş, ancak hükümet ve merkez bankası kısa vadeli borçlanmada ve bankacılık sisteminde oluşacak dolarizasyon tehdidine karşın herhangi bir önlem almamıştır.

İkinci konu ise reel faizlerdir. Türkiye' de 1990-2019 arası reel faizler incelendiğinde dünyadaki GÜ' lerin reel faiz oranlarının çok üzerinde, ortalama yaklaşık %20' nin üzerinde seyretmiştir. TEFE-TÜFE bazında hesaplana DİBS reel

faizleri 1993 yılında %12 olmuştur. Bu durum 2000 yılına kadar artarak devam etmiştir. Kur değişimleri ve borsada sağladığı kazançlar da incelendiğinde, DİBS reel faizleri oldukça yüksek getiri sunmuştur. 1994-2000 ve 2001 Türkiye kriz yılları dikkate alınarak bakıldığında bu yıllarda nominal faizlerin enflasyona bağlı olarak oldukça yüksek olduğu ancak reel faizlerin ise oldukça düşük seviyede kaldığı görülmektedir. 2001 krizinden sonra 2008-2014-2017 yılları hariç yüksek devam ettiği görülmektedir. Döviz kurunun düşük, reel faizlerin yüksek olduğu Türkiye ekonomisi sıcak para açısından çekici güce sahiptir.

Sıcak paranın borsada yaptığı hareketler doğrultusunda, özellikle 2001 krizi sonrası 2019 sonuna kadar olan dönem dikkate alındığında, borsanın reel sektöre kaynak dağılımının etkin gerçekleştirilmesi sorumluluğunu yerine getirmediği, aksine spekülative yatırımlara hizmet ettiği görülmektedir.

2008 küresel finansal krizi açısından bakıldığında, Türkiye ekonomisi “Güçlü Ekonomiye Geçiş” istikrar programı doğrultusunda ve bu bağlamda BDDK’ nın kurulması ile krizin bankalara sıçramasından kurtulmuş ancak dış finansman kaynaklarının kapanması ile tekrar ekonomi darboğaza girmiştir. Bu yıllardan itibaren etkinliği artan alternatif yatırım fonları Türkiye piyasalarındaki hareketlerini resmileştirmiştir.

Türkiye’ deki hedge fonlar 2006 yılında “serbest yatırım fonları” adı altında SPK tarafından Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde yapılan değişiklik ve eklemelerle oluşturulmuştur. İlk resmi hedge fon 2008 yılında kurulmuştur. Türkiye için yeni olan bu kavramın bilinirliği gün geçtikçe dünya piyasalarında artan etkisine paralel olarak artmaktadır. Fonlarla ilgili denetleme yetkisi SPK’ ya tanınmıştır. Ancak fonlara ait bilgiler yayınlanmamaktadır ve istenilen zamanda bu bilgilere ulaşılamamaktadır. Bu durum bir takım sorunları da beraberinde getirmektedir.

Hedge fonlar, belli yetkinliğe ulaşmış kişiler tarafından yönetilmektedir. Türkiye’ deki fonları yöneten yöneticilerin böyle olması halinde piyasa riski dağıtılarak piyasa daha etkin hale gelecektir. Ancak Türkiye’ de henüz bu yetkinlikte yöneticiler mevcut değildir. Ayrıca hedge fonlar kullandıkları yatırım stratejileri ile yatırım kârını daha üst düzeye taşımaktadır. Ancak Türkiye finans piyasaları bu stratejilerin etkin işlemesi için yeterli değildir. Yatırımcıyı riskten koruyan bu fonlar sadece nitelikli

yatırımcılara hitap eder. Dolayısıyla her yatırımcı portföyüne hedge fonları dahil edemez.

Türkiye finans piyasalarına bir sıcak para akımı olarak, kısa vadeli yabancı yatırımlar içerisinde gelen bu fonlar ile ilgili likidite artışına, nakit akışına ve faizlere olumlu etki yaptığına dair görüşler mevcut olsada hacimleri oldukça yüksek olan bu fonlar alt fonları ile hareket etmekte ve risk gördüğü anda ülke ekonomisini hızla terk etmektedir. Çalışmamız kapsamında bu fonlar sıcak para akımları ile birlikte değerlendirilmekte ve Türkiye’ de yaşanan finansal krizlerde tetikleyici ana güç olduğuna dair kanıtlar sunulmaktadır. Fonların hızlı çıkışı ile birlikte likidite kaybı oluşmakta, finansal belirsizlik artmakta ve sürü psikolojisi ile hareket eden bu durum borç yükünü daha da derinleştirmektedir. Dolayısıyla kriz anlarında sıcak para olarak ülkeden hızla çıkan bu fonlar sıcak para yatırımları ile büyüyen Türkiye ekonomisini krize sürüklemektedir. Bugün gelinen noktada fonların 2008’ den sonra alt fonları ile birlikte dünyada sayılarını bir miktar azalsa da dünya finans piyasalarını etkileme güçleri hala çok yüksektir. Türkiye deki büyüklükleri ise 2015 yılından bu yana katlanarak artmaktadır. Dolayısıyla hedge fonların her ne kadar finansal istikrarı zedeleyici yönde hareket ettiğine dair güçlü kanıtlar bulunsa da finansal liberilizasyon sürecine uyumlaşma için hedge fonların ülke piyasalarında etkin işleyişini sağlayacak gerekli düzenlemelerin yetkili otoriteler tarafından yapılması gerekmektedir.

Yabancı hedge fonlardan farklı olarak Türkiye’ de her hedge fonun SPK’ ya kayıt yaptırması zorunludur. Fonlar ile ilgili yasal düzenlenmelerin yapılması, fon hareketlerinin takip edilmesi ve fonun yatırımcısı ve yöneticisi arasında güven mekanizmasının sağlanması ile ilgili görevleri SPK sağlamaktadır. Fonların her ay bir defaya mahsus olmak üzere fiyatlarını ilan etme zorunluluğu vardır. Türkiye’ de SPK’ ya kayıtlı hedge fonların sayılarının arttığı görülmektedir. Ancak bu fonların portföy değerleri ve dağılımları incelendiğinde ise yatırımların genelde yurt içinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum fonların yatırım çeşitliliğinin önüne geçmektedir. Bunun arkasında yatan sebep riskten korunma isteğidir ve bu nedenle bu fonlar alternatiflerine göre daha düşük kâr getirmektedir. Bu fonların sahip olduğu stratejilerini etkin olarak kullanmadığının kanıtıdır. Türkiye’ ye sıcak para akımları içinde gelen yabancı hedge fonlar, hiçbir denetime tabii olmaksızın ülke piyasalarında işlem yapabilmekteyken,

ulusal hedge fonlar stratejilerini etkin kullanacak şekilde hareket edememekte ve sıkı denetim altına alınmaktadır. Bu nedenle ulusal hedge fonlar ülke içi yatırımlara yönelmişlerdir.

Dolayısıyla sıcak para yatırımcıları açısından ulusal hedge fonlara yatırım yapmak kârlı değilken, mutlak getiri ile hareket eden yabancı hedge fonlar reel faizlerin yüksek, döviz kurlarının düşük olduğu kârlı sıcak para yatırım alanı olan Türkiye piyasalarını tercih etmektedir. Spekülatif amaçlı bu sıcak para akımları kriz yıllarında artan stoklarını bir anda boşaltarak finansal krizleri oluşturan etmen olmuşlardır. Bu durum dünyada yaşanan para krizleri doğrultusunda ispatlanmıştır. 2015-2019 yılı verileri incelendiğinde yabancı hedge fonların Türkiye piyasalarındaki büyüklüğünün arttığı görülmektedir. Bu nedenle Türkiye hedge fon için gerekli önlemleri sağlayacak yapılanmayı yapmalıdır.

KAYNAKÇA

ACAR Okan, “ Hedge Fonlara Getirilen Olumlu Olumsuz Değerlendirmeler”

<http://www.okanacar.com/2013/02/hedge-fonlara-getirilen-olumlu-ve.html>

ACARAVCI K. Songül, , "Finansal Piyasalarda Hedge Fonlar: Strateji ve Riskler”, Cag University Journal of Social Sciences, C.1, S7, Haziran 2010, s.87

ADALET Müge, Sumru ALTUĞ, “2001 ve 2008 Krizlerinin Karşılaştırılması”, Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Raporu, Politika Notu 10-08, Nisan 2010

AKDİŞ Muhammed, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, S. 36, Mayıs- Haziran 2004, s.42

AKLAN Adanur Nejla, “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enst. Dergisi, C.5, S.7, 2002, ss.37-38.

AKTAN Coşkun C., Hüseyin ŞEN, “Globalleşme ve Türkiye”, Mercek Dergisi, Özel Sayı, 2001, ss.104-112

AKYÜZ Ayşen, “Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye”, İktisat İşletme ve Finans, C.8, S.87, Haziran 1993, ss.11-19.

AKYÜZ Yılmaz, Korkut BORATAV, “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C.17, Sayı:197, 2002, s.20

ALANTAR Doğan, “Hedge Fonlarda Regülasyon Zamanı”, Yaklaşım Dergisi, Aralık 2008

<http://hedgefon.blogspot.com/2008/11/hedge-fonlarda-reglasyon-zamani.html>

ALP Ali, , “Bankacılık Krizleri ve Krize Karşı Politika Önerileri”, Yeni Türkiye Dergisi, C.1, S.41, 2001, s.675

ALPER Emre, Ziya ÖNİŞ, “Financial Globalization The Democratic Deficit and Recurrent Crises in Emerging Markets: The Turkish Experience In The Aftermath Of Capital Account Liberalization”, Boğaziçi Üniversitesi Research Papers, 2001, s.12

ANBAR Ahmet, , “Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonlarının Temel Özellikleri”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, C.8, S.27, 2009, s.106

ANBAR Ahmet, “Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, C.14, S.1, 2009, s.435.

ANBAR Ahmet, “Hedge Fonlar ve Şeffaflık Sorunu”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S.24, Ağustos 2009, s.20

ARAS, Güler, “Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü” İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C.19, S.225, 2004, ss.81-84

ARDIÇ Hülya, *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi* (TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tez), Ankara, 2004.

ASLAN Eren, Bora SÜSLÜ, “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’ de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, *Yeni Türkiye*, S.41, 2001, s.2

ASLANTAŞ Mesut, Necmi ODYATMAZ, “Para Krizleri”, *Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dünya Ekonomileri Bülteni*, Nisan 1998.

ATİK Hakan A., “Finansal Krizlerin Gölgesinde Yükselen Piyasa Ekonomileri” *Türkiye Kalkınma Bankası, Araştırma Müdürlüğü*, 2005, s.13

AYDIN Faruk M, US Vuslat, “Hedge Fonlar: Eğilimler ve Riskler”, *TİSK Akademi Dergisi*, C.3,S.5, Mart 2008, ss.171-173

AYDIN Mustafa K, *Türkiye Ekonomisinin Dönüşümü: İthal İkamecilikten Dışa Açık Birikim Modeline Savruluş*, Alfa Yayınları, İstanbul, 2007.

AYSAN Ahmet F., “Neoliberal Globalization, the Nation-State and Financial Crises in the Semi-Periphery: A Comparative Analysis”, *Third World Quarterly*, Vol. 21, No. 1, 2000, p.139’

BAER William., and K HARGIS, “Forms of External Capital and Economic Development in Latin America: 1820-1997”, *World Development*, C.25, S.11, 1997, ss.1805-1820

BAILY N. Martin, Diana FARRELL ve Susan LUND, “The Color of Hot Money”, *Foreign Affairs*, C.79, S.2, March-April 2009, s.106

BAL Harun “Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye”, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi: 16.0, 1998, s.19.

Bank of Japan, *Recent Developments in Hedge Fund*, Financial Systems and Bank Examination Department, Financial Markets Department, June 13, 2006.

BANK OF JAPAN, www.boj.or.jp/en/

BANKACILIK KANUNU, 5411 Sayılı Kanun, Madde:3

BAYHAN Aysun, Hedge Fonu Nedir, Özellikleri Nelerdir? Yatırımı Nasıl Yapılır? <https://borsanasiloyunanir.co/hedge-fonlari/>

Berlin Institute for International Political Economy (IPE) <https://www.econstor.eu/>

BİLDİRİCİ Ülkü, *Hedge Fonlar ve Türkiye’ de Uygulanabilirliği* (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, 2013.

BİNAY Şükrü, Kürşat KUNTER, “Mali Liberazileşmede Merkez Bankası’nın Rolü 1980-1997”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara, 1998

Bloomberg, Global Hedge Fund
Index <https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/summary?s=HFRXGL:CBT> Erişim
Tarihi: 15.12.2019

BOZKURT Hilal, Gülten DURSUN, “Türkiye’de Para Krizinin Öncü Göstergeleri: Erken Uyan Sistemi”, Avrupa Araştırmaları Dergisi, C.14, S.1, 2006, s.5.

BUMİN Mete, “Türk Bankacılık Sektörünün Kârlılık Analizi: 2002-2008”, Maliye Finans Yazıları, C.23, S.84, Temmuz 2009, s.3

BURNSIDE Craig, Martin EICHENBAUM, Isaac KLESHCHELSKI ve Sergio REBELO, “The Returns to Currency Speculation”, NBER Working Paper S.12489, 2006, ss..2-5.

BURNSIDE Craig, Martin EICHENBAUM, Sergio REBELO, “Currency Crisis Models”, The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 2nd Edition, 2007, s.7, <https://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/rebelo/htm/currency%20crisis%20models%20Ed.pdf> (06.10.2019)

BÜYÜKBAŞ Hakkı, *ABD, IMF, Uluslararası Serbestleşme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kriz, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, (Ed. Halil SEYİDOĞLU ve Rifat YILDIZ), Arıkan Yayınevi, İstanbul, 2006.

CALVO A. Guillermo, “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, Journal of Applied Economics, C.1, S.1, 1998, s.35

CELASUN Merih, “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, 2002, s.8,

CELASUN Oya, Cevdet DENİZER, Dong HE. “Capital Flows Macroeconomic Management and The Financial System: The Turkish Case 1989-97”, The World Bank Policy Reserch Working Paper 2141, July 1999, ss..1-58.

CELİKEL Danişoğlu Ayşe, “Para Krizleri: Türkiye’ de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi”, İstanbul Üniversitesi, İktisat Bölümü, Sosyal Bilimler Dergisi, C.2, S.11, 2007, s.4

CENGİZ Vedat, Rıdvan KARACAN, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri Ve Ekonomik Sonuçları”, S.15, 2015, s. 335

CHAMBERS Nurgül, “Hedge Fonlar”, Niğde Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Niğde, C.1, S.1, Haziran 2008.s.5

CHANG P.H. Kevin, , Conceptual and Methodological Issues in The Measurement of Capital Flight, International Journal and Finance, 1997.

CHARI V. Varadarajan ve J. Patrick KEHOE, "Hot Money", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department, Staff Report S.228, 2003, p.3.

CİHAN Ömer, *Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*, (Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi), Ankara, 2005.

CLAESSENS Stijn, "Alternative Forms of External Finance: A Survey", The World Bank Research Observer, C.8, S.1, January 1993, ss. 91-117

CORSETTİ Giancarlo, Paolo PESENTI ve Nouriel ROUBINI, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis, Part I:A Macroeconomic Overview", NBER, Working Paper No. 6833, 1998a

COŞKUN Y. Sevil, Zeynep BALATAN, "Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Türk Bankacılık Sektörünün Veri Zarflama Analizi İle Bilançooya Dayalı Mali Etkinlik Analizi", Ege Üniversitesi, *12. İktisat Öğrencileri Kongresi*, İzmir, 7-8 Mayıs 2009, s.24

ÇANKAYA Serkan, "Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği", Kadir Has Üniversitesi, 2015, s.10

ÇETİNKAYA Şahin, "Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü", Sakarya İktisat Dergisi, C.1, S.2, 2012, s.49

ÇİNKO Levent, "Finansal Kriz Teorileri Üzerine Bir Değerlendirme", *Uluslararası Finans Sempozyumu*, 2008, s.5-6

DEMİR Fırat, "A Failure Story: Politics, Society and Financial Liberalization in Turkey", The Paths of Retransformation In The Post Liberalization, Era. World Development, 2004, C.32. S.7-8

DEMİR Gülten, *Asya Krizi ve IMF*, Der Yayınları, b.1, İstanbul, 1999.

DEMİRAL Mehmet, *Türkiye' de Sıcak Para Hareketleri ve Ekonomik Krizler* (Yüksek Lisans Tezi), Niğde, 2008.

DOĞAN Ela, *Türk Mali Sisteminde Sıcak Para Olgusu* (Yüksek Lisans Tezi), Ankara, 2000.

DPT, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Borçlanma, İç ve Dış Borç Yönetimi Özel İhtisas

DRAGHI Mario, "Hedge Funds and Financial Stability", *Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds*, No:10, April 2007, s.41

DROBNY Steven, Para Palas, *Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri*,1.b, Scala Yayıncılık 2009.

DUMRUL Cüneyt, *Para Krizleri ve Bu Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: Teori ve Uygulama* (İktisat Politikası Yüksek Lisans Tezi), TC Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, Ağustos 2003.

EĞİLMEZ Mahfi, Ercan KUMCU; *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*, b.2, Om Yayınevi, İstanbul 2002.

EICHENGREEN Barry, ve diğeri.”Hedge Fund and Financial Market Dynamics”, Occasional Paper, International Monetary Fund, May 15, 1998. Aktaran: Anbar, s.417

EICHENGREEN Barry, “Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?”, Open Economic Review, C.18, S.1, 2007, s.38.

ERB Claude B. (Liberty Mutual Insurance Company), Campbell R. Harvey(Duke University National Bureau of Economic), “Understanding Emerging Market Bonds”, October 21, 1999, s.1

ERCAN Metin, Deniz R Gökçe, “Hedge Fonları” Nedir, Ne Değildir?”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C.15, S.173, Ağustos 2000, s.30

ERÇEL Gazi, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, Kur ve Para Politikası Uygulaması, Para Programları”, TCMB, 1999, <https://www.tcmb.gov.tr/>

ERDEN Lütfü, ÇAĞATAY Oktay H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 29, Sayı 2, 2011, s. 49-67

ERDİNÇ Yaşar, *Para Harekatı*, b.3, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2008.

ERDOĞAN Bülent, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş: Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.

ERDOĞAN Meltem, “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”. DPU Sosyal Bilimler Dergisi, Nisan, 2008, s.3

ERKAN Birol, “Türkiye’de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları”, Manisa, 2004, s.1

ERKEKOĞLU Hatice, Emine BİLGİLİ, "Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, S.24, 2005, ss. 17-18

ERSEL Hasan, Güven SAK, “Sermaye Hareketlerinin Serbest Bırakıldığı Dönemden Bugüne Türkiye Ekonomisi 1989- 1996”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C.12, S.133, 1997, ss. 17-25.

ERTUGAY Yıldız Tuba, “Hedge Fonların İşleyişi”, Yeterlik Etüdü, SPK, İstanbul, 2004, Aktaran: Mehtap K. AKYÜZ Y, “Yapısı İşleyişi ve Genel Özellikleri ile Hedge Fon Gerçeği”, Akdeniz Üniversitesi Uluslar arası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, C.3, S.2, 2001, s. 13

ERTUĞRUL Ahmet ve Erinç YELDAN, ”On the Structural Weaknesses of the Post-1999 Turkish Disinflation Program”, The Turkish Economy in Crisis, London, 2003, s.64.

ERTÜRK Emin, *İktisat Kavram, İlke, Politika*, 3. Baskı, Bursa: Alfa Aktüel, 2011.

European Central Bank, Financial Stability Review, Germany, 2006, s.134.

European Central Bank, “Hedge Funds and Their Implications For Their Financial Stability”, Occasional Paper Series No: 34, Ağustos 2005. ss.5-6

European Fund and Asset Management Association (EFEMA), “Hedge Fund Regulation in Europe”, A Comparative Survey, 2005, s.13 Erişim Tarihi: 05.02.2020

eVestment, Bloomberg

EVGİN Tuba “Dünden Bugüne Borçlarımız”, Hazine Müsteşarlığı, 2000

FAMA Eugene, F., “Forward and Spot Exchange Rates”, Journal of Monetary Economics, C.14, S.3 November, 1984, ss.319-338.

FERGUSON Roger, David LASTER, “Hedge Funds and Systemic Risk”, *Banque de France-Financial Stability Review-A Special issue on Hedge Funds*, No.10, Nisan 2007. Aktaran: Terzi s.30.

FIKIRKOCA Ekin, “Alternatif Yatırım Araçları”, TSPAKB Araştırma ve İstatistik Aylık Yayınlar, Sayı:41, Ocak 2006.s.8

FISCHER Stanley, “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF”, *Asia and the IMF Seminar*, 1997, IMF, <http://www.imf.org/external>

FILIPPO Stefanini, *Investment Strategies of Hedge Funds*, 1.b, West Sussex İngiltere: John Wiley & Sons Inc., 2006 Aktaran: Keler.

Finans Network, “Hedge Fund Paneli”, JP Morgan New York, <https://www.investmentlawgroup.com/starting-a-hedge-fund-keys-to-a-successful-launch/?mktid=GAUSHFI001> (15.12.2019)

FLOOD Robert P, Peter M GALBER, “Collapsing Exchange Rate Regimes”, Journal of International, Economics, 1984, s.1

Fon, <http://www.tdk.gov.tr/index>. (29.09.2019)

FOSTER Dean P., H. Peyton YOUNG, “The Hedge Fund Game: Incentives, Excess Returns, and Piggy-Backing”, 2008, s.10

FRUSH Scott, *Hedge Fund Demystified*, 1.baskı, USA, McGraw-Hill Inc., 2008.

GARCIA F. Valeriano, “Black December: Banking Instability, the Mexican Crisis and Its Effect on Argentina”, World Bank, Washington D.C, 199,

GÜLOĞLU Bülent ve A. Ender ALTUNOĞLU, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, 2002, s.3.

GÜLOĞLU Bülent, “İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel S.1, Eylül-Ekim 2001,

GÜLOĞLU Bülent, Ender ALTUNOĞLU, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, S.27, 2002, s.131

HATTORİ Masazumi, “A Survey on Recent Theories and Empirical Analyses Regarding Currency Crises”, International Department Working Paper Series, 01-E7, Bank of Japan, 2001.

IFSL (International Financial Services London) IFSL (International Financial Services London)
https://www.bde.es/f/webbde/Agenda/Eventos/06/Mar/Fic/CPIS_McKenzie.pdf

INEICHEN M. Alexander, *Absolute Returns – The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, 1.b, New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2003, s.145
Aktaran:Keler s.80.

İŞİK Nihat, Mehmet ALAGÖZ, Metin YILDIRIM, *1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri*, Editörler: Halil SEYİDOĞLU ve R. YILDIZ, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Basım Yayın Dağıtım, İstanbul 2006.

İŞİK Sayım, Koray DUMAN, Adil KORKMAZ, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, *Dokuz Eylül Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi*, C.19, S.1, 2004 s.61.

İNANDIM Şeyda, *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği* (TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi), 2005, Ankara, [https://www.tcmb.gov.tr/\(15.03.2020\)](https://www.tcmb.gov.tr/(15.03.2020))

İNSEL Aysu, Nesrin SUNGUR, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV”, TEK Tartışma Metni, 2003, ss.15-18

İş Yatırım Arbistraj Serbest Yatırım Fonu, <http://www.isyatirim.com.tr> (15.02.2020)

İŞERİ Müge, AKTAŞ Zeynep, “İMKB’ de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)”, *Yaklaşım Dergisi*, S.151, 2005, ss.371-372.

JEAGER Robert A., “All About Hedge Funds” ABD: Mc Graw Hill Company, 2003, s.19

KADIOĞLU Ferya, Zelal KOTAN, Gülbin ŞAHİNBEYOĞLU, “Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000” 2001, <https://www.tcmb.gov.tr/>

KAMBHU John, Til SCHUERMAN ve Kevin J. STİROH, “Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, No. 291, July 2007 s.3.

KAMINSKY Graciela, Saul LİZONDO, Carmen M. REINHART, “Leading Indicators of Currency Crises” IMF Staff Papers, 1997, s.3

KANSU Aydan, *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, Güncel Yayıncılık, b.1., İstanbul, 2006.

KAP, 2018 <https://www.kap.org.tr/tr/>

KARABULUT Gökhan, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Kardeşler Matbaası, b.1 İstanbul, 2002.

KARACAN Rıdvan, Vedat Cengiz, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları” *International Journal of Economic and Administrative Studies*, S.15, 2015, s.334

KARAÇOR Zeynep, “Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000- Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri”, 2001 <http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr> (02.12.2019)

KARASOY Almıla, Kürşat KUNTER ve Vuslat US, “Monetary Transmission Mechanism in Turkey under Free Float Using a Small-Scale Macroeconomic Model”, *Economic Modelling*, C.22, 2005, s.1067.

KARLUK Rıdvan, *Türkiye Ekonomisinde 1980 Öncesi ve Sonrası Yaşanan Krizlere Yönelik İstikrar Politikaları*, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri (Ed. Halil SEYİDOĞLU ve Rıfat YILDIZ), Arıkan Yayınevi, İstanbul, 2006.

KARUNARATNE Neil, “Globalization, Crisis Contagion and the Reform of the International Financial Architecture” 2002, s.6

KAYARKAYA Vedat, *1980 Sonrası Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Bu Krizlerin Getirdiği Bir Sonuç Olarak Banka Konsolidasyonları* (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006.

KAZGAN Gülten, “Türkiye’de Ekonomik Krizler: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme”, DEGEV Yayınları, İstanbul, 2002.

KAZGAN Gülten, *Küreselleşme ve Ulus Devlet: Yeni Ekonomik Düzen*, İstanbul Bilgi Üniv. Yayınları, b.3, İstanbul, 2002a.

KAZGAN Gülten, *Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye’ nin Yeri*, b.2, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1995.

KAZGAN Gülten, “1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler ve İşsizlik; Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme”, 2002b, s.18,

KELER Şahin.A., *Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, 2008.

KENEN Peter B., “The Benefits and Risks of Financial Globalization”, *Cato Journal*, C.27, S.2, 2007, ss.181-182

KEPENEK Yakup, Nurhan YENTÜRK, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitabevi, b.13, İstanbul, 2003.

KİBRİTÇİOĞLU Bengi, Bülent KÖSE ve Gamze UĞUR, “A Leading Indicators Approach to the Predictability of Currency Crises: The Case of Turkey”, *Hazine Dergisi*, S.12, 1999, s.12

Komisyon Raporu, 2000, s.119,

KORKMAZ Turhan, Ali CEYLAN, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, b.3, Ekin Kitapevi, Bursa, 2006.

KOSE Ayhan M., Eswar Prasad, Kenneth Rogoff ve Shang-Jin Wei, “Financial Globalization: A Reappraisal”, IMF Working Paper, 2006, WP:06189, s.27

KOSKA Onur, “Financial Liberalization Era In Turkey Critique On Decree”, S.32, 2005, s.23

KRUG Anita K., “The Hedge Fund Transparency Act of 2009”, Berkeley Law University of California, California, 2009, s.3.

KRUGMAN Paul, “A Model of Balance of Payments Crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking* August 1979, ss. 311-325,

KRUGMAN, Paul, “What Happened to Asia”, *Journal of Money*, 1998, s.3

Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği(KYD) ,”Global Piyasalardan Hedge Fonlara” KYD Aylık Bülten, Kasım 2003, s.6

KÜÇÜKÖZMEN Çoşkun, “Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)”, TC Dışişleri Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, S.27, 2007, s.17

LARSSON Tomas, *Doğu Asya’da Başarısızlık ve Gelişme, Kapitalizm ve Küresel Refah: Kapitalizm Kendini Savunuyor*, b.1, ed Çeviren: Metin TOPRAK, Liberte Yayınları, Ankara, 2003, s.143

LHABİRANT François-Serge, *Handbook of Hedge Funds*, 2.b, West Sussex-İngiltere: John Wiley & Sons Inc., 2007,s.15 Aktaran: Keler.

LYNN Stout,” How Hedge Funds Create Criminals”,*Harvard Business Review*,<https://hbr.org/2010/12/how-hedge-funds-create-crimina> (02.11.2019)

MCCRARY Stuart A, “Hedge Fund Course- Wiley Finance Series”, John Wiley & Sons, Ltd, 2005, s.3-5

MENDOZA Enrique G. ve Katherine A. Smith, “Margin Calls, Trading Costs and Asset Prices in Emerging Markets”, S.9286, 2002, s. 1

MISHKIN Frederic, “Global Financial Instability; Framework, Events, Issues”, *Journal of Economic Perspectives*, C.13, S.4, 1999, p. 4

MONTIEL Peter ve Carmen M. REINHART , “The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s” , 1999, s.5,

MOR Hıdır, “Kriz ve Fırsatlar”, *Dış Ticarete Durum Dergisi*, S.40, Aralık 1998, s. 8.

MUSTIER Jean P., Dubois ALAIN, “Risk and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds”, *Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds*, No:10, April 2007, s.58

NILSEN Jeffrey H., Riccardo ROVELLI, “Investor Risk Aversion and Financial Fragility in Emerging Economies”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, C.11, 2001 s.445.

OBSTFELD Maurice, Kenneth ROGOFF, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, S.5191, 1995 s.6 & Oliver, JEANNE, “Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments, 2000, Special Papers in International Economics, S..20, s.25

OECD, Members Statistics, <http://stats.oecd.org/wbos>

OESTERLE Dale A, “Regulating Hedge Funds”, Public Law and Legal Theory Working Paper Series No.71, New York, 2006, ss.1-33

OKTAR Suat, “Uluslararası Sermaye Akışları ve Sıcak Para”, Ekonomik Yorumlar, S.11, Kasım 1995,s.9’dan HALE David, “Stock Markets In The New World Order”, Columbia Journal of World Business, S.29, 1995

OMOTUNDE Johnson “Financial Risks, Stability, and Globalization”, Overview of Issues and Papers”, 2000, s.21

ONGUN Tuba M., *Türkiye’de Cari Açıklar ve Kriz IMF Politikaları*, Alkım Yayınları, İstanbul, 2002.

ÖNDER Melih, ”Serbest Fonlar: “HEDGE” Fonlarının Türkiye’ye Uyarlaması” Kurumsal Yatırımcı Dergisi, S.17., Nisan-Haziran 2012 ,s.23.

ÖZTÜRK Salih, “1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasaların Gelişimi (Türkiye Örneği)”, Maltepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Toplumsal ve Siyasi Analiz Dergisi, 2003, S.2, s.21

PARADUMNA B.Rana, “Monetary and Financial Cooperation in East Asia: The Chiang Mai Initiative and Beyond”, ERD Working Paper Series, S.6, 2002 <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/109229/1/ewp-006.pdf>

PILBEAM Keith, International Finance, Second Edition, London: Macmillan Pers Ltd. 1998, s.301.

Preqin, 2018, <https://docs.preqin.com/samples/2018-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>

Preqin, 2019,<https://docs.preqin.com/samples/2019-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>

RADELET Steven, Sachs JEFFREY, “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, Brooking Papers on Activity, NBER Working Paper Series, 1998, s.37-40

Recent Developments in Hedge Funds”, Financial Systems and Bank Examination Dept. Financial Markets Department, Bank of Japan Erişim Tarihi: 03.02.2020

Report of The President’s Working Group on Financial Markets, “Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management”, ,Washington, 1999 s.1

RODRİK Dani, Andrés VELASCO,“Short-Term Capital Flows”, NBER Working Paper S.7364, 1999,<http://www.nber.org/papers/w7364.pdf> (15.03.2020)

RONAN Clarke, Chris DAİLEY, Marc FEUSTEL ve Vinay NAİR, “Firewalls: Controlling Short-Term Capital Flows”, *Student Economic Review*, C.14, 2000, ss.209-226.

RYBACK William, A., “Hedge Funds in Emerging Markets”, *Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds*, No:10, April 2007, s.114

SAĞLIK Fatih, “Serbest Yatırım Fonlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Esaslar”, SPK 2008.

SAMUR Cengiz, *Finansal Krizler ve Kriz Yönetme Politikaları 1980 Sonrası Türkiye Örneği* (Doktora Tezi), Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Bursa, 2008

SEC,“Securities Act Of 1993,
<https://venturebeat.com/wp-content/uploads/2010/05/sa33.pdf> erişim tarihi: 17.01.2020

Sermaye piyasası Kurulu, Haftalık Bülten,
<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2008&sayi>
(15.02.2020)

SEYİDOĞLU Halil, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, b.3, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 1992

SEYİDOĞLU Halil, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*, b.13, Gizem Yayınları, İstanbul, 1993.

SEYİTOĞLU Halil, *Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri, Açıklamalı Sözlük*, Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul, 2001(b).

SOMÇAĞ Selim, *Türkiye’nin Ekonomik Krizi: Oluşumu ve Çıkış Yolları*, Bu Memleket Bizim Dizisi: 2, Yayınevi, 1.b, İstanbul, 2006.

SOMMANSON Sara, “The acceleration of corporate bonds made by hedge funds”, (Yüksek Lisans Tezi), Lund Üniversitesi, Hukuk Fakültesi, 2010, s.17

SÖNMEZ Mustafa, *100 Göstergede Kriz ve Yoksullaşma*, Bugünün Kitapları Dizisi, İletişim Yayınları, b.1, İstanbul, 2002.

SPK, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/12/20181220-15.htm>
(02.07.2020)

SPK, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/819> erişim tarihi: 14.02.2020

SPK, Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu, S.2, 2007,s.51 [Http://www.isyatirim.com.tr/Fonlar/Arbitraj_Serbest.aspx](http://www.isyatirim.com.tr/Fonlar/Arbitraj_Serbest.aspx)(15.02.2020)

SPK, *Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ*(Seri:VII,No:29), Madde1. <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=301&ct=f&action=displayfile> (10.03.2012)

STRACHMAN Daniel A, “The Fundamentals of Hedge Fund Managment”, 1.b, Wiley Trading, New Jersey: 2007,ss.3-4

ŞAHİN Hüseyin, *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2009

ŞAHİNÖZ Erkin, “Yabancı Fonlar Çıkmaya Başladı”, <http://arsiv.takvim.com.tr/2008/11/03/yaz1792-3140-101.html> (28.06.2020)

ŞAMILOĞLU Famil, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu*, Gazi Kitabevi, 1.b, Ankara, 2002.

ŞERBETÇİ Kemal, *Hedge Fonların Finansal Piyasalara Etkisi* (Yüksek Lisans Tezi), Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep, 2010.

TAKASBANK, <https://www.takasbank.com.tr/tr>

TARZI Shah M.,“Hot Money and The Emerging Markets: Global Political and Economic Determinants of Portfolio Capital Flows”, The Journal of Social, Political and Economic Studies, C.25, S.1, 2000, s.462.

TCMB, Para Politikası Raporu, Ankara, 2005, ss.28-29

TCMB, Para Politikası Raporu, Ankara, 2018, s,32

TCMB(2020)<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php>

TCMB, TÜİK “Enflasyon Fiyat ve Ulusal Fiyatlar verileri

https://ticaret.gov.tr/data/5e18288613b8761dccc355ce/Ekonomik_G%C3%B6r%C3%BCn%C3%BCm.pdf,

TCMB,<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+İlgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/>

TCMB,ÖdemelerDengesiAltıncıElKitabı-AyrıntılıSunum(1984-2019), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+İlgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/>

TERZİ Nuray, *Hedge Fonlar; Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*, b.1 İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009.

The Golden Dictionary, *Hedge*, İstanbul: Altın Kitaplar,1990

TOKGÖZ Erdinç, *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-2007)*, İmaj Yayınevi, b.8. Ankara, 2007.

TRAN Ninh Q., "Evaluating Hedge Fund Performance" , USA, John Wiley & Sons, 2006, ss.50-58

TUİK, <http://www.tuik.gov.tr/Start.do>

UBİDE Angel, "Demystifying Hedge Funds", Finance and Development, C.43,S. 2,s.1. Aktaran: Terzi.

UBP, "Alternative Investments, New Investments Horizons Hedge Fund" World Konferans Notları, İstanbul, Kasım 2006, s.2 Aktaran: Keler

UNCTAD (1999), Trade and Development Report 1999, Trade, External Financing and Economic Growth in Developing Countries, s.100,<https://unctad.org/en/Pages/Meetings/TDB.aspx>

UNCTAD, Handbook of International Trade and Development Statistics 1995, United Nations Publications, New York, 1997, pp.102-109

UNCTAD,<https://unctad.org/en/Pages/statistics>, IMF World Economic Dataset <https://www.imf.org/en/Data>

US Securities and Exchange Commission Staff Report(2003).

US Securities and Exchange Commission Staff Report, Implications of the Growth of Hedge Funds, Washington D.C USA, September 2003.

UYGUR Ercan, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 22 Mart 2001, s.36.

UYGUR Ercan, "Türkiye'de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği", *İktisat/İşletme ve Finans Dergisi*, C.9, S.100, 1994 ss.43-46.

UYSAL, Yaşar, "Devlet Merkezli Spekülatif Rant Ekonomisi: Oluşumu ve Sonuçları", Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt 44, Sayı 511, 2007, s. 44.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., TürevAraçlar Lisanslama Rehberi, İzmir, VOB, 2008.

VARLIK Cemil, "İkiz Krizler: Para Krizleri İle Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar" Ekonomik Yaşam Dergisi, C.1, S.42-43, 2002, s.160.

VERGİL Hasan, Çoşkun KARACA, "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi", Ege Akademik Bakış, C.10, S.4, 2010, ss.1207-1209.

WEBER A. Axel, "Hedge Funds: A Central Bank Perspective", *Financial StabilityReview: SpecialIssue on Hedge Funds, Banque de France*, No.10, April 2007,s:162-164 Aktaran:Terzi ,s.72.

WHITE Lawrance, *Küresel Finansal Piyasalar ve Uluslar arası Para Fonu*, “İç. Kapitalizm ve Küresel Refah: Kapitalizm Kendini Savunuyor”, Ed lan Vasquez, Çev. Ekrem ERDEM, Liberte Yayınları, 1. Baskı, 2003, s.258.

WORLD BANK (1998), *GDF 1998*, Washington D.C., p.552; Ziya ÖNİŞ ve

World Bank, “Global Development Finance: External Debt of Developing Countries”, 2019.

World Bank, *GDF 2001*, Washington D.C, 2001, ss..36-37.

World Economic Outlook (1999) (Aktaran: Mishkin F.S., “Global Financial Instability; Framework, Events, Issues”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, Num 4, Fall 1999, s.4) Erişim Tarihi: 12.12.2019.

YAYAR Rüştü, “Türkiye’de Sürdürülebilir Cari Açık”, *YDÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, C.7, S.1. ,2014 s..118-148.

YELDAN Erinç, “2001 Krizi Sonrasında Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken”, *Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı*, Malatya: İnönü Üniversitesi, 2006, s.23.

YELDAN Erinç, “İstikrar, Kim İçin?: Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”, 2002 www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf, s.9.

YELDAN Erinç, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, b.4, 2001.

YELDAN Erinç, *Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Tezi), Bilkent Üniversitesi, Ankara, 2004.

YENTÜRK Nurhan, “Sıcak Para Girişi ve Reel Sektör”, *Türk- İş Yıllığı* C.2, 1996, s.250.

YENTÜRK Nurhan, *Körlerin Yürüyüşü*, Bilgi Üniversitesi Yayınları, b.2, İstanbul, 2005.

YESİLÜRDÜ Taliye, “Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar”, *Yeterlilik Etüdü*, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, ,Ankara, Temmuz 1998, s.39

YESİLÜRDÜ Taliye, ”Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Temmuz 1998, Ankara, s.120

YILDIZ Ertugay Tuba “Hedge Fonların İşleyişi”,SPK Yeterlilik Etüdü, İstanbul, Haziran 2004.s.2

YILMAZ Durmuş, “Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı Hangi Aşamadayız?”, TCMB, Ankara

<https://www.bloomberght.com/ekonomik-veriler-ve-gundem> (15.12.2019)

<https://www.paraborsa.net/>(28.01.2020)

<https://www.takasbank.com.tr/tr/istatistikler/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi> (30.06.2020)

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview200612en.pdf>(20.06.2020)

<http://www.eurekahedge.com> (15.02.2020)

<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/70081> (20.02.2020)

<http://esk.dpt.gov.tr/>(17.04.2020)

<https://www.borsaistanbul.com/> (20.04.2020)

<https://tr.investing.com/indices/ise-100-historical-data> (20.04.2020)

<http://www.mahfiertilmez.com/2019/04/krizden-cksn-anahtar.html> (70.05.2020)

<https://www.investopedia.com/terms/o/offshore.asp> erişim tarihi: 28.12.2020