



T. C.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

FİNANSAL KIRILGANLIK VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Ayşegül AKGÜL

BURSA- 2018



T. C.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

FİNANSAL KIRILGANLIK VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Ayşegül AKGÜL

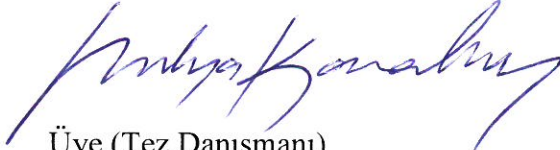
Danışman:

Prof. Dr. Hülya KANALICI AKAY

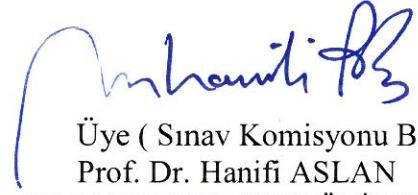
BURSA- 2018

T.C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

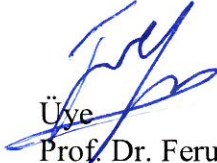
İktisat Politikası Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı'nda 701411006 numaralı Ayşegül AKGÜL'ün hazırladığı "Finansal Kırılganlık ve Türkiye Örneği" konulu Yüksek Lisans ile ilgili tez savunma sınavı ~~07.07/2018~~ ^{06.07/2018} - ~~09.00-10.00~~ saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin ..~~başarısız~~ ^{başarılı}..... (başarılı / ~~başarısız~~) olduğuna ...~~oybirliği~~ ^{oybirliği}..... (oybirliği / ~~eyçokluğu~~) ile karar verilmiştir.



Üye (Tez Danışmanı)
Prof. Dr. Hülya KANALICI AKAY
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ



Üye (Sınav Komisyonu Başkanı)
Prof. Dr. Hanifi ASLAN
HASAN KALYONCU ÜNİVERSİTESİ



Üye
Prof. Dr. Ferudun YILMAZ
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

06/07/2018



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 21/05/2018

Tez Başlığı / Konusu: Finansal Kırılganlık ve Türkiye Örneği

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarında oluşan toplam 134 sayfalık kısmına ilişkin, 21/05/2018 tarihinde şahsım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından (Turnitin)* aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 14 'tür.

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.

Tarih ve İmza

18/06/2018

Adı Soyadı: Ayşegül AKGÜL

Öğrenci No: 701411006

Anabilim Dalı: İktisat Anabilim Dalı

Programı: İktisat Politikası

Statüsü: Y.Lisans Doktora

Danışman

(Adı, Soyad, Tarih)

Prof. Dr. Hilmiye AKAY

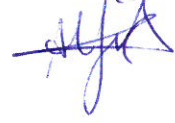
* Turnitin programına Uludağ Üniversitesi Kütüphane web sayfasından ulaşılabilir.

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Finansal Kırılganlık ve Türkiye Örneği” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

Tarih ve İmza

21/05/2018



Adı Soyadı: Ayşegül AKGÜL

Öğrenci No: 701411006

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: İktisat Politikası

Statüsü: Yüksek Lisans

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı	: Ayşegül AKGÜL
Üniversite	: Uludağ Üniversitesi
Enstitü	: Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	: İktisat
Bilim Dalı	: İktisat Politikası
Tezin Niteliği	: Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı	: XI+ 134
Mezuniyet Tarihi	: 06/07/2018
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. Hülya KANALICI AKAY

FİNANSAL KIRILGANLIK VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Kırılgnlık, öngörülemeyen olayların neden olduğu negatif etki anlamına gelmektedir. Ekonomik ve finansal kırılgnlık olmak üzere ikiye ayrılarak incelenmektedir. Ekonomik kırılgnlık; makroekonomik ve mikroekonomik olarak iki kola ayrılmaktadır. Farklı kavramlar gibi gözükmesine rağmen mikroekonomik ve makroekonomik kırılgnlık iç içe geçmektedir. Çalışmanın esas konusu olan finansal kırılgnlık ise, Ana Akım ve Post Keynesyen iktisatta birbirinden oldukça farklı olarak tanımlanmakta ve açıklanmaktadır. Son yıllarda sıkça karşılaşılan finansal kırılgnlık kavramı, finansal krizlerin önüne geçebilmeyi sağlamaktadır. Bu bağlamda, iktisatçılar tarafından birçok gösterge oluşturulmuş ve farklı yaklaşımlar kullanılarak finansal kırılgnlığı izah etmek ve önceden tahmin etmek amaçlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı, kırılgnlık kavramından yola çıkarak finansal kırılgnlığı tüm yönleriyle ele almaktır. İlk iki bölümde, finansal kırılgnlık kavramı teorik olarak açıklanmaktadır. Son bölümünde ise; dokuz gösterge kullanılarak, 1998 (Q2)- 2017 (Q1) dönemleri arası, logit model aracılığıyla analiz edilmektedir.

Anahtar Sözcükler: Kırılgnlık, Finansal Kırılgnlık, Logit Model

ABSTRACT

Name and Surname	: Ayşegül AKGÜL
University	: Uludag University
Institution	: Social Science Institution
Field	: Economics
Branch	: Economic Policy
Degree Awarded	: Master
Page Number	: XI+ 134
Degree Date	: 06/07/2018
Supervisor	: Prof. Dr. Hülya KANALICI AKAY

FINANCIAL FRAGILITY AND THE CASE OF TURKEY

Fragility means negative effect that is caused by unforeseen circumstances. It is studied in two subjects as economical and financial fragility. Economical fragility has two different subjects: macro economical and micro economical fragility. Although it appears as two different terms, they are both interwoven. Financial fragility, the main subject of this study, is defined and explained differently in main steam economics theory and Post Keynesian economics. Frequently used in recent years, the term financial fragility prevents financial crises. In this context, many indicators have been created by economists and it is aimed to explain and anticipate financial fragility using different approaches.

The aim of this study is to study the financial fragility in its all aspects, starting from the concept of fragility. In the first two chapters, the concept of financial fragility is theoretically explained. In the last part, it is analyzed by logit model between the eras 1998 (Q2)-2017 (Q1) using nine indicators.

Keywords: Fragility, Financial Fragility, Logit Model

ÖNSÖZ

Araştırmamın tüm aşamalarında değerli görüşlerini ve yardımlarını hiçbir zaman esirgemeyen, çalışmama titizlikle yön veren ve öğrencisi olmaktan her zaman gurur duyduğum danışman hocam Hülya KANALICI AKAY'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Süreç boyunca bilgi ve katkılarıyla yolumu aydınlatan, daima en iyisini yapmam için sabrını ve hoşgörüsünü benden esirgemeyen kıymetli hocam Yrd. Doç. Dr. Filiz GAYGUSUZ ERYILMAZ'a sonsuz teşekkürü bir borç bilirim.

Hayatın her alanında başarılı olabilmenin çalışmaya, sabıra, anlayışa dayalı olduğunu öğreten ve araştırmam süresince her daim yanımda olan değerli aileme; çalışmamın hazırlanma süreci boyunca beni yalnız bırakmayan başta H. Nehrin TUNALI olmak üzere bütün arkadaşlarıma; son olarak sevgisini ve desteğini derinden hissettiğim değerli eşim Erdem AKGÜL'e sonsuz teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	
YEMİN METNİ	
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar	x
KISALTMALAR	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM (FİNANSAL KIRILGANLIK)

1. KIRILGANLIK TANIMI	4
2. KIRILGANLIĞIN SINIFLANDIRILMASI	11
2.1. Ekonomik Kırılğanlık	11
2.1.1. Mikroekonomik kırılğanlık	12
2.1.2. Makroekonomik kırılğanlık ve türleri	13
2.1.2.1. Yapısal kırılğanlık	16
2.1.2.2. Konjonktürel kırılğanlık	18
2.1.3. Ekonomik kırılğanlık göstergeleri	19
2.1.3.1. Zayıf yönetim ve kurumsal kapasite	19
2.1.3.2. Düşük ekonomik performans ve dengesiz kalkınma	20
2.1.3.3. Otorite boşluğu ve güç kullanma tekelinin kaybedilmesi	20
2.1.3.4. Yaygın yolsuzluk ve şeffaflık eksikliği	21
2.1.3.5. Demokratik kültür eksikliği	21
2.1.4. Ekonomik kırılğanlık nedenlerine kırılğanlık indeksiyle bakış	22
2.2. Finansal Kırılğanlık	30
2.2.1. Ana akım iktisatta finansal kırılğanlık	30
2.2.2. Post Keynesyen iktisatta finansal kırılğanlık	34
2.2.3. Finansal istikrarsızlık hipotezi	38

2.2.4. Finansal istikrarsızlık hipotezine katkı ve eleştiriler	44
3. FİNANSAL KIRILGANLIĞIN NEDENLERİ	48
3.1. Finansal Sektördeki Zayıflıklar	48
3.2. Finansal Liberalizasyon	49
3.3. Dışsal Şoklar	52
3.4. Hatalı Politika Uygulamaları	53
3.5. Asimetrik Bilgi	54
3.6. Politik İstikrarsızlık	57

İKİNCİ BÖLÜM (FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİ)

1. FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİNİN ÖNEMİ	60
2. FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİNİN TASNİFİ	61
2.1. Cari İşlemler	61
2.1.1. Cari işlemler dengesi	62
2.1.2. İhracat ve ithalattaki değişmeler	66
2.1.3. Dış ticaret haddi	69
2.1.4. Reel döviz kuru	69
2.2. Finansal Sektör	70
2.2.1. M2 para arzı	70
2.2.2. Reel faiz oranı	72
2.2.3. Yurtiçi krediler/ GSYH	72
2.2.4. Hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler	73
2.2.5. Finansal sektör ile ilgili diğer rasyolar	75
2.3. Sermaye Hareketleri	76
2.3.1. Kısa vadeli sermaye hareketleri	78
2.3.2. Doğrudan yabancı yatırımlar	80
2.3.3. Uluslararası rezervler	82
2.3.4. Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları	83
2.4. Kamu Maliyesi	84
2.4.1. Kamu borcu	84
2.4.1.1. Kamu dış borcu	86
2.4.1.2. Kamu iç borcu	90

2.4.2. Bütçe açığı	91
2.5. Reel Sektör	93
2.5.1. Sanayi üretim endeksi	93
2.5.2. Kapasite kullanım oranı	94
2.5.3. Enflasyon oranı	94

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
(FİNANSAL KIRILGANLIĞIN
TÜRKİYE AÇISINDAN AMPİRİK ANALİZİ)

1. FİNANSAL KIRILGANLIĞIN ÖNCEDEN TEŞHİSİ İÇİN ERKEN UYARI SİSTEMİ KAVRAMI VE KULLANILAN YAKLAŞIMLAR.....	96
1.1. Sinyal Yaklaşımı	97
1.2. Nitel Tercih Modelleri.....	99
1.2.1. Doğrusal olasılık modelleri	101
1.2.2. Logit model	102
1.2.2.1. İkili (Binominal/ Binary) lojistik regresyon	105
1.2.2.2. Sıralı (Ordinal) lojistik regresyon	106
1.2.2.3. Çok kategorili lojistik regresyon.....	106
1.2.3. Probit model.....	107
1.2.4. Tobit model.....	108
2. UYGULAMA	109
2.1. Uygulamanın Konusu ve Amacı	109
2.2. Veri Seti ve Uygulamanın Yöntemi	109
2.3. Elde Edilen Bulgular ve Yorumu	110
SONUÇ	115
KAYNAKLAR	119

TABLÖLAR

Tablo 1: Gösterge Performans Matrisi	99
Tablo 2: Logit Analiz Sonuçları	110



KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BM: Birleşmiş Milletler

CIF: Mal Bedeli, Sigorta, Navlun

DFID: İngiltere Uluslararası Kalkınma Bakanlığı

FED: Federal Rezerv Sistemi

FOB: Gemiye Yükleyerek Teslim

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GSYH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

KLR Modeli: Kaminsky, Lizondo ve Reinhart Modeli

OECD: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TFV: Toplam Faktör Verimliliği

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

UNDP: Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı

USAID: ABD Uluslararası Kalkınma Ajansı

GİRİŞ

Küreselleşme ve liberalleşme, birçok finansal krizi beraberinde getirmektedir. Herhangi bir ülkede baş gösteren finansal kriz, başka ekonomilere de yansımakta sonuçta küresel hale gelmektedir. Bilhassa gelişmekte olan ülkeler üzerinde daha büyük etki yaratan finansal krizleri önleyebilmek için çeşitli çalışmalar yapılmaya ihtiyaç duyulmuştur. Böylece, bireyler ve firmalar geleceğe dair bilgi sahibi olacak ve bu doğrultuda hareket edeceklerdir.

Kırılganlık terimi bünyesinde olumsuzluk barındırmaktadır. Kırılgan bir ekonomi krize açık hale gelmekte; kalkınmada ve ekonomik büyümede başarısız olmaktadır. Finansal kırılganlık kavramı ortaya çıkmadan önce iktisatçılar ve kurumlar yalnızca “kırılganlık” kavramını kullanmaktaydılar. Kırılganlık kavramı üzerinde de bazı ortak noktalar olmasına rağmen tam bir görüş birliğine varılamamakta dolayısıyla iktisatçılar ve kurumlar farklı tanımlamalar yapmaktaydılar.

Kırılganlık kavramının başarılı bir şekilde analiz edilebilmesi için tasnif etme yoluna gidilmiştir. Bu bağlamda söz konusu kavram “ekonomik” ve “finansal” olarak iki kısma ayrılmıştır. Yapılan ilk çalışmalar, daha çok ekonomik kırılganlık üzerine olmaktadır. Finansal kırılganlık ise, ekonomik kavramının fazlaca dikkate alınmadığı makroekonomik göstergelere ve onların değişimine odaklanmaktadır. Dolayısıyla finansal kırılganlık kavramı içerisinde bahsedilen göstergeler önemli yer tutmaktadır. Çünkü finansal kırılganlık göstergeleri aracılığıyla bir kriz beklentisinin bulunup bulunmadığı anlaşılmakta, bu doğrultuda ekonomiye yön verilmektedir.

Bu çalışmanın amacı; finansal krizleri öngörebilmeye yardımcı olan finansal kırılganlık kavramının ortaya çıkışını ve özelliklerini açıklamak, akabinde bir ekonomide finansal kırılganlığın var olup olmadığını anlamaya yarayan ve bu konu hakkındaki literatürde önemli bir yere sahip olan finansal kırılganlık göstergelerini ayrıntısıyla incelemek, son olarak seçilen finansal kırılganlık göstergeleri ile Türkiye üzerine ekonometrik bir çalışma ortaya koyarak finansal kırılganlığın Türkiye’ye etkilerini incelemektir.

Türkiye, çoğu gelişmekte olan ülke gibi, önlem alınmazsa finansal krizlerle karşı karşıya kalma ihtimali yüksek olan bir ülkedir. Bilindiği gibi Türkiye’de, 1970’li yılların

sonlarından beri sıklıkla finansal kırılganlık süreçleri yaşanmış hatta daha ileri boyut olan finansal krizlerle baş edilmeye çalışılmıştır. Finansal liberalizasyon, politik istikrarsızlık ya da finansal sektördeki zayıflıklar gibi birbiriyle etkileşim içinde olan birçok neden finansal kırılganlıkların yaşanmasına zemin hazırlamıştır. Yaşanan finansal kırılganlıklar, bazı makroekonomik göstergelerdeki değişimle kendini ele vermektedir. Bu noktada her ülke, “Hangi göstergeler ekonomimiz için kriz sinyali veriyor ve bu göstergelerdeki değişim nasıl normal seyrine dönebilir?” sorusunu kendine doğru zamanda sormalıdır. Şayet sorunun yanıtı da doğru cevaplanırsa kırılgan dönemin önüne geçilecek ve finansal krizlerin yarattığı ağır maliyetlerle ve zararlarla karşılaşılmayacaktır.

Finansal kırılganlık üzerine hazırlanan çalışmalar, literatürde günden güne yerini sağlamlaştırmaktadır. Son yıllarda, gerek yerli gerekse yabancı yazında finansal kırılganlık en fazla çalışılan alanlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Prof. Dr. İhsan Ersan ve Arş. Grv. Semra Taşpunar tarafından hazırlanan “Kriz Geliyorum Der mi?” adlı çalışma; Yrd. Doç. Dr. Umut Çakmak’ın hazırladığı “Finansal Kırılganlık Endeksi (Türkiye 1989- 2011) ve Yorumlar” adlı çalışma; Seçil Aysed Kaya Bahçe tarafından hazırlanan “Minskian Yaklaşımla Türkiye’de Finansal Kırılganlık” adlı çalışma; Ali Arı ve Rüstem Dağtekin tarafından hazırlanan “Early Warning Signals of the 2000/ 2001 Turkish Financial Crisis” gibi çalışmalar söz konusu yazında yer bulan çalışmalardan sadece birkaç tanesidir.

Çalışmanın ilk bölümünde, kırılganlık kavramı tanımlanmakta, kapsamlı bir şekilde izah edilmektedir. Ardından, önce ekonomik kırılganlık sonra finansal kırılganlık kavramları açıklanmakta ve çalışmanın temelini oluşturan finansal kırılganlığın iktisat okulları tarafından yapılan çeşitli tanımlamalara ve açıklamalarına yer verilmektedir. Finansal kırılganlığın çözüm yollarının izahıyla da birinci bölüme son verilmektedir.

İkinci bölümde, ekonomide kırılganlığın olup olmadığını anlamaya yardımcı olan, finansal kırılganlık göstergeleri yer almaktadır. Söz konusu göstergeler; cari işlemler, finansal sektör, sermaye hareketleri, kamu maliyesi ve reel sektör olmak üzere beş kategori altında ayrıntısıyla incelenmektedir.

Üçüncü bölümde ise, finansal krizleri önceden tahmin edebilmek için geliştirilen yaklaşımlar izah edilmekte ve bu yaklaşımlardan biri olan logit model üzerinde fazlaca

durulmaktadır. Bunun nedeni, logit model kullanılarak 1998 (Q2)- 2017 (Q1) dönemleri arasında seçilen dokuz gösterge ile Türkiye için analiz yapılmakta ve ardından analizin sonuçlarına yer verilmektedir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KIRILGANLIK

1. KIRILGANLIK TANIMI

Kırılğanlık kavramı, iktisadi ve yaygın olan tanımı, öngörülmeleyen olaylar tarafından negatif etki anlamına gelmekte ve zarar görme riski olarak tanımlanmaktadır¹. OECD tarafından 2015 yılında kırılğanlık tanımı güncellenmiştir. Güncellenen tanıma göre kırılğanlık, düşük kapasiteyle birleşen yüksek riske maruz kalmak olarak ifade edilmekte ve şiddeti, çatışmayı, geri kalmışlığı, uzayan siyasi krizleri beraberinde getiren bir olgu olarak tanımlanmaktadır.² Bu bağlamda, farklı bilimsel disiplinler risk kavramı üzerinde durmuşlar ve riskin farklı bileşenleri üzerine odaklanarak kırılğanlık tanımı yapmışlardır. Ancak, farklı bilimsel disiplinlerin yaptıkları kırılğanlık tanımlarının ortak olan yönü, riskin yarattığı kaygıdan dolayı sistemin negatif olarak değişime uğraması şeklinde açıklanmaktadır.

Kırılğanlık tanımı, kavramı inceleyenlerin bakış açısına ve farklı ekonomik birimlere göre değişiklik göstermektedir. Kavram hem iktisatçılar hem de dünyadaki bazı kurumlar tarafından tanımlanmaktadır. Ancak, yapılan kırılğanlık ve kırılğan ülke tanımlamaları konusunda kurumlar arasında da tam olarak bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bazı araştırmalar; kırılğanlığı makro seviye şoklara, doğal tehlikelere ve açlığa bağlamaktadır. Tüm bu çalışmaların temelini etkileyen; ekonomik krizler, iç ve dış şoklar, doğa koşulları, açlık gibi karşılaşılan durumlar, iktisadi birimlerin elinde olmayan ve beklenmedik olaylar olarak karşımıza çıkmaktadır.

İktisat sisteminde hanehalkı önemli bir yer tuttuğundan, kırılğanlığın temelinde de hanehalkının yoksullaşması yatmaktadır.³ Hanehalkının yoksullaşma durumu ise devletin yoksullaşmasında etkili olmaktadır. Cannon, kırılğanlık kavramını doğal tehlikeleri ele alarak açıklamıştır. Çalışma kırılğanlık, esneklik ve toplum kavramları

¹ Patrick Guillaumont, "On the Economic Vulnerability of Low Income Countries", *CERDI-CNRS, Université d' Auvergne, Second draft, (1999), s.4.*

² OECD, "States of Fragility Report", <http://www.oecd.org/dac/conflict-fragility-resilience/states-of-fragility-report-series.htm>, (02.09.2016).

³ Kimm Gnanon, "Does Structural Economic Vulnerability Matter for Public Indebtedness in Developing Countries?", *France, Serie Etudes Et Documents Du CERDI (2012), s. 5.*

üzerinde durularak açıklanmaktadır. Ayrıca Cannon kırılabilirlik kavramının; yoksulluk, yoksunluk, marjinalleşme gibi durumlarla karıştırıldığını ifade etmektedir. Cannon'a göre kırılabilirlik yaşanan felaketten sonra ortaya çıkmakta ve felaketten etkilenenler de savunmasız gruplar olmaktadır. Cannon kırılabilirliği; geçim gücü ve esneklik, sağlıklı yaşam, nefis-i müdafaa, sosyal koruma, denetim ve kontrol olmak üzere beş bileşende toplamaktadır. Bu beş bileşen ne kadar güçlü olursa kırılabilirlik o kadar azalmaktadır. İnsanların sağlıklı yaşamını ve nefis-i müdafasını geçim gücü ve esneklik belirlemektedir. Geçim gücü, dayanıklılık ve esneklik kavramlarını kapsamaktadır. Ayrıca yönetim türlerindeki farklılaşma, insanlar arasında geçim gücünü doğrudan etkilemektedir. Toplumun yönetim yapısı, gelirin ve varlıkların nasıl dağıtılacağı üzerinde etkili olmaktadır. Elbette bu durum, farklı insanların geçim gücünü olumlu ya da olumsuz etkileyecektir. Bir diğer bileşen olan sağlıklı yaşam, hem beslenme durumunu hem de fiziksel ve zihinsel sağlığı ifade etmektedir. Nefis-i müdafaa bileşeni ise, gelirin ve kaynakların bilinen tehlikelere karşı korunmada kullanıldığı anlamına gelmektedir. İşleyişte yönetimle güçlü bir ilişki içinde olan sosyal koruma ise, insanların kendilerini koruyamadığı durumlarda karşımıza çıkmaktadır. Son bileşen olan denetim ve kontrol ise, sosyal korumanın kalitesini belirlemekte ve varlıkların tahsisini sağlamaktadır. Kötü bir yönetim, başarısız veya yetersiz sosyal korumaya yol açmaktadır. Aynı zamanda hükümetin eşit olmayan gelir ve varlık dağılımı, diğer bir bileşen olan geçim gücünü olumsuz yönde etkilemektedir.⁴

Andrews ve Flores ise kırılabilirlik kavramını gıda krizlerine dayandırarak açıklamıştır. Söz konusu çalışmada farklı kırılabilirlik durumlarında, sürekli ve uzun süren yiyecek krizlerinin analizi yapılarak kırılabilirlik kavramı açıklanmaya çalışılmaktadır. Ayrıca, devletlerin ve hane halklarının kırılabilirliğinin açlığa karşı olduğuna da değinilmektedir.⁵

Loayza ve Raddatz ise kırılabilirliği; iç, dış, finansal ve ekonomik şoklara bağlayarak dile getirmiştir. Çalışmada, makroekonomik oynaklığın nedenleri arasında olan ticaret dalgalanmalarının, dışsal şokların önemli kaynağı olduğu üzerinde durulmaktadır. Ayrıca

⁴ Terry Cannon, "Reducing People's Vulnerability to Natural Hazards: Communities and Resilience", *London, United Nations University, World Institute for Development Economics Research*, Research Paper, No. 34 (2008), ss. 1- 3.

⁵ Colin Andrews, Margarita Flores, "Vulnerability to Hunger: Improving Food Crises Responses in Fragile States", *United Nations University, World Institute for Development Economics Research*, Research Paper, No. 42 (2008), s. 1.

ekonomünün reel tarafını etkileyen dışsal şokların yurtiçi koşullar tarafından belirlendiğine ve bu durumun makroekonomik istikrarı etkilediğine değinilmektedir. Bu bağlamda çalışma, kırılğanlığın yurtiçi kaynaklarının geleneksel analizi üzerine kurulmakta yani yerli para, dövizde ve mali alanlarda makroekonomik politika tepkileri açıklanmaktadır.⁶

Bazı devletleri tanımlamak için 21. yüzyılın başlangıcından itibaren kullanılan “kırılğan” ifadesi, hem tarihsel hem de analitik olarak fazlaca tartışılan bir terimdir. Tarihsel eleştiri; güney ülkeleri tarafından çatışma ve baskı unsurlarına maruz kalan kuzey ülkeleri, bu baskı ve çatışmaları yaşamadan devletleşmek istiyordu. Oysaki Avrupa ve Amerika kıtasındaki devletleşme süreçleri de uzun yıllar yaşanan şiddet ve baskı dönemlerinin neticesinde bugünkü halini almıştır. Kuzey ülkeleri bu durumu göz ardı etmektedir. Analitik eleştiriye göre ise, kırılğanlık kavramı çoğu devletin kendilerine ait özelliklerini ve hükümet yapılarını göz önüne almadan bu ülkeleri tek bir grupta birleştirmektedir.⁷ Oldukça yüksek kırılğanlık endeksine sahip Somali ile çok düşük kırılğanlık endeksine sahip Danimarka’yı aynı grup içerisine yerleştirmek söz konusu bu eleştirinin haklılık payının olduğunu göstermektedir.

Kırılğanlık kavramı üzerine yapılan tarihsel ve analitik eleştirilerden yola çıkarak, farklı kırılğanlık çeşitlerinin olduğunu ve kırılğanlığı önleyebilmek için farklı politikaların uygulanması gerektiği sonucuna varabilmekteyiz. Ayrıca, yakın dönemlerde devletlerin yapısal sıkıntıları literatürde ifade edilirken “kırılğan ülke” ifadesinden başka olarak, “devletlerin kırılğanlığı”, “sorunlu ortamlar” ve “kırılğan durumlar” tabirleri de kullanılmaktadır. Farklı bir ifadeyle, yapılan birçok eleştiriye göre “kırılğan ülke” terimi olumsuz bir izlenim yaratmaktadır ve başarılı devlet kavramından uzaklaştığını göstermektedir.

Avrupa Güvenlik Stratejisi (European Security Strategy) bir ülkeyi tehdit eden temel beş durum üzerinde durmaktadır. Bu beş tehdit; terörizm, kitle imha silahlarının yayılması, bölgesel çatışmalar, kötü yönetim ve organize suçlardır. Görüldüğü gibi “devlet başarısızlığı” bu beş temel tehditten biri olmakta ve bu tür potansiyele sahip

⁶ Norman V. Loayza, Claudio Raddatz, “The Structural Determinants of External Vulnerability”, *U.S.A., The World Bank Economic Review*, Vol. 21, No. 3 (2007), s. 360.

⁷ Deniz Göle, *Kırılğan Devletlere Yönelik Kalkınma Yardımları: Uzmanlık Tezi*, No. 2852, Ankara: Kalkınma Bakanlığı, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2013, s. 7.

devletler “kırılgan ülke” olarak adlandırılmaktadır. Bir devlet kırılgan hale, kötü yönetişimin (yolsuzluk, gücü kötüye kullanma, zayıf kuruluşlar ve sorumluluk eksikliği) ve sivil çatışmanın var olmasından dolayı gelmektedir. Bu durum devleti içinden yıpratmakta ve hatta bazı durumlar devletin çöküşünü beraberinde getirmektedir. Avrupa Güvenlik Stratejisi, kırılgan ülkelere karşı diplomatik, politik ve askeri araçların tümünün, uyumlu ve etkili bir biçimde kullanılması gerektiğini önermektedir. Bu noktada kırılgan ülke, “halkının büyük bir kısmı için, kamu hizmetleri, yönetim ve güvenlik gibi en önemli fonksiyonları gerçekleştiremeyen devlet” olarak ifade edilmektedir.⁸

OECD ise, tek tanımı olmayan “kırılgan ülke” kavramının, her ülkeye ve kuruluşa göre farklı tanımlamaları olmasına rağmen bazı ortak özelliklerinin bulunduğu üzerinde durmaktadır. Kırılgan ülkeler, kalkınmayı engelleyen kontrol eksikliği yaşamaktadırlar. Uzun vade planları ve yatırımlar için çok fazla istikrarsızdırlar. Toplum temel ihtiyaçlarını sağlayabilmek için kısa vadeli planlara odaklanmaktadır. Kırılganlık toplumun kendi iç dinamiklerinden kaynaklanabildiği gibi; doğal felaketler ya da bölgesel çatışmalar gibi dış faktörlerden de kaynaklanabilmektedir. OECD, kalkınma politikaları ve yoksul yanlısı politikalar uygulamak için siyasi taahhüt eksikliği yaşayan ve yetersiz kapasiteye sahip olan ülkeleri “kırılgan ülke” olarak tanımlamaktadır. Devletin kırılganlığı, sivil toplumun gücü ve sosyal sermaye yaygınlığının bir fonksiyonu şeklinde olmaktadır. Güçlü bir toplum, devletin fonksiyon eksikliğini yeniden oluşturabilmektedir. Tüm bunlara ek olarak, OECD devletin temel fonksiyonlarını; devletin topraklarında güvenliği sağlamak, ekonomik kalkınmaya olanak tanımak ve nüfusun temel ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamak şeklinde sıralamaktadır.⁹ OECD kırılgan ülke sorununa çözüm olarak, uluslararası aktörlerin istikrarsızlık ve çatışma riskinin en yüksek olduğu yerlerde hızlıca harekete geçmeye hazır olması gerektiği üzerinde durmaktadır.¹⁰

İngiltere Uluslararası Kalkınma Bakanlığı (DFID) kırılgan ülkeyi, özellikle yoksullar olmak üzere nüfusun büyük çoğunluğuna karşı temel işlevlerini yerine getirmekte başarısız olan devlet olarak tanımlamaktadır. İngiltere Uluslararası Kalkınma Bakanlığı

⁸ European Security Strategy, “A Secure Europe In A Better World”, Brussels, 2003, ss. 3- 5.

⁹ OECD, “Service Delivery in Fragile Situations, Key Concepts, Findings and Lessons”, Paris, *Off-print of the Journal on Development*, Vol. 9, No. 3 (2008), ss. 13- 14.

¹⁰ OECD, “Principles For Good International Engagement In Fragile States & Situations, Conflict and Fragility International Engagement In Fragile States: Can’t We Do Better?”, Paris, *OECD Preliminary Version* (2011), s. 48.

kırılgan ülkelerin özelliklerini şu şekilde sıralamaktadır: Kırılgan ülkeler bölgesel ve küresel güvenliği istikrarsızlaştırabilir. Kırılgan ülkelerde krizlere geç yanıt verilmesinin maliyetleri yüksektir. Son olarak, kırılgan ülkelerde yoksulluk yaygındır.¹¹ DFID, kırılgan ülkeleri “isteklilik (siyasi irade) ve kurumsal kapasite” temelinde üçe ayırarak incelemektedir. İlki, kapasite olarak zayıf ama siyasi irade açısından istekli devletlerdir. Şöyle ki, kırılganlık ile ilgili sorunlarını çözmeye aciz ama sorunların üstesinden gelebilmek için istekli olan devletler olarak açıklanabilmektedir. İkincisi, kapasite bakımından güçlü ama siyasi irade açısından isteksiz olan devletlerdir. Yani yüksek gelir seviyesine sahip olan ancak siyasi elitler bu gelirleri elde etmek üzerine odaklanan devletler olarak karşımıza çıkmaktadır. Üçüncüsü ise, kapasite bakımından yetersiz ve siyasi irade açısından da zayıf olan devletlerdir. Bu devletler, sadece daha uzun hayatta kalma üzerine odaklanmaktadır, başarısızlık ve risk altında bulunmaktadır.¹²

Almanya Uluslararası İşbirliği Ajansı başarısız ve kırılgan ülkeleri, “kademeli bir çöküş yaşayan ve iyi yönetim yeteneğine sahip olmayan devletler” olarak tanımlamaktadır. Elverişli siyasi koşullar, hukuk kuralları ve iyi yönetim kavramları; politik gücü sorumlu tutmayı ve devletler tarafından kaynakların doğru yönetimini içermektedir. Bu durum devletin; şeffaflık, sorumluluk, katılımcılık ve açıklık özelliklerine sahip olmasıyla ilintilidir. Kötü yönetim ise, daima nüfusun büyük bölümünü olumsuz etkilemekte ve bu durum toplumda çatışma çıkararak kırılganlık yaratılmasının temel nedeni olmaktadır.¹³

Dünya Bankası ise kırılgan ülkeyi, “şiddet ve çatışma gibi önemli kalkınma sorunlarıyla karşılaşan, iç ve dış baskılara maruz kalan ve bu baskılarla baş etmekte zorlanan, zayıf yönetim ve kısıtlı yönetim kapasitesine sahip olan devlet” olarak tanımlamaktadır. Kırılgan ülkelerin sahip olduğu zayıf performans, kronik hale gelen zayıf kurumsal kapasiteyle, zayıf yönetimle ve iç çatışma ile açıkça bağlantılıdır. Zayıf performanslı oluşturan tüm bu durumlar, halka temel sosyal ve altyapı hizmetleri vermeyi

¹¹ Department for International Development (DFID), “Why We Need To Work More Effectively In Fragile States”, *UK, Department for International Development* (2005), ss. 9- 10.

¹² Dele Olowu, Paulos Chanie, *State Fragility and State Building in Africa, Cases from Eastern and Southern Africa*, Switzerland: United Nations University Series on Regionalism 10, Springer International Publishing, 2016, s. 4.

¹³ Die Bundesregierung, “Action Plan: Civilian Crises Prevention, Conflict Resolution and Post- Conflict Peace Building”, *Berlin* (2004), s. 55.

zorlaştırmakta ve vatandaşların güvenliğini sağlamaya engel teşkil etmektedir. Ayrıca, politik istikrarsızlık da kırılğan ülkelerin belirgin özelliklerindedir. Dünya Bankasına göre, ülkede yaşanan çatışmalar ülkelerin kırılğan hale gelmesinin diğer önemli sebebidir. Çatışmalar günlük yaşamda büyük maliyetlere yol açmakta ve fiziksel zarar da vermektedir. Ayrıca, ekonomik büyümeyi azaltarak, yoksulluğu arttırmaktadır.¹⁴

ABD Uluslararası Kalkınma Ajansı (USAID) yaptığı sınıflandırmada kırılğanlığı, hassas devletler ve kriz devletleri olarak ikiye ayırıp incelemektedir. Hassas devletler; güvenlik, politik, ekonomik ve sosyal hizmetleri, nüfusunun göz ardı edilemeyecek kadar önemli bir bölümüne sağlayamayan devletler olarak karşımıza çıkmaktadır. Kriz devletleri ise; merkezi hükümetin bahsi geçen bu temel hizmetleri sağlamakta zorluk çekmekte olan, çoğu zaman şiddetli çatışma yaşayan ve hükümetin ülkenin bütününde etkili bir kontrol sağlayamadığı devletler olarak açıklanmaktadır.¹⁵

Kanada Uluslararası Kalkınma Ajansı ise kırılğan ülke tanımını, “nüfusuna karşı temel görevlerini yerine getiremeyen devlet” şeklinde yapmaktadır. Kanada Uluslararası Kalkınma Ajansına göre kırılğanlık; otorite, meşruluk ve kapasite olmak üzere üç temel boyutta değerlendirilmektedir. Bahsi geçen bu kavramlar, devleti oluşturan çekirdek bileşenlerdir. Bu boyutların herhangi birinin eksik oluşu, devleti önemli ölçüde istikrarsızlaştırmakta ve hatta başarısız devlet olma noktasına kadar sürükleyebilmektedir. Devletlerin; otorite, meşruluk ve kapasite seviyeleri arasındaki ilişkiyi değerlendirmesi, her ülkenin profiline bağlı olmaktadır. Bu üç çekirdek bileşen temelde; yönetim, ekonomi, güvenlik ve suç, insani gelişme, nüfus ve çevre faktörleri olmak üzere altı değişkeni içermektedir. Kanada Uluslararası Kalkınma Ajansı, bu faktörler çerçevesinde ülkelerin kırılğanlık değerlendirmesini yapmaktadır.¹⁶

Kırılğanlık üzerine literatürde yapılan tanımlamalar farklılık gösterse bile, kırılğanlık tanımı yapan iktisatçılar ve kurumlar arasında genel olarak kabul gören bazı ortak unsurlardan söz etmek mümkündür.

¹⁴ World Bank, “Millennium Development Goals: Confronting the Challenges of Gender Equality and Fragile States”, *Washington, Global Monitoring Report*, No. 39473 (2007), ss. 13- 14.

¹⁵ U.S Agency for International Development, “Fragile States Strategy”, *Washington, IBI-International Business Initiatives* (2005), ss. 1- 5.

¹⁶ David Carment, John Gazo, Stewart Prest, Terry Bell, “Failed and Fragile States 2006: A Briefing Note for the Canadian Government”, *Country Indicators for Foreign Policy* (2006), ss. 3- 4.

- İlk olarak, kırılabilirlik dinamik bir kavramdır. Kalıcı bir sınıflandırmayı ve durumu oluşturmak mümkün değildir. Örneğin, Libya gibi bazı ülkeler yaşadıkları şiddetli çatışmanın sonucu olarak kapasitelerinin kötüleşmesi sonucu kırılabilir ülke statüsüne geçerken; Küba gibi ülkelerin belli bir zaman sonra kırılabilirliği azalma göstermiştir.
- Kırılabilirlik, coğrafi açıdan yaygın görülen bir durumdur. Yapılan birçok tanım ve sınıflandırma kırılabilirliği genellikle Afrika kıtasındaki ülkelerle ilişkilendirmektedir. Ancak Latin Amerika (Kolombiya ve Haiti) ve Güneydoğu Asya (Filipinler, Endonezya ve Kamboçya) ülkeleri içerisinde de kırılabilir ülkelerin varlığından söz edilebilmektedir. Özellikle devletin başarısızlığından endişe edilmeyen ancak geniş anlamda devlet kırılabilirliği yaşayan bu ülkelerdeki kalkınmakta olan bölgelerin tümü çok ciddi mücadele vermektedir.
- Kırılabilirlik kavramının genel geçerli bir nedensellik süreci bulunmamaktadır. Bir başka ifadeyle, kırılabilirliğin nedenleri ve sonuçları her devletin kendi yapısına özgü olarak değişmektedir. Bu durum ise, etkileşimler ve olaylar arasında, her durumda karmaşık bir süreç meydana getirmektedir.
- Kırılabilirlik homojen olmamakla birlikte ülke sınırlarını da aşabilir. Bu yüzden, devletin kırılabilirliği ülkesinin tümünü, bir kısmını ya da komşu ülkelerini bile etkileyebilmektedir.
- Kırılabilirlik, daha yüksek istikrarsızlık riski yaratmaktadır. Ayrıca, çatışma riskini de beraberinde getirmektedir. Bundan dolayı, kırılabilir ülkeler uluslararası toplumların çalışmalarında çoğunlukla şiddetli çatışmanın ve insani krizlerin yaşandığı ülkeler olarak anılmaktadır.
- Devletlerin kırılabilirliği ve başarısızlığı uzun yıllar devam eden aşamalı bir sürecin sonucudur. Bu yüzden, kırılabilirlik kavramının kullanılmasının ana amaçlarından biri, önlenmesi mümkün olan ve erken dönemlerde farkına varılan kırılabilirlik göstergelerindeki değişikliklerin belirlenmesidir.¹⁷

¹⁷ Fernanda Faria, Patricia Magalhães Ferreira, “An Adequate EU Response Strategy to Address Situations of Fragility and Difficult Environments”, *The Netherlands and Portugal, Study for the Portuguese Presidency of the EU, European Centre for Development Policy Management (ECDPM) and Instituto de Estudos Estratégicos Internacionais (IEEI)* (2007), ss. 6- 8.

- Kırılganlıkla karşı karşıya kalan devletler, diğer gelişmekte olan ülkelerden daha farklı ve ciddi sorunlara sahip olduğundan dolayı, kullandıkları politika ve uygulama araçlarının da farklı olması gerekmektedir.
- Kırılganlık, döngüsel olarak işleyen yoksulluğu ve kurumsal kapasite zayıflıklarını arttırmaktadır. Bu yoksulluk döngüsü kırılmazsa, nüfusun büyük bir kısmı yasa dışı faaliyetlerle meşgul olmaya başlamaktadır. “Yoksulluğun kısır döngüsü” yaklaşımını R. Nurkse incelemiştir ve analizinde bir ülkenin kalkınamayışını, onun düşük gelir, düşük tasarruf, düşük yatırım ve tekrar düşük gelir seviyesine bağlamıştır. Ülke böylece bir kısır döngü içerisine girmektedir ve kırılganlığı artmaktadır.¹⁸
- Kırılgan ülkeler, siyasi irade ya da kapasitenin yeterli olmaması sebebiyle temel görevlerini yerine getirememektedirler. Örneğin, siyasi iradenin eksikliği kırılgan ülkelerin önemli bir sorunu olan yolsuzlukla mücadeleyi zorlaştırmaktadır.

2. KIRILGANLIĞIN SINIFLANDIRILMASI

Literatürde kullanılan farklı indekslerle ilintili olarak kırılganlık kavramı, ekonomik ve finansal kırılganlık olarak ikiye ayrılıp incelenmektedir. Ekonomik kırılganlık da kendi arasında makroekonomik ve mikroekonomik kırılganlık olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Öncelikle ekonomik kırılganlık kavramına netlik getirilecek, akabinde bu bilgilerden yola çıkarak finansal kırılganlık kavramı tüm yönleriyle incelenecektir.

2.1. EKONOMİK KIRILGANLIK

Ekonomik kırılganlık, mikro ve makro perspektiften ele alınmaktadır. Mikroekonomik kırılganlık, şokların hanehalkına etkilerini ve hanehalkının refahında yaşanan değişmelerini ele almaktadır. Buna karşın makroekonomik kırılganlık, şokların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır.¹⁹ Birbirinden farklı tanımları ifade ediyor gibi gözükmesine rağmen, mikroekonomik ve makroekonomik kırılganlık kavramları iç içe geçmektedir. Örneğin, hanehalkının maruz kaldığı yoksulluk

¹⁸ Ragner Nurkse, “Growth In Underdeveloped Country: Some International Aspect Of The Problem Of Economic Development”, *The American Economics Rewiew*, Vol. 43, No. 2 (1952), s. 571.

¹⁹ Anuradha Seth, Amr Ragab, “Macroeconomic Vulnerability in Developing Countries: Approaches and Issues”, *Brazil, International Policy Centre for Inclusive Growth*, Working Paper No. 94, (2012), s. 1.

mikroekonomik ölçüdeki kırılganlığa girmektedir. Ancak, ülkede var olan yüksek işsizlik oranları hanehalkı yoksulluğundan kaynaklanıyorsa, bu durum makroekonomik kırılganlığı arttırarak, ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. Kısacası, makroekonomik kırılganlık ve mikroekonomik kırılganlık ülke ekonomisinin güçlü ve zayıf olduğu her durumda etkileşim içinde bulunmaktadır. Bu bağlamda, bahsi geçen kavramları ayrıntılı olarak inceleyelim:

2.1.1. Mikroekonomik Kırılganlık

Mikroekonomik kırılganlığın temeli, hanehalkının yoksulluğa karşı kırılganlığından oluşmaktadır. Eğer hanehalkı refah seviyesini etkileyecek kadar büyük bir şok yaşamazsa, cari dönemde yoksul olan ve hatta gelecekte de yoksul olma ihtimali yüksek olan hanehalkı kırılgan olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, yoksul olmayan hanehalklarının yoksulluk sınırının altına inmesinin de kırılgan bir durum olduğu üzerinde durulmaktadır. Bu noktadan hareketle, mikroekonomik kırılganlık “hanehalkı kırılganlığı” olarak da ifade edilebilmektedir.²⁰

Ayrıca mikroekonomik kırılganlık, şokların sonucunda hanehalkının gelirinin yoksulluk sınırının altına düşmesi ve bu nedenle “hanehalkının refahının azalma riski” olarak da tanımlanabilmektedir. Yoksulluk sınırının altına düşen hanehalkı ise daha az varlığa sahip olmakta ve daha fazla riskle karşı karşıya kalmaktadır. Bunlara ilave olarak, ekonomik dalgalanmalarla baş edebilmek için sermaye piyasalarına ulaşım imkânlarının kısıtlı olması da onları yoksulluk sınırının altına düşürmektedir.²¹

Yoksulluk kavramı, 1990’lı yıllara kadar, düşük düzeyde maddi zenginlik ya da düşük gelir olarak maddi boyutuyla ifade edilmiştir. Son yıllarda ise; eğitim, sağlık ve çevreden faydalanmak gibi temel yeteneklerin bulunmaması yoksulluğun boyutunu vurgulamada önemli olmaktadır. Bunun yanı sıra, gelecekle ilgili belirsizlikler yoksullar açısından mikroekonomik kırılganlığı arttırmaktadır.²²

²⁰ Shubham Chaudhuri, Jyotsna Jalan, Asep Suryahadi, “Assessing Household Vulnerability to Poverty from Cross- sectional Data: A Methodology and Estimates from Indonesia”, *New York, Department of Economics: Columbia University, Discussion Paper Series*, Discussion Paper, Vol. 102, No. 52 (2002), s. 4.

²¹ Seth, Ragab, a.g.e. ,ss. 2- 3.

²² Hasan Ejder Temiz, “Dünyada Kronik Yoksulluk ve Önleme Stratejileri”, *İstanbul, Çalışma ve Toplum Dergisi*, S. 17 (2008), ss. 62- 63.

2014 UNDP raporunda, yoksul hanehalkının en kırılgan gruplar olduğu ifade edilmektedir. Özellikle çocukların, eğitim ve sağlık gibi temel ihtiyaçları sekteye uğramaktadır. Yetersiz gıda ve hijyen koşulları da hastalıkları tetikleyerek başta hanehalkını olmak üzere tüm ülkeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Gençler ise, işgücü piyasasında, iş deneyiminden ve mali kaynaklardan yoksun olduğu için ötekileştirilerek kırılgan hale gelmektedirler. Bu yüzden, yoksul çoğu genç işgücü piyasasına katılamamaktadır. Ayrıca, yoksulluk sorunu yaşlı nüfusu da etkilemektedir. Dünyadaki yaşlı nüfusun oldukça büyük bir kısmı, emekli maaşından yoksundur ve gelir elde etme bakımından ailesine ve işine bağımlı olarak yaşamaktadır. Bireyler yaşlandıkça fiziksel, zihinsel ve ekonomik açıdan daha kırılgan hale gelmektedirler. Ayrıca, genç yaşlarda ekonomik avantajlardan ve güvenlik mahrum olmak yaşlılık döneminde kişinin kırılganlığını daha arttırmaktadır.²³

2.1.2. Makroekonomik Kırılganlık ve Türleri

Kırılganlık kavramının makroekonomik boyutu yeni ortaya çıkan bir fikir olmamaktadır. Makroekonomik kırılganlık, bir ülkeyi ya da bir ekonomiyi topyekün olarak incelemektedir ve şoklar neticesinde ülke refahındaki azalma riskini ifade etmektedir.²⁴ Makroekonomik kırılganlık, bir ülkenin karşılaştığı şoklardan ya da ülkenin yapısı ve özellikleri sonucu meydana gelebilmektedir. Tüm bunların yanı sıra, ülkede uygulanan politikalar sonucunda da kırılganlık ortaya çıkabilmektedir. Bu doğrultuda makroekonomik kırılganlık, bir ülkenin yapısında bulunan sürekli ya da yarı sürekli özelliklerinden dolayı, kontrolü dışında bulunan ekonomik güçlere karşı riskli bir hal alması olarak tanımlanmaktadır.²⁵

Makroekonomik kırılganlık, bir ülkenin büyümesine engel olan doğal ve dış şoklar ya da istikrarsızlıklar neticesinde ülkenin risk altında bulunması olarak açıklanmaktadır. Bu noktada, kırılganlığın kaynakları olan şoklar; dışsal şoklar ve içsel şoklar olarak iki ana kategoriye ayrılmaktadır. Dışsal şoklar da kendi arasında iki sınıfa ayrılarak değerlendirilmektedir: İlki, çevresel ya da doğal şoklardır. Deprem, volkanik patlama gibi

²³ United Nations Development Programme (UNDP), “Human Development Report 2014: Sustaining Human Progress: Reducing Vulnerabilities and Building Resilience”, *New York*, 2014, ss. 55- 70.

²⁴ Guillaumont, “On The Economic Vulnerability of Low Income Countries”, a.g.e. , s. 4.

²⁵ Lino Briguglio, Waldemar Galea, “Updating and Augmenting the Economic Vulnerability Index”, *Malta, The Islands and Small States Institute of the University of Malta* (2003), ss. 2- 3.

doğal felaketler ve tayfun, kasırga, kuraklık, sel gibi sık karşılaşılan iklimsel şoklar örnek olarak verilebilmektedir. İkincisi ise, ticaret ve döviz ile ilgili dış şoklardır. Dış talebin ani düşüşü, dünya emtia fiyatlarının istikrarsızlığı ve dolayısıyla ticaret açısından istikrarsızlık, faiz oranlarındaki uluslararası dalgalanmalar bu türün temel örnekleri olmaktadır. Şokların diğer çeşidi olan iç şoklar ise, politika istikrarsızlığını ya da daha genel olarak öngörülmeyen siyasi değişiklikleri içermektedir. Bu duruma bağlı olarak makroekonomik kırılganlık üç bileşenin sonucu olarak algılanmaktadır: İlki, gözlemlenen ya da beklenen dışsal şokların boyutu ve sıklığı; ikincisi, şoklara maruz kalma; üçüncüsü ise, ülkenin şoklara tepki kapasitesi başka bir ifadeyle şoklara karşı dayanıklılığı şeklinde sıralanmaktadır.²⁶

Dayanıklılık, bir varlığın ya da sistemin tehlike ile karşılaştıktan sonra sistemin formunu yeniden geri kazanabilme yeteneğini ifade etmektedir. Dayanıklılık çabuk iyileşme ya da çabuk toparlanma gücüdür. Bireysel olarak düşünüldüğünde, fertler yüksek seviye esnekliğe sahipse, fazla kırılgan olmayacaklardır. Başka bir deyişle, yüksek kırılganlık seviyeleri, düşük esneklik anlamına gelmektedir. Bu noktada dayanıklılık kavramını, yukarıda ifade edilen kırılganlık bileşenleri ile ilişkilendirirsek, artan dayanıklılık ile kırılganlığı azaltabilmenin yollarını da belirleyebiliriz. İlk olarak, güçlü ve dayanıklı geçim gücü, kişilerin gelir yaratan etkinliklerinin bir tehlike karşısında yeterli derecede sağlam olabilmesi anlamına gelmektedir. Sağlıklı yaşam bileşeni, daha başarılı sağlık politikaları ve iyi beslenme durumunda, bireyler şoklarla karşılaştığında daha dayanıklı olduklarını ifade etmektedirler. Ayrıca, yüksek seviyede uygulanan nefsi müdafaa, kişilerin varlıklarını ve evlerini koruma imkânı tanımaktadır. Şayet nefsi müdafaa mümkün olmuyorsa, sosyal koruma onun yerini almaktadır. Sosyal koruma bileşeni ise, şoklardan sonra bireylerin daha hızlı normale dönmesine yardımcı olmaktadır. Oluşan zararı azaltarak, üretimin artmasına destek olmaktadır. Dayanıklılık üzerinde etkili olan son bileşen ise, denetim ve kontroldür. Hükümetler şoklara karşı dayanıklılığı arttırmak için geçim gücünü iyileştiren politikalar uygulamalıdır ve sosyal korumaya önem vermelidir.²⁷

²⁶ Patrick Guillaumont, "An Economic Vulnerability Index: Its Design and Use for International Development Policy", *CERDI, CNRS and Université d' Auvergne, Etudes et Documents* (2009), s.3.

²⁷ Cannon, "Reducing People's Vulnerability to Natural Hazards: Communities and Resilience", a.g.m., ss. 9- 10.

Bu bağlamda, makroekonomik kırılganlığın en önemli bileşenlerinden biri olan dayanıklılık kavramı, ülkenin karşılaştığı ekonomik şoklarla başa çıkma ya da onların yarattığı kırılgan durumlara dayanmak olarak tanımlanmaktadır. Oysaki ikinci bileşen olan şoklara maruz kalma, şoklardan kaynaklanan olumsuz etkilerin riskini arttırmaktadır. Dayanıklılık kavramı, bu riski azaltmaktadır. Makroekonomik kırılganlık politikadan etkilenmeden, ekonominin doğal ve yapısal özellikleri tarafından sürmekteyse; dayanıklılık şokların olumsuz etkileriyle başa çıkmaya imkân sağlayan bir eğilim olarak görülmektedir.²⁸

Yinelerseniz, dayanıklılık kavramı, kötü şoklardan kolaylıkla kurtulmak ve şokların ortaya çıkardığı etkilere dayanabilmek olarak açıklanmaktadır. Bir ekonomiyi kötü etkileyen olumsuz bir şoktan sonra ekonominin geri sıçramasına imkân sağlanıyorsa söz konusu ekonomi dayanıklı olarak nitelendirilmektedir. Bu geri sıçrama özelliği ciddi anlamda sınırlı kalırsa, ekonominin büyük mali açıklar gibi kronik sorunlarla karşılaşması muhtemel olmaktadır. Öte yandan, güçlü politika araçlarına sahip olan bir ülke, şokların negatif etkilerinden kolaylıkla kurtulabilmektedir. Şoklara dayanma yeteneği ise, şokların etkisini azaltan mekanizmayı oluşturmakla sağlanmaktadır. Örneğin dayanıklı bir ekonomi, bir sektörü etkileyen negatif dış talep şokuyla karşılaştığında, çok yetenekli işgücünü daha fazla talep olan başka bir sektöre kaydırarak şokların etkisinden kolayca kurtulmaktadır.²⁹

Literatürde, makroekonomik kırılganlık kavramı, ülkenin yapısal özelliklerinden kaynaklanan “yapısal kırılganlık” ve ülkede uygulanan politikalardan kaynaklanan “konjonktürel kırılganlık” şeklinde tasnif edilmektedir. Makroekonomik kırılganlık bu şekilde ayrılıp incelense bile, yapısal kırılganlık ve konjonktürel kırılganlık arasında kesin sınırlar çizilmemektedir. Ayrıca literatürde, politik faktörler kırılganlık bileşenlerine dâhil edilmemektedir. Bu durumda, yapısal kırılganlık kavramı makroekonomik kırılganlığın temeli olarak karşımıza çıkmaktadır. O halde makroekonomik kırılganlık, ülkenin yapısal özelliklerinden dolayı ortaya çıkan zarar görme riski olarak ifade edilmektedir.

²⁸ Seth, Ragab, a.g.m. ,s. 6.

²⁹ Lino Briguglio, Gordon Cordina, Nadia Farrugia, Stephanie Vella, “Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements”, *Finland, United Nations University, World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER)*, No. 55 (2008), ss. 5- 6.

2.1.2.1. Yapısal Kırılganlık

Makroekonomik kırılganlık kavramı, ilk kez 1990'lı yılların ilk zamanlarında, Malta Büyükelçisi Alexander Berg Oliver tarafından açıklanmıştır. Oliver, makroekonomik kırılganlığa yönelik bir endeks oluşturulmasının önemli ve gerekli olduğunu vurgulamaktadır. Bunun nedeni, gelişmekte olan ada ülkelerinin kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıllarının, bu ülkelerin gelişim seviyelerinin ölçümü için yeterli olmamasıdır. Çünkü gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH), küçük ada ülkelerinin karşılaştıkları yapısal ve kurumsal zayıflıkları yansıtmamaktadır.³⁰

Makroekonomik kırılganlığın temelinde gelişmekte olan küçük ada ülkelerinin yapısal ve kurumsal özellikleri ve söz konusu bu ülkelerin şoklara karşı dayanıksız olması yer almaktadır. Bu bağlamda, gelişmekte olan küçük ada ülkelerinin temel özelliklerine değinmek faydalı olacaktır.

Küçük ada ülkeleri ilk kez 1992 yılının Haziran ayında Rio de Janeiro'da düzenlenen "Yeryüzü Zirvesi" olarak da ifade edilen "Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı"nda siyasi bir grup olarak tanımlanmaktadır.³¹ Küçük boyutlu olmak, adasallık ve ıraksallık ile doğal afetlere eğilimli olmak, küçük ada ülkelerinin dezavantajları arasında yer almaktadır. Ayrıca bu faktörler bu devletlerin ekonomilerini kırılgan hale getirmektedir.

Bunlara ek olarak, küçük ülke olmanın da birçok dezavantajı bulunmaktadır. Nüfusları ve yüzölçümleri küçük olan küçük ada ülkeleri; genel olarak insan, finans ve fiziki kaynak açısından yoksuldur. Özellikle de sınırlı doğal kaynaklara sahiptir. KKTC'deki su sıkıntısı bu duruma örnek olarak verilebilir. Doğal kaynakların sınırlı olması da daha yüksek ithalat durumunu beraberinde getirmektedir.³²

Küçük ülkeler, küçük iç piyasalara sahip olduğu için çoğunlukla ihracat piyasalarına bağımlı olmaktadır ve üretimlerini genellikle çeşitlendirememektedirler. Bu durum

³⁰ Gnanon, "Does Structural Economic Vulnerability Matter for Public Indebtedness in Developing Countries?", a.g.m. , s. 6.

³¹ Urungu Akgül, "Sürdürülebilir Kalkınma: Uygulamalı Antropolojinin Eylem Alanı", ed. Timur Gültekin-Aslı Yazıcı Yakın- Ayhan Ersoy- Mehmet Sağır- İsmail Özer- Başak Koca Özer- Çağlar Enneli, *Ankara, Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih Coğrafya Fakültesi Antropoloji Dergisi*, S. 24 (2010), ss. 137- 141.

³² Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV), "Kıyaslama Çalışması: Küçük Ülkeler ve KKTC", *KKTC Devletinde Fonksiyonel ve Kurumsal Gözden Geçirme Projesi (KKTC Focus)*, 2010, s. 5.

beraberinde çoğu ürünün ithal edilmesi gerekliliğini getirmektedir. Yeni bir ürün sadece başka bir ürünün üretiminin gerilemesiyle ortaya konulmaktadır. Küçük ülkelerin, yurtiçi fiyatları etkileme yeteneği sınırlı olmaktadır. Gelişmekte olan bütün ülkeler, bir ölçüde fiyat alıcısıdır. Ancak, gelişmekte olan küçük ada ülkeleri, diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran, ihraç ve ithal ettiği ürünlerin dünya piyasalarında küçük ticaret hacminden dolayı, çok daha yüksek oranda fiyat alıcısıdır. Ayrıca, küçük ülkelerde ölçek ekonomisinden yararlanma yeteneği de sınırlı olmaktadır. Söz konusu bu ülkelerde, uzmanlaşma düşüktür ve kariyer imkânları sınırlıdır. Kısa sürede kariyer yapabilen çalışanlar, motivasyon eksikliği yaşamaktadırlar ve bu durum küçük ülkelere beyin göçünü arttırmaktadır. Uzmanlaşmanın düşük olmasının yanı sıra, üretimin birim başına yüksek maliyeti, son derece yüksek altyapı maliyetleri, eğitilmiş insan gücü birimi başına düşen yüksek maliyetler ve ithal edilen teknolojiye olan yüksek bağımlılık ölçek ekonomisinden faydalanmanın önünde bir engel teşkil etmektedir. Bu özelliklere ilaveten, küçük ülkeler yurtiçi rekabet piyasalarına da sınırlamalar getirmektedir. Çünkü küçük boyutlu olmak, benzer bir ürünü üreten çok sayıda firmaları desteklemeyi gerektirmektedir. Küçük ülke olmanın bir diğer dezavantajı ise, kamu yönetiminde sorunlarla karşılaşılmasıdır. Bu ülkelerde, kamu kesiminin boyutu ülke nüfusu ile kıyaslandığında oldukça fazladır. Kamu kesimi, işgücünün büyük bir kısmının istihdamını sağlamaktadır. Kamu görevlileri, büyük ülkelere nazaran daha etkili karar alıcı olmaktadır. Hatta kamu görevlileri, politika yapımına da dâhil olabilmektedirler. Politikacılarla kamu görevlileri arasında çoğunlukla ayırım yapılmamaktadır ve tam olarak farklı roller üstlenmemektedirler. Ayrıca, kamu kurumlarında çalışanların tarafsızlığı, lobi grupları ya da etkili bireyler tarafından yönlendirilebilmektedir. Küçük ada ülkelerinin bir diğer dezavantajı olan adasallık ve ıraksallık, ulaşım ve ticaret ile alakalı benzer sorunlara neden olmaktadır. Bütün adalar uzak bölgelerde yer almamasına rağmen, uzakta olan küçük ada ülkelerinin temel sorunlarından biri de, coğrafi olarak önemli piyasalara yakın bir konumda bulunmamalarıdır. Söz konusu ülkeler, önemli piyasalardan uzak oldukları için, birim başına yüksek taşıma maliyetleriyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Buna ek olarak, küçük iç piyasalara sahip olmaları neticesinde dünya piyasalarında önemli bir yer tutmamaktadırlar. Sık ve düzenli ticaret yapamayan küçük ada üzerindeki firmalar, talepteki ani değişimleri karşılamada zorlanmaktadırlar. Bu sorunun çözümü için, geniş stok tutmak zorunda kalmaktadırlar. Geniş stok tutmak,

depolama ve dükkan için kira masrafı yaratmakta böylece üretimin maliyetini arttırmaktadır. Küçük ada ülkelerinin karşı karşıya kaldığı son dezavantaj ise, doğal afetlere eğilimli olmaktır. Birçok küçük ada ülkesi deprem, heyelan ve volkanik patlama gibi doğal afetleri tecrübe etmiştir. Ada şeklinde olmayan ülkelere göre, küçük ülkeler doğal afetlere ve çevresel değişikliklere daha duyarlı olmasından dolayı, doğal afetlerden daha fazla etkilenmektedirler. Felaketler, birim alandaki zararın derecesini ve kişi başına maliyetleri ülkenin küçük olmasından dolayı arttırmaktadır. Örneğin, bazı doğal felaketler tarım alanlarını tahrip etmekte, tüm yerleşim yerlerini yok etmekte, iletişim hizmetlerini yüksek oranda bozmakta ya da ölüme ve yaralanmalara neden olmaktadır.³³

Gelişmekte olan küçük ada ülkelerinde ekonomik kalkınma sürecinden kaynaklanan çevre üzerindeki baskı, diğer ülkelerden daha yüksek olma eğilimindedir. Birçok adada konut, turizm ve endüstri binalarındaki talep artışı, kalkınmamış arazilerin hızla tükenmesine yol açmaktadır. Bu durum, turizm için kıyı bölgelerini yoğun kullanan özellikle küçük ada gelişmekte olan ülkeleri için geçerli olmaktadır. Ayrıca, bu ülkeler şiddetli atık yönetimi sorunlarıyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Atık yönetimi, elbette gelişim içerisinde olan pek çok ülkenin karşılaştığı bir sorundur. Ancak küçük ada gelişmekte olan ülkelerinde, küçük bir bölgede olmalarından dolayı oldukça büyük etki göstermektedir. Bahsi geçen bu ülkeler, doğal özellikleriyle de ilgili olarak sorunlarla karşılaşabilmektedirler. Onlar, çok kırılgan ve benzersiz bir ekosisteme sahiptirler. Adasal olmalarının sonucu olan bu benzersizlik, küresel çeşitliliğe önemli katkılar sağlamaktadır. Ayrıca gelişmekte olan küçük ada ülkeleri, arazi yapısına göre nispeten geniş kıyı şeridine sahiptir. Bu nedenle bazı adalar, şiddetli deniz dalgalarına ve rüzgarlara maruz kaldığı için yüksek derecede erozyonla karşılaşmaktadırlar.³⁴

2.1.2.2. Konjonktürel Kırılganlık

Tüm bu açıklamaların yanı sıra, sadece küçük ada gelişmekte olan ülkeler değil, dış ticarete bağımlı olan ülkeler de makroekonomik anlamda kırılgan olabilmektedir. 1997 yılında yaşanan Asya krizinin de açıkça gösterdiği gibi, yükselen piyasa ekonomileri de

³³ Lino Briguglio, "Small Island Developing States and Their Economic Vulnerabilities", *Great Britain, World Development: Foundation for International Studies of the University of Malta*, Vol. 23, No. 9 (1995), ss. 1616- 1617.

³⁴ Lino Briguglio, "The Vulnerability Index and Small Island Developing States A Review of Conceptual and Methodological Issues", *Malta, Department of Economics, University of Malta* (2003), s. 3.

kırılganlık yaşayabilmektedirler. Başka bir söylemle, yalnızca küçük ada gelişmekte olan ülke ekonomilerini açıklamayan Asya krizi, hammaddeye bağımlı olan ekonomilerin de kırılgan olabileceği üzerinde durmaktadır. Krizin nedenlerinin analizi ve eleştirileri, zayıf finansal yapı ve yüksek sermaye akışını sağlayan bazı ülkelerin kırılgan olduğunun altını çizmektedir.³⁵ Dışa açıklık, dış ticarete olan bağımlılık ve dış şoklar, ülke ekonomisinde kısa veya uzun vadede dalgalanmalara sebep olursa konjonktürel kırılganlığı ortaya çıkarmaktadır. Bunlara ilaveten, devletler yanlış uyguladıkları politikalar sonucunda da kırılganlığı arttırmaktadır. Dolayısıyla kırılganlık kavramı temelinde ülkelerin yapısal özelliklerini barındırırken, son zamanlarda konjonktürel kırılganlığı da içine almakta böylece makroekonomik kırılganlık kavramının perspektifi daha da genişlemektedir.

2.1.3. Ekonomik Kırılganlık Göstergeleri

2.1.3.1. Zayıf Yönetişim ve Kurumsal Kapasite

OECD tanımına göre yönetim kavramı, bir ülkenin mevcut güç ve yetkilerinin ekonomik ve sosyal kaynaklarının yönetiminde kullanılması olarak ifade edilmektedir.³⁶ Bu tanımdan yola çıkarak, kırılganlık göstergelerinden biri olan zayıf yönetim ise “kaynakların yönetimindeki aksaklık” olarak açıklanabilmektedir. Zayıf devlet kurumları kavramı ise, devletin herhangi bir sebeple toplumda oluşan gerginliği çoğu durumda yönetememesi anlamına gelmektedir. Bu durumda, toplumun şikayetleri de şiddetlenmektedir. Doğal kaynaklar ya da etnik yapı tek başlarına ülkelerin kırılganlığını arttırmamakta iken söz konusu bu faktörlerin siyasi manipülasyonu devletin istikrarını olumsuz yönde etkilemektedir.³⁷ Elbette ki bu durumun oluşmasında, zayıf kurumların payı büyüktür. Kırılganlık durumlarında ortaya çıkan zayıf performans açıkça zayıf kurumsal kapasite ve yönetimle bağlantılıdır. Kurumsal kapasitedeki bir zayıflık, devletin temel altyapısal ve sosyal hizmetlerini gerçekleştirmesinde bir takım aksaklıklar oluşturarak kırılganlık yaratmaktadır.

³⁵ Guillaumont, “On The Economic Vulnerability of Low Income Countries”, a.g.m. s. 3.

³⁶ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD Publishing, 2015, ss. 13- 17.

³⁷ Faria, Ferreira, a.g.m. , s.11.

2.1.3.2. Düşük Ekonomik Performans ve Dengesiz Kalkınma

Yapılan birkaç çalışmaya göre, kırılgan ülkelerin makroekonomik göstergeleri diğer düşük gelirli ülkelerin makroekonomik göstergelerinden kötü durumda olma eğilimindedir. Örneğin, DFID'nin 46 kırılgan ülkeyi tasnif ederek hazırladığı çalışmasında, bu 46 kırılgan ülkelerin tamamı düşük gelirli ülkelerdir. Ayrıca, onların çoğu en az gelişen ülkeler grubundadırlar.³⁸ Tüm bunlara ek olarak, kırılgan ülkelere sosyal dışlanma ve eğitim seviyesinin düşüklüğü hükümetin zayıflamasına yol açarak devletin istikrarsızlığını arttırmaktadır. Dahası, fakirlik ve zayıf kurumlar da eklenince toplumda çatışma meydana gelebilmektedir. Kırılgan ülkelere var olan bölgesel kalkınmışlık farklılıkları, temel hizmetlere erişim seviyelerinde farklılıklar yaratmaktadır. Bu nedenle kırılgan ülkelere, belli bölge ve sosyal gruplara karşı ayrımcılıkla da sıkça karşılaşılmaktadır.

2.1.3.3. Otorite Boşluğu ve Güç Kullanma Tekelinin Kaybedilmesi

Topraklarının kontrolünü kaybeden bir hükümet, yüksek ihtimalle başarısız devlet olma sürecindedir. Bu durum bölgesel olarak boyut farklılıklarından ya da ülke içindeki çatışmalardan kaynaklanabilmektedir. Ayrıca, yukarıda değinildiği gibi zayıf kurumsal kapasite de güç kullanma tekeli kaybeden bir ülkenin başarısızlığını arttırabilmektedir. Tüm bunların yanı sıra, hükümetler uluslararası kalkınma programlarının sahipliğini ve işbirliğini yapmada gönüllü ve destekleyici olsa bile, otorite boşluğunun eksikliği bu ülkelere yapılan kalkınma yardımı çalışmalarının faydalarını da baltalayabilmektedir. Kırılgan ülkelerin en temel özelliklerden biri olan güç kullanma tekelinin olmaması ile meydana gelen otorite boşluğu sorunu giderilemezse, bu durum devletin çöküşüne bile neden olabilmektedir. Bu bağlamda, hukukun korunmasında devletin kurumsal kapasitesini ve iç sorumluluk mekanizmasını canlı tutmak bu sorunları engellemeye yardımcı olabilmektedir.³⁹

³⁸ Nick Chapman, Charlotte Vaillant, "Synthesis Of Country Programme Evaluations Conducted In Fragile States", *Department for International Development (DFID)*, Evaluation Report EV709 (2010), ss. 4- 9.

³⁹ Faria, Ferreira, a.g.m. , s.11.

2.1.3.4. Yaygın Yolsuzluk ve Şeffaflık Eksikliği

Yolsuzluk, genel anlamıyla kamu gücünün, özel fayda için kötüye kullanılmasıdır.⁴⁰ Yaygın yolsuzluk yaşanan ülkelerde yetişen bireyler rant kollamaya ve yolsuz davranışlar sergilemeye başlayarak üretime katkıda bulunmamaktadır ve ekonomik büyüme hızı azalmaktadır. Ayrıca yaygın yolsuzluk doğrudan yatırımların ülkeye girişinde büyük bir azalmaya yol açarak kırılganlık yaratmaktadır. Kalkınma çabasındaki ülkelerin, sermaye açığını gidermek hedefiyle ülkelerine çekmeye çalıştıkları doğrudan yabancı yatırımlar, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yolsuzluğun ileri boyutlarda olmasından dolayı yabancı sermaye girişini de engellemektedir. Bunların yanı sıra yaygın yolsuzluk, liderler ya da muhalefet partileri gibi ülke yönetiminde etkili olan aktörlere olan güveni sarsarak onların sıklıkla değişmesine yol açmaktadır. Bu durumda ise devletin gücü zayıflamaktadır.⁴¹

Devletin siyasi ve idari olarak şeffaf davranmaması kamuoyunu, izlenen politikalar ve koyulan kurallar hakkında bilgilendirmeyecektir. Bu nedenle yönetimler söz konusu politikalara uygun davranmayarak hesap verilebilirliklerini azaltacak ve yolsuzluklar ise artacaktır. Ayrıca izlenen politikalara kamuoyu desteği ve meşruiyet sağlanamayacaktır. Ekonomik şeffaflığın bulunmaması durumunda ise, kaynak dağılımı en doğru biçimde gerçekleştirilemeyecek ve ekonomik büyüme potansiyeli artma eğilimi gösteremeyecektir. Bu durumda piyasadaki enformasyon eksiklikleri işlem maliyetlerini arttırarak, piyasada dengesizlikler meydana getirecektir.⁴²

2.1.3.5. Demokratik Kültür Eksikliği

Demokrasinin; hukuk devleti, özgürlükçü, insan haklarına saygılı, katılımcı, eşitlikçi ve uzlaşmacı olma gibi özellikleri bulunmaktadır. Söz konusu bu özellikler, farklı karakterlere ve kültürel özelliklere sahip olan bireylerin, grupların ya da toplulukların bir arada yaşamalarına imkân sağlamaktadır. Hiç kuşkusuz demokrasi kültürünün yeterince

⁴⁰ World Development Report, *The State In a Changing World*, Published For The World Bank, New York: Oxford University Press, 1997, s. 102.

⁴¹ Vito Tanzi, "Curruption Around The World: Causes, Consequences, Scope, and Cures", *Washington, IMF Working Paper*, No. WP/98/63 (1998), ss. 10- 28.

⁴² Ann M. Florini, "Does the Invisible Hand Need a Transparent Glove? The Politics of Transparency", *Washington, Carnegie Endowment for International Peace* (1999), ss. 17- 22.

gelişmediği toplumlarda, temel hak ve özgürlükler ihmal edilmektedir.⁴³ Devletlerin kırılğan olmasının temel sebeplerinden biri olan demokratik kültür eksikliğinin, politik ve sosyal alanların büyük bir bölümünde bulunduğu genellikle kabul edilmektedir. Ayrıca, hükümet sistemleri ile kırılğanlık arasında net bir ilişki kurabilmek zor olsa da, demokratik ya da totaliter rejimlerde farklı sonuçlar gösteren kırılğanlıklarla karşı karşıya kalınmaktadır.

2.1.4. Ekonomik Kırılğanlık Nedenlerine Kırılğanlık İndeksiyle Bakış

Kırılğanlık indeksi kavramı, literatürde kırılğanlığın nedenleri ya da kırılğanlığın hangi kaynaklardan doğduğu açıklanarak ortaya koyulmaktadır. Bu nedenle, kırılğanlık indeksi göstergeleri, kırılğanlığın nedenlerine ışık tutmaktadır. Ancak, bazı çalışmalar kırılğanlıkla ilgili ayrıntılı bir indeks ortaya koymakta iken bazı çalışmalar daha spesifik göstergeler kullanarak indeks oluşturmaktadırlar.

Ülkeler arasında kolayca karşılaştırma yapamamak ve uluslararası kalkınma politikalarını tasarlayamamak hem makroekonomik kırılğanlığın artması üzerine endişe yaratmakta hem de bir kırılğanlık indeksi ihtiyacı doğurmaktadır. Bazı ülke gruplarının yapısal özellikleri de uluslararası endişeyi arttırmaktadır. Bu nedenle Birleşmiş Milletler (BM) çeşitli toplantılar yapmış ve alınan kararları dile getirmiştir. Bu doğrultuda, iki grup ülkenin kırılğan olduğu kabul edilmiştir. İlki, 1971’de BM Genel Kurulu tarafından kurulan “en az gelişmiş ülkeler” kategorisidir. Bu kategori, aynı zamanda resmi olan gruptur. İkincisi, yani gayri resmi olan grup ise, “gelişmekte olan küçük ada ülkeleri” dir. Yapılan bu ayrıma bağlı olarak, her iki grup için uygun göstergeler aracılığıyla, ülkelerin kırılğanlıklarının değerlendirilmesine ihtiyaç vardır. Bu sürecin ilk aşaması olarak, küçük ada gelişmekte olan ülkelerinin sürdürülebilir kalkınması üzerine 1994 yılında düzenlenen Barbados Konferansı’nda, küçük ada gelişmekte olan ülkelerinin kırılğanlık seviyeleri ile ilgili endişe defalarca dile getirilmiştir. Bu konferansı takiben; kırılğanlık indeksi geliştirilmesi, küçük ada gelişmekte olan ülkelerinin durumlarını yansıtan göstergelerin belirlenmesi için gerekli bir hal almıştır. BM Genel Kurulu, 1996 yılında kırılğanlık indeksi üzerine rapor hazırlayan Genel Sekreterlik’ten ve bu indeksi inceleyen Kalkınma Planlama Komitesinden rapor istemiştir. 1999 yılında birkaç uygun gösterge

⁴³ Nesrin Demir, “Demokrasinin Temel İlkeleri ve Modern Demokrasi Kuramları”, *İzmir, Ege Akademik Bakış*, C. 10, S. 2 (2010), ss. 597- 611.

dikkate alındıktan sonra, Kalkınma Politikaları Komitesi (önceki adı Kalkınma Planlama Komitesi), yeni ve oldukça basit bir indeks tasarlamıştır. Barbados Konferansı'ndan on yıl sonra, Mauritius Konferansında (Aralık 2004), uluslararası toplumların küçük adaların kırılganlıklarıyla ilgili endişelerinin daha fazla artmış olması dikkat çekmiştir ve birkaç gün sonra Endonezya'nın Sumatra Adası'nın batı kıyı açıklarında yaşanan tsunami bu endişeleri doğrulamıştır. Sürecin ikinci aşamasında; Kalkınma Politikaları Komitesinin kendi önerileri doğrultusunda, en az gelişmiş ülkelerin belirlenmesi için kırılganlık indeksinin verimliliği, Genel Kurul tarafından komiteden talep edilmiştir. Bu kategorinin kurulduğu günden beri az gelişmiş ülkelerin, düşük gelirli ülkeler gibi, büyümeye karşı yapısal engelleri olduğu düşünülüyordu. Başlangıçta, kişi başına gelir seviyesinin yanı sıra, yapısal eksiklikleri yakalamak için kullanılan kriterler, okur-yazarlık oranı ve üretimin GSYH içindeki payı şeklinde üç gruba ayrılmaktaydı. Az gelişmiş ülkelerin ekonomik kırılganlıkları üzerinde artan endişeyi takiben, bu ülkeleri tanımlayabilmek için ihtiyaç duyulan basit ve şeffaf bir kırılganlık indeksi 1999 yılında Kalkınma Politikaları Komitesi tarafından kabul edilmiştir. Ekonomik Kalkınma Politikaları İndeksinin ilk versiyonu, az gelişmiş ülkelerin listesi incelenerek hazırlanan “Ekonomik Çeşitlilik İndeksi”dir. Daha sonra Ekonomik Çeşitlilik İndeksi yerine “Ekonomik Kırılganlık İndeksi” düşünülmüştür. Ekonomik Kırılganlık İndeksi, bir ülkenin az gelişmiş olarak nitelendirilmesi için gerekli olan üç kriterden birisi olarak tanımlanmıştır. Diğer kriterler ise, kişi başına gelir ve insan sermayesidir. Yüksek kırılganlık ve düşük insan sermayesi, büyümeyi engelleyen faktörler olmaktadır. Beşeri sermaye ve kişi başına gelir yeterli miktarda olmadığına ise, büyümenin önündeki engeller daha da artmaktadır. 2005 yılında geliştirilen ve daha kapsamlı hale getirilen Ekonomik Kırılganlık İndeksi, 2006 yılında kullanılmış ve 2009 yılında yeniden gözden geçirilmiştir. Bu haliyle Ekonomik Kırılganlık İndeksi, dışsal ekonomik şokların ülkelerde yarattığı yapısal kırılganlığı ölçmeyi amaçlamaktadır.⁴⁴

Uluslararası platformda geliştirilen bir ekonomik kırılganlık endeksi oluşturma düşüncesi, küçük ada gelişmekte olan ülkelerinin dezavantajlarıyla başa çıkma düşüncesinden ve bunun üzerine yapılan tartışmalardan dolayı ortaya çıkmaktadır. Birleşmiş Milletler'de adasallık ve iraksallık dezavantajlarına sahip olmasıyla ilgi odağı

⁴⁴ Guillaumont, “An Economic Vulnerability Index: Its Design and Use for International Development Policy”, a.g.m., ss. 2- 3.

haline gelen küçük ada gelişmekte olan ülkelerine özgü sorunlar ilk defa 1972 yılında “BM Ticaret ve Kalkınma Konferansı”nda tartışılmıştır. Sonraki senelerde, adasallık ve ıraksallık dezavantajlarına ek olarak yeni dezavantajlar ortaya atılmıştır. Mayıs 1988 yılında Malta’da düzenlenen BM Ticaret ve Kalkınma Konferansında uzman bir grup tarafından kapsamlı bir çalışma hazırlanmıştır. Malta toplantısında gelişmekte olan küçük ada ülkelerinin karşılaştıkları sorunlara; küçük ülke olmaktan kaynaklanan sorunlar, coğrafi dağılım, doğal afetlere karşı kırılganlık ve son derece sınırlı olan iç piyasa konuları da eklenmiştir. Ancak çalışma bu denli kapsamlı bir hal almış olmasına rağmen, 1990 yılına kadar, söz konusu bu ülkelerin karşı karşıya geldiği sorunları yansıtan ve kırılganlıklarını ölçebilen bir indeks ortaya koyulamamıştır. İhtiyaç duyulan bu indeks, ilk kez 1990 yılında Malta Büyükelçiliği tarafından BM’ye resmi olarak teklif edilmiştir. Konu hemen 1991 yılında “Ada ve Küçük Ülkeler Uluslararası Konferansı”nda gündeme gelmiş ve uzun uzadıya tartışılmıştır. Hazırlanan nihai bildiriye, küçük boyutlu olmanın yarattığı özel sorunları açıklamak hedefiyle ve kişi başına düşen GSYH endeksine de ek olarak, küçük ülkelere yardım edebilme amacı güden bir kırılganlık endeksi oluşturulması kararı alınmıştır. Daha sonra, 1992 yılında Cenevre’de kırılganlık endeksi hazırlamaya yönelik olarak düzenlenen konferansta, Briguglio tarafından ilk ekonomik kırılganlık endeksi hazırlanmıştır.⁴⁵

Briguglio’nun hazırladığı bu indeks daha önce de değinildiği üzere üç bileşenden oluşmaktadır: İlki, dış ekonomik koşullara açıklık; ikincisi, ada ülkesi olmak ve uzaklık; üçüncüsü, doğal afetlere eğilimli olmak şeklinde sıralanmaktadır. Dış ekonomik koşullara açıklık da, üç değişkenden oluşan bir bileşik indeksten meydana gelmektedir. Bunlar; nüfus büyüklüğü, GSYH büyüklüğü ve coğrafi anlamda ülke alanı büyüklüğüdür. Bu üç büyüklük, bir ekonominin dış ticarete bağımlı olma derecesiyle yakından ilişkilidir. Briguglio’nun oluşturduğu indeksin ikinci bileşeni olan ada ülkesi olma ve uzaklık, nakliye ve ulaşım maliyetlerinin ihracat gelirine oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Üçüncü bileşen olan doğal afetlere eğilimli olmak ise, BM Afetzedelere Yardım Kuruluşunun 1990 yılında yayınladığı raporda, doğal afetlerin GSYH içerisindeki payı hesaplanarak

⁴⁵ Briguglio, “Small Island Developing States and Their Economic Vulnerabilities”, a.g.m., ss. 1615- 1616.

açıklanmıştır. Bu bağlamda, Briguglio bu üç değişkenin oranlarındaki artışın, kırılabilirliği arttırdığı sonucuna varmıştır.⁴⁶

Briguglio bu çalışmasını, daha sonraki yıllarda kırılabilirlik endeksinin bileşenlerini açıklayan değişkenleri değiştirerek farklılaştırmıştır. 1995 tarihli çalışmasında, dış ekonomik koşullara açıklık (risklilik), dış ticarete bağımlılık ile ölçülmüştür.⁴⁷ Ada ülkesi olma ve uzaklık, taşıma bedelinin GSYH'ya oranı ile ifade edilmiştir. Doğal afetlere eğilimli olmak ise, 1970- 1989 dönemi için afetlerin yarattığı zararların GSYH'ya oranı aracılığıyla ölçülmüştür. Briguglio, 1997 yılında önceki çalışması üzerinden bir kez daha değişiklikler yapmaya gitmiştir. Yeni analizine üç yeni bileşen eklemiş ve önceki analizinden bir değişkeni çıkartmıştır. Bu noktada eklenen üç yeni değişken; ihracat yoğunluğu, stratejik ithalata bağımlılık ve dış finansmana bağımlıdır. Ayrıca bu yeni çalışmada, doğal felaketlere eğilimli olma bileşeninin ölçümü dışlanmakta ve çevresel olma bileşeni ile değiştirilmektedir. Çevresellik bileşeni, taşıma oranının ihracat gelirlerine ve ithalata yükü olarak açıklanmıştır.⁴⁸

Briguglio, kırılabilirliğin nedenlerini inceleyen çalışmalarına 2000'li yıllarda da devam etmiştir. Galea ile birlikte 2003 yılında hazırladığı çalışmasını yeniden güncellemiş ve daha ayrıntılı bir kırılabilirlik indeksi ortaya koymuşlardır. Bu çalışmaya göre, kırılabilirlik endeksinin bileşenleri; ekonomik açıklık, dar çeşitlilikteki ihracata bağımlılık, çevresel (çevre ülke) olma, stratejik ithalata bağımlılık şeklinde sıralanmıştır. Ekonomik açıklık, bir devletin dünyadaki diğer ülkelerin ekonomik şartlarına karşı duyarlılık derecesini ölçmeyi ifade etmektedir. Ekonomik açıklık, genellikle ihracat ve ithalat oranlarıyla ya da bunların ortalamasının GSYH'ya oranıyla ölçülmektedir. Bir ülkenin ekonomik açıklığının derecesini arttıran bir durum olan dar çeşitlilikteki ihracata bağımlılık, ihracatta çeşitlendirmenin olmaması anlamına gelmektedir. Bu kavram, ülkedeki mal ve hizmetlerin ihracatını içermektedir ve ihracat yoğunluğu endeksi ile ölçülmektedir. Çevresellik bileşeni, adalı ve uzak olma sorunlarıyla ilintilidir. Bu durum, uluslararası ticarete yüksek bağımlı olma sorununu daha da şiddetlendirmektedir. Çevresel olma, taşıma ve nakliye maliyetlerinin ithalata oranı ile ölçülmektedir. Çalışmanın son bileşeni

⁴⁶ Gordon Cordina, "The Makroeconomic and Growth Dynamics of Small States: Stylised Facts Based on a Survey of the Literature and Statistical Observation", *United Kingdom, Commonwealth Secretariat, Small States: Economic Review & Basic Statistics*, Vol. 12 (2007), s. 24.

⁴⁷ Briguglio, "Small Island Developing States and Their Economic Vulnerabilities", a.g.m., ss. 1619- 1620.

⁴⁸ Cordina, a.g.m., s. 24.

olan stratejik ithalata bağımlılık ise, bir ülkenin var olabilmesi için ne derecede ithalata bağlı olması gerektiğini ölçmektedir. Bir ülke, üretim için enerji ithalatına ve endüstriyel gereçlere; tüketim için yiyecek ithalatına ağır bağımlıysa, açık kırılabilirlik sinyalleri vermektedir. Bu noktada, stratejik ithalatı ölçmek için, ithal enerjinin yurtdışında üretilen enerjiye oranı kullanılmaktadır.⁴⁹

Briguglio ve diğerlerinin 2009 yılında hazırladığı çalışmada ise, ekonomik kırılabilirlik indeksi yeniden düzenlenmiştir. Önceki kırılabilirlik indekslerinin yerine üç bileşenden oluşan yeni bir kırılabilirlik indeksi oluşturmuşlardır. Bunlar; ekonomik açıklık, ihracat yoğunluğu ve stratejik ithalata bağımlılık olarak karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası ticaret yapan her ülkenin doğal özelliği olduğunu vurgulayan ekonomik açıklık bileşeni, uluslararası ticaretin GSYH'ya oranı olarak belirtilmiştir. Ayrıca ekonomik açıklık, temelde iki koşula bağlı olarak gösterilmektedir: İlki, ülkenin iç piyasasının büyüklüğü, ihracatın GSYH'ya oranını etkilemektedir. İkincisi, ülkenin kaynak bulabilmesi ve toplam talebi karşılayan mal ve hizmetlerin verimli olarak üretilebilme yeteneği, ithalatın GSYH'ya oranını etkilemektedir. Ekonomik açıklık, yapısal bir özellik taşımakta ve bir ülkeyi istikrarsızlık ya da kriz gibi dış ekonomik olaylara karşı kırılabilir hale getirmektedir. İhracatın dar bir aralıkta kalması, yapısal bir özellik olmakta ve ihracatı çeşitlendirmede eksiklik ve risk yaratmaktadır. Bu nedenle ekonomik açıklıkla ilintili olarak kırılabilirliği şiddetlendirmektedir. Bu noktada, küçük boyutlu olmak, ihracatı çeşitlendirmede ülkenin yeteneğini kısıtlamaktadır. Stratejik ithalata bağımlılık; ülkenin büyüklüğüyle, kaynak zenginliğiyle ve ithal edilen malların ikamesinin olup olmadığıyla ilişkilidir. Stratejik ithalata bağımlılık, bir ekonomiyi ithal mallara bağlamakta ve fiyatlarına karşı kırılabilir hale getirmektedir.⁵⁰

Briguglio'nun çalışmasıyla eş zamanlı olarak (1996) ve onun çalışmasına benzer bir metodoloji ile Chander bir kırılabilirlik indeksi hazırlamıştır. Chander hazırladığı bu

⁴⁹ Briguglio, Galea, "Updating and Augmenting The Economic Vulnerability Index", a.g.m., ss. 4- 5.

⁵⁰ Briguglio, Cordina, Farrugia, Vella, "Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements", a.g.m., ss. 4- 5.

*CIF (Cost- insurance- freight) ve FOB (Free On Board) uluslararası ticaret terimleridir. CIF; mal bedeli, sigorta ve navlun terimlerinin kısaltılmış halidir. Malları taşıma esnasında kayıp ve hasar risklerine karşı deniz sigortası sağlama sorumluluğu satışı yapan kişiye aittir. Yani, doğacak masrafları, satışı yapan kişi ya da firma öder. Mallara ait tüm ihracat işlemleri satıcıya aittir. FOB durumunda, satışı yapan taraf mallardan geminin içerisine girene kadar sorumlu tutulmaktadır. Mallar gemiye yüklenene kadar tüm işlemler satıcıya, akabinde alıcıya aittir. Bu şekilde mali sorumluluklar da bölüştürülmüş olur.

indekse, ihracat yoğunluğu ve sermaye akımlarının toplam yatırımlara oranı adıyla iki yeni değişken eklemiştir. İhracat yoğunluğu değişkenini, dar yelpazeli bir ihracatı ölçmek amacıyla kullanmaktadır. Sermaye akımlarının toplam yatırımlara oranı değişkenini kullanmasındaki amaç ise, ekonomik kalkınmışlık için dış finansmana bağımlılığı ölçmektir. Chander kırılganlık indeksinde dış piyasalara bağımlılığı, ihracat/GSYH oranıyla değerlendirmektedir. Öte yandan, ada ülkesi olma ve uzaklık bileşeninin mal fiyatlarını arttırdığı üzerinde durmakta ve bu bileşenin CIF/FOB* oranı ile ölçüldüğüne değinmektedir. Chander analizinde, küçük devletlerin, büyük devletlerden daha yüksek kırılganlığa sahip olduğu sonucuna varmaktadır. Öte yandan Chander'in çalışmasında, çeşitlendirilmiş ihracata ve üretime sahip olan ülkelerin daha az kırılgan olduğu vurgulanmaktadır.⁵¹

Wells ise, Briguglio ve Chander'in çalışmalarından farklı olarak, 1996 yılında makroekonomik kırılganlığı ölçebilmek amacıyla bileşik bir indeks oluşturmuştur. Söz konusu bu bileşik indeks, altı alt indeksten meydana gelmektedir. Bunlar; ticari açıklık indeksi, uzaklık indeksi, ihracat çeşitliliği indeksi, sermaye açıklığı indeksi, enerji bağımlılığı indeksi, turizme bağımlılık indeksi şeklinde sıralanmaktadır. Bu doğrultuda, ihracat ve ithalatın GSYH'ya oranı olan ticari açıklık indeksi ilk alt indeks olarak karşımıza çıkmaktadır. İkincisi, uzaklık indeksidir; sigorta ve taşıma kredilerinin toplam ithalata oranı şeklinde hesaplanmaktadır. Üçüncüsü olan ihracat çeşitliliği indeksi, Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı tarafından oluşturulmuştur. Sermaye açıklığı indeksi, dördüncü indeks olarak karşımıza çıkmakta ve ödemeler dengesindeki kaynak açığı ile ölçülmektedir. Beşincisi, enerjiye bağımlılık indeksidir ve enerji ithalatının enerji tüketimine oranı ile değerlendirilmektedir. Turizme bağımlılık indeksi altıncı ve son indeks olmakta ve net turizm gelirlerinin GSYH'ya oranı ile ölçülmektedir. Wells bu indeksleri kullanarak hazırladığı analizinde, gelişmekte olan küçük ülkelerin en yüksek kırılganlık seviyesine sahip olduğunu doğrulamaktadır. Ayrıca Wells'in hazırladığı bu çalışma, enerjiye bağımlılık indeksini alt indeks olarak alarak kırılganlık nedenlerine en önemli katkıyı yapmaktadır.⁵²

⁵¹ United Nations, General Assembly, "Development of a Vulnerability Index for Small Island Developing States", *Environment and Sustainable Development: Implementation of the Outcome of the Global Conference on the Sustainable Development of Small Island Developing States*, Fifty-third session, 1998, s. 4.

⁵² Cordina, a.g.m., s. 24.

Kırılganlığın nedenlerini, kırılganlığa yapısal perspektiften yaklaşarak ve üzerindeki politik etkileri kaldırmaya çalışarak açıklayan indeksler de bulunmaktadır. Bu noktada Birleşmiş Milletler Kalkınma Politikaları Komitesi tarafından, “Ekonomik Kırılganlık İndeksi” ile ilgili çalışmalar yapılmış ve bahsedilen bu indeks ilk kez 2000 yılında uygulanmıştır. BM’e göre, yapısal ekonomik kırılganlık indeksi şokların (doğal ve dış şoklar) yarattığı riski yansıtmaktadır. Ekonomik Kırılganlık İndeksinin, şokların göstergelerini içerdiğine değinen BM, bu göstergelere, ihracatın istikrarsızlığını, tarımsal üretimi ve afetzedeleri örnek olarak vermektedir.⁵³ Daha ayrıntılı olarak ele alınırsa, BM Kalkınma Politikaları Komitesi tarafından hazırlanan bu indeks beş göstergeden meydana gelmektedir. Bunlar; mal ve hizmet ihracatında istikrarsızlık, tarımsal üretimde istikrarsızlık, nüfus büyüklüğü, mal ihracatının yoğunluğu (hizmet dâhil değil), imalat ve modern hizmetlerin GSYH’ya oranı şeklinde sıralanmaktadır.

Ekonomik Kırılganlık İndeksi; açıklık (risklilik) indeksi (dışsal şoklar) ve şok indeksinin (doğal şoklar) eşit ağırlıklarından oluşan her iki grupta toplam yedi göstergeden meydana gelmektedir. *Açıklık (risklilik) indeksi bileşenleri*; boyut alt indeksi, konum alt indeksi, ekonomik yapı alt indeksi olarak analiz edilmektedir. Burada, boyut alt indeksi “nüfusun boyutunu”, konum alt indeksi de “uzak olmayı” açıklamaktadır. Ekonomik yapı alt indeksi ise, malların ihracat yoğunluğu ve tarım- ormancılık- balıkçılık payı şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Ekonomik Kırılganlık İndeksinin ikinci bileşeni olan *şok indeksi*, doğal şok indeksi ve ticaret şok alt indeksi olarak iki kısımda incelenmektedir: Doğal şok indeksi, doğal afetlerden kaynaklanan zararları ve tarımsal üretimin istikrarsızlığını kapsamaktadır. Ticaret şok alt indeksi ise, mal ve hizmetlerin ihracatının istikrarsızlığını açıklamaktadır. Bu bileşenlerden meydana gelen Ekonomik Kırılganlık İndeksi, 0-100 arasında bir değer almaktadır. Yüksek düzeydeki bir puan, yüksek düzeyde kırılganlığı ifade etmektedir. Kalkınma Politikası Komitesi tarafından hazırlanan 2015 yılına ait rapora göre, Türkiye 11,8 indeks değeri ile 145 ülke arasında 1. sırada yer almaktadır. Bu sonuca göre, Türkiye 145 ülke arasında ekonomik kırılganlığı en düşük ülke sıfatıyla yer almaktadır ve bu alanda oldukça başarılı bir performansa sahip olduğunu ispat etmektedir. Türkiye’yi Güney Kore ve Cezayir takip etmektedir. Kiribati

⁵³ UNDP, a.g.e., s. 28.

Cumhuriyeti ise, 145 ülke arasında son sırada yer bulmaktadır.⁵⁴ 2018 yılında yayınlanan rapora göre ise Türkiye 10,8 indeks değeriyle 145 ülke arasından 1. sırada bulunmaktadır. Türkiye'nin ardından Güney Kore gelmektedir. 3. sırada ise Güney Kıbrıs Rum Yönetimi yer almaktadır. 145. sırada ise Palau bulunmaktadır.

Ekonomik Kırılganlık İndeksi hem sadeliği ve net yapısından hem de yalnızca yapısal faktörlerin neden olduğu kırılganlıkları ortaya çıkarmasından dolayı diğer indekslerden farklı olmaktadır. Bu bağlamda, az gelişmiş ülkelerde uygulanan yanlış politikaları önleyebilmek, eşitlik ve adalet için kırılganlık indeksi gerekli hale gelmektedir. Bu ekonomik kırılganlık indeksinin önemli bir özelliğidir. Bilindiği gibi, bir ülkenin ekonomik kırılganlığı uygulanan zayıf politikalara bağlı olmaktadır. Az gelişmiş ülke kategorisi, yanlış uygulanan politikalardan ve yapısal engellerden muzdarip gelişmekte olan ülkelere destek vermek için tasarlanmıştır. Uluslararası kalkınma politikası amacıyla tasarlanan söz konusu indeks iki temel amaç gütmektedir. İlk amaç, az gelişmiş ülke kategorisinde olanlar arasında yardım ve ticaret konusunda seçim yapabilmektir. İkinci amaç ise, gelişmekte olan ülkelere yardım gönderebilmek amacıyla, geleneksel olan diğer önlemlere ek olarak kullanılmasıdır. Ekonomik Kırılganlık İndeksi bu ruhla tasarlanmıştır. Yapısal ve politik bileşenlerden oluşan diğer kırılganlık indekslerinden farklı olmasının temel nedeni bu durum olmaktadır.⁵⁵

Sonuç olarak, BM Kalkınma Politikası Komisyonu oluşturduğu Ekonomik Kırılganlık İndeksini ortaya attığı günden beri, ekonomik kırılganlığın nedenlerini üç bileşen ile açıklamaktadır. Bu bileşenler; şokların büyüklüğü, şoklara karşı risk ve şoklara karşı ülkenin dirençliliği olarak sıralanmaktadır. Daha önce değinildiği gibi, Guillaumont da kırılganlık indeksine, kırılganlığın yapısal kaynaklı nedenleri yönünden yaklaşmış ve ekonomik kırılganlığın bu üç bileşenin sonucu olduğu üzerinde durmuştur. Bilindiği üzere, şokların büyüklüğü ve şoklara karşı risk bileşenleri için yapısal özellikler etken iken, dirençlilik konusunda politik faktörler daha fazla etkili olmaktadır. Buradan çıkarılabilecek sonuç ise, indeksin temelde iki bileşenden meydana geldiğidir. Bunlar,

⁵⁴ United Nations, *Development Policy and Analysis Division (UNDESA)*, LCD Criteria, 2014, http://www.un.org/en/development/desa/policy/cdp/ldc/ldc_criteria.shtml (14.08.2016).

⁵⁵ Patrick Guillaumont, "The Concept of Structural Economic Vulnerability and Its Relevance for the Identification of the Least Developed Countries and Other Purposes (Nature, Measurement, and Evolution)", *New York, United Nations, Development Policy and Analysis Division, Department of Economic and Social Affairs*, CDP Background Paper, No. 12 (2011), ss. 2- 3.

riske açık olmak ve şokun büyüklüğüdür. Bahse konu olan bu iki bileşen, BM'in tanımladığı Ekonomik Kırılma İndeksinde değinildiği üzere, şoklara karşı risk barındıran dört alt bileşen ve şokun büyüklüğünü ifade eden üç alt bileşenden oluşmaktadır. Ancak burada dikkat çeken nokta, tarımsal üretimin istikrarsızlığı ve tarım-orman- balıkçılık bileşenlerinin ilk kez Ekonomik Kırılma İndeksi içerisine dâhil edilmesi olmaktadır.

2.2. FİNANSAL KIRILGANLIK

Yakın tarihe kadar finansal kırılmağa yönelik yaklaşımlarda, kırılma dönemleri kriz dönemlerinin daha az şiddetli versiyonu olarak varsayılırdı. Başka bir deyişle “kırılma olmak” ve “tam anlamıyla krizde olmak” aynı süreci ifade etmektedir. Ancak pratikte durum böyle olmayabilir. Kırılma finansal sistemin yapısıyla ilgili olmaktadır ve kriz ise söz konusu kırılma ile bazı dış şoklar arasındaki etkileşimin bir sonucu şeklinde kısaca tanımlanabilmektedir. Bu farkı şu şekilde örnekleyebiliriz: Bir kristal cam, moleküllerinin yapısı nedeniyle kırılmadır. Ancak sert bir darbeye (şok) maruz kalmadığı sürece herhangi bir sorun (kriz) çıkmayacaktır. Bu nedenle, süreç içerisinde iktisatçılar kırılma (finansal sistemin şoklara karşı savunmasızlığı) ve kriz (bir sistemin yeterince bir şokla karşılaşması durumunda ortaya çıkan) kavramları arasında ayırım yapan çalışmalar ortaya koymuşlardır.⁵⁶ Bu bağlamda, finansal kırılma kavramını tanımlayabilmek için ilk olarak bu tartışmanın dayandığı teorik çerçeveyi incelemek faydalı olacaktır. Böylece finansal kırılma kavramı tüm yönleriyle açıklanacak ve hangi koşullarda finansal kırılmaktan bahsedilebileceğine dair tartışmaya netlik getirilecektir.

2.2.1. Ana Akım İktisatta Finansal Kırılma

Finansal kırılma kavramı, ana akım iktisadi modellerde finansal istikrarsızlık veya kriz ile aynı anlama gelmektedir. Bu noktadan bakıldığında, finansal kırılmaların (istikrarsızlığın), dışsal şoklar veya yanlış makroekonomik politikalardan kaynaklandığı üzerinde durulmaktadır. Bilindiği gibi, Klasik ve Neo Klasik iktisatçıların görüşlerinden meydana gelen geleneksel yaklaşıma göre, ekonomi doğası gereği istikrarlıdır. Görünmez

⁵⁶ James Bell, Darren Pain, “Leading Indicator Models of Banking Crises- A Critical Review”, *Bank of England, Financial Stability Review*, No. 9 (2000), s. 124.

bir el ekonomiyi dengeye doğru götürmektedir. Ekonomiyi geçici de olsa dengeden uzaklaştıran ve istikrarsızlık yaratan neden, dışsal şoklardır. Ancak, dengeleyici güdü daha güçlü olmaktadır.⁵⁷

Geleneksel olan modeller, finansal yapı ile reel ekonomiyi birbirinden ayrı olarak ele almaktadır. Bu bağlamda, Modigliani- Miller Teoremi bilgi asimetrisinin olmadığı, işlem maliyetlerinin bulunmadığı ve piyasada fiyatların belirlenmesi için bir engel olmadığı durumda, yatırımın finansmandan bağımsız olduğu üzerinde durmaktadır. Teoremde yatırım kararının önemi vurgulanmakta ve yatırımın teknoloji tarafından ya da fertlerin tüketim tercihlerine göre yapıldığına değinilmektedir. Bu nedenle teorem, şirketlerin yatırım kararlarının finansman kaynağından bağımsız olduğu görüşü üzerine oturtulmaktadır. Şöyle ki, firmaların yatırımlarını nasıl yaptıkları reel ekonomiyi etkilememektedir.⁵⁸ Hyman Minsky, yatırım ve finansman kavramları arasında bir bağ kurmuş ve bu noktadan hareketle, yatırımın istikrarsızlığa neden olan yönünü açıklamaya çalışmıştır. Ancak kavramları ayrı ayrı incelediği için, Minsky'nin çalışması fazla kişi tarafından kabul edilmemiştir.

Parasalıcı Yaklaşım, finansal kırılganlık sorununu açıklamaya çalışırken, para miktarında dalgalanmaya neden olan bankacılık paniklerini vurgulamış ve istikrarsızlığın bulaşma dönemlerinde parasal aktarım süreçlerinin önemi üzerinde durmuştur. Enflasyonist dinamikler istikrarsızlığı (kırılganlığı) arttırmaktadır. Parasalıcı yaklaşım, istikrarlı ve öngörülebilir para arzını önermekte ve kriz dönemlerinde para arzını arttırmanın gerekliliği üzerinde durmaktadır.⁵⁹

Yeni Keynesyen ekol mensupları, 1980'li yıllarda asimetrik bilgi kavramını analizlerine dâhil etmiştir. Finansal istikrarsızlık ile finansal kırılganlığın aynı anlama geldiğini ve dışsal şoklardan kaynaklandığını kabul etmekte olan Yeni Keynesyenler, bunların yanı sıra finansal kırılganlığı piyasanın işleyişine engel olan asimetrik bilgi

⁵⁷ Ali Şen, Hüseyin Altay, "Global İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz", *Eskişehir, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 10, S. 1 (2009), s. 166.

⁵⁸ Franco Modigliani, Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Association, The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3 (1963), ss. 433- 443.

⁵⁹ Cevat Bilgin, *Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye*, (Doktora Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, 2007, ss. 25- 26.

aracılığıyla açıklamaya çalışmışlardır.⁶⁰ Bu doğrultuda, Stiglitz ve Weiss yaptıkları çalışmada finansal kırılganlığın nedeni olarak, asimetrik bilgiyi ve asimetrik bilgi sonucunda doğan kredi sınırlamasını ortaya koymuşlardır. Çalışmada, asimetrik bilginin finansal piyasalarda ters seçime yol açacağı üzerinde durulmuştur. Bankalar sınırlı kontrol sağlar ve firmalara verdikleri borcun geri ödenmeme ihtimali ile ilgili fazla bilgiye sahip olmamaktadır. Borcunu geri ödememe riski diğerlerine kıyasla yüksek olan firmalar, mevcut faiz haddinden borçlanabilmektedir ancak geri ödememe riski düşük olan firmalar ise borçlanamamaktadır. Bu duruma bağlı olarak, beklenen getirisi yüksek olan yatırımlar finansman bulamadığından dolayı gerçekleştirilememektedir.⁶¹

Öte yandan, Yeni Keynesyen iktisatçılardan olan Crotty ve Goldstein'in birlikte hazırladığı çalışmasında finansal kırılganlık ile asimetrik bilgi ilişkilendirilmektedir. Söz konusu çalışmada, firma sahipleri ile firma yöneticileri arasındaki asimetrik bilgi sorunu üzerinde durmakta ve bu sorunun yatırım projeleri için hayati öneme sahip olduğunu vurgulamaktadırlar. Yöneticiler; firmanın büyümesi, finansal olarak sağlamlığı ve kendi iş güvencesini sağlama amacı gütmektedirler. Ancak, firmanın büyümesi ve finansal anlamda sağlamlığı arasında bir uyumsuzluk meydana gelebilmektedir. Şöyle ki, yönetici ekonominin genişleme yaşadığı dönemlerde borçlanma yoluyla yatırım projeleri gerçekleştirmekte ve yatırımı arttırmaktadır. Bunu yaparken firmanın finansal yapısında gerçekleşebilecek bozulmayı da göz önüne almakta ve finansal kırılganlığa yol açmaktadırlar.⁶²

Ayrıca, Bernanke ve Gertler 1990 yılındaki çalışmasında, finansal kırılganlıkla ilgili bir model geliştirmişler ve bu modelin sonucu olarak, finansal kırılganlığı yatırım projelerini üstlenmek isteyen girişimcilerin düşük net değere sahip olmasına ve dış finansmana dayandırmışlardır. Yatırımın yüksek olan maliyeti, dış finansman üzerindeki aşırı güvenden kaynaklanmaktadır. Firmaların yatırım yaparken çoğunlukla dış finansman yolunu seçmesi, düşük seviyede ve verimsiz yatırıma neden olmaktadır. Düşük

⁶⁰ Seçil Aysed Kaya Bahçe, "Minskian Yaklaşımla Türkiye'de Finansal Kırılganlık", *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, C. 25, S. 90 (2014), s. 4.

⁶¹ Joseph E. Stiglitz, Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *USA, The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3 (1981), ss. 393- 408.

⁶² James R. Crotty, Jonathan P. Goldstein, "The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundation for Minsky's Investment Instability Thesis", *New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College and Bowdoin College*, Working Paper, No. 79 (1992), ss. 1- 24.

net varlığa sahip olan firmalar ise, yatırımlarını finanse edebilen krediyi bulmakta zorlukla karşılaşmaktadırlar.⁶³

Sundararjan ve Balino'nun hazırlamış olduğu çalışmalarında finansal kırılganlık kavramı, ekonomik şoklara karşı duyarlılık olarak açıklanmaktadır.⁶⁴ Bu çalışmaya benzer olarak, Aspachs ve birkaç iktisatçının birlikte hazırladığı çalışmada finansal kırılganlık kavramı, bankaların kârlılıklarının azalması ve temerrüt oranlarının artışı şeklinde tanımlanmaktadır. Çalışmada, bankacılık sektörüne ait bu iki değişkenin finansal kırılganlığı ölçtüğü iddia edilmektedir. Söz konusu iki değişkeni etkileyecek olan dışsal bir şok da yapılan modele dâhil edilmektedir. Hem dışsal şokun etkilerini hem de ekonomik birimlerin risk alma davranışlarını inceleyebilmek amacıyla bu iki değişken seçilmektedir. Hazırlanan çalışmanın hedefi ise, bahsedilen bu iki değişkenin ekonomik birimlerin refahına etkisini incelemektir.⁶⁵

Goodhart ve diğerlerinin finansal kırılganlığı tanımlamak için hazırladığı çalışmada, finansal kırılganlık azalan toplam banka kârlılığı ve çoğu bankayla birlikte hanehalkının finansal yükümlülüğünü yerine getirememesi olarak ifade edilmektedir. Bu iki nedenden dolayı, ekonomide finansal kırılganlığın var olması doğal bir sonuç olarak vurgulanmaktadır. Sonuç olarak, çalışmalarında Modigliani - Miller Teoremi üzerinde durulmakta ve finansal kırılganlık bu teorem üzerinden modellenerek izah edilmektedir.⁶⁶

Ayrıca, Gatti ve diğerleri de finansal kırılganlık tanımı üzerinde durmaktadırlar. Bu iktisatçılar, iflas etme riski yüksek olan bankaları ve firmaları finansal kırılgan olarak nitelendirmektedirler. Çalışmadan çıkan sonuca göre, finansal olarak kırılgan kurumlar, yüksek oranda yükümlülüklerini yerine getiremezler ve bu durum onların iflasa doğru gitmesi anlamına gelmektedir. Banka iflasları oluştuğunda, bankaların net değeri

⁶³ Ben Bernanke, Mark Gertler, "Financial Fragility and Economic Performance", *Cambridge, The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 55, No. 1 (1990), s. 87.

⁶⁴ Vasudevan Sundararjan, Tomas Balino, *Issues in Recent Banking Crises, Banking Crises: Cases and Issues*, USA: International Monetary Fund, 1991, s. 5.

⁶⁵ Oriol Aspachs- Bracons, Charles A.E. Goodhart, Dimitrios P. Tsomocos, Lea Zicchino, "Towards a Measure of Financial Fragility", *England, Annals of Finance*, Vol. 3 (2007), ss. 50- 52.

⁶⁶ Charles A.E. Goodhart, Pojanart Sunirand, Dimitrios P. Tsomocos, "A model to Analyse Financial Fragility: Applications", *Journal of Financial Stability*, Vol. 1 (2004), s. 3.

düşmekte ve dolayısıyla bankalar kredi arzını azaltma yoluna gitmektedirler. Kredi arzındaki azalmanın ise borç verme faiz oranlarını etkilediği üzerinde durulmaktadır.⁶⁷

2.2.2. Post Keynesyen İktisatta Finansal Kırılgnlık

Yeni Keynesyen iktisatçılar, birazdan değineceğimiz Minskian açıdan olmasa bile, yatırım ile finansman arasında bağ kurarak finansal kırılgnlığı açıklamaya çalışmaktadırlar. Minsky ise yatırım için belirleyici olarak, bankaların ve firmaların temerrüde düşme ihtimalinin yüksek olması durumu üzerinde durmaktadır. Fakat aralarındaki temel fark, ana akım iktisat yatırım kararlarıyla finansal durum arasındaki ilişkiye mikro perspektiften yaklaşmaktayken, Post Keynesyen iktisatçı olan Minsky kapitalist ekonomilerin dinamiklerine dayanan makro perspektifi tercih etmektedir.

Bunlara ek olarak, Minsky finansal kırılgnlığı, ana akım iktisadi modellerden farklı olarak tanımlamaktadır. Yukarıda değinildiği gibi ana akım makro modeller; asimetrik bilgi, banka ve firmaların iktisadi davranışları aracılığıyla finansal kırılgnlık kavramını açıklamaya çalışmakta iken Minsky finansal kırılgnlığı doğası gereği istikrarsız olan kapitalist sistemin dinamiklerine dayanarak izah etmektedir. Kapitalist ekonomide içsel olarak istikrarsızlık yaratan temel öğeler; kârlar, yatırım seviyesi, yatırımın nasıl finanse edildiği ve borç ödemeleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Kapitalist sistemde ortaya çıkan finansal kırılgnlık, bu temel öğeler arasındaki ilişkilerin aksamasından kaynaklanmaktadır. Kapitalist ekonomideki bir firma, kârını sürekli olarak arttırma isteği içinde bulunacağı için yatırımda artış yapma yoluna gidecektir. Üretim sonucunda kazanılan nakit akışı ve borçlanma yoluyla firma yatırım miktarını dolayısıyla kârını arttırmaktadır. Ancak firmanın elde ettiği gelirler ile alınan borcun geri ödenmesinde ve yatırımda kullanımı arasında oluşan dengesizlik finansal kırılgnlığı açıklamaktadır.⁶⁸

Minsky kapitalist sistemi tanımlarken, Post Keynesyen iktisatçıların yapmış olduğu kapitalizm tanımını kullanmaktadır. Bu doğrultuda, kapitalist ekonomi genel olarak istikrarsızdır. Bu durum sistemin kendi içsel mekanizmasından kaynaklanmaktadır ve sisteme dışarıdan herhangi bir müdahale olmasa bile sistem istikrarsızlık doğurma eğilimi

⁶⁷ Domenico Delli Gatti, Carrado Di Guilmi, Edoardo Gaffeo, Gianfranco Giulioni, Mauro Gallegati, Antonio Palestrini, "A New Approach to Business Fluctuations: Heterogeneous Interacting Agents, Scaling Laws and Financial Fragility", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 56, No. 4 (2005), s. 491.

⁶⁸ Bahçe, a.g.m., s. 5.

içerisinde olmaktadır. Kapitalist sistemdeki bu istikrarsızlık sistem dışından değil, sistem içindeki mekanizmalar tarafından belirlenmektedir. Yani, ekonomiler; savaşlar, petrol veya parasal sürprizler gibi şoklardan dolayı değil, doğası gereği istikrarsızdır. Kapitalist sistemin olduğu bir ekonomide, kârlar işletmeyi motive etmektedir. Kârların geçmişi onaylama, geleceği uyarma görevi bulunmaktadır. Yatırım ise maliyetlerden fazla gelir elde etme amacıyla, üretim sürecinde kullanılan mallar için harcanan parayı ifade eder. Bahsedilen bu fazlalık, sermaye varlıklarına yöneltilmektedir. Yatırım, kapitalist bir ekonominin yaşadığı evrelerin temel belirleyicisi olmaktadır. Bu doğrultuda, Minsky'ye göre finansal kırılganlık sürecini tam olarak anlamak için, öncelikle yatırımın belirleyicilerinin ne olduğunu bilmek gerekmektedir. Kamu bütçesi, tüketim davranışı ve parasal ücret konuları ikinci sırada yer almaktadır. Elbette onlar da istikrarsızlığı artırıp azaltabilmektedir ancak kârlar, sermaye varlık fiyatları, finansal şartlar ve yatırım arasındaki ilişki hayati öneme sahip olmaktadır. Bu doğrultuda, daha fazla kâr amacıyla yatırım yapan bir firma, yatırımın üretim finansmanını mecburi olarak planlamaktadır. Yatırım yapma kararı yani sermaye varlıklarını satın almak, her zaman borç yapısıyla ilgili bir karar olmaktadır.⁶⁹

Minsky finansal kırılganlık kavramını tanımlarken, sağlam ekonomi ile kırılgan ekonomi ayrımından yola çıkmaktadır. Farklı bir ifadeyle, bir ekonomide firmalar ve bankalar yükümlülüklerini yerine getirmesi gerekirken oluşan bazı ufak aksamalar, ekonomide zincirleme olarak büyük değişimlere sebep olmuyorsa veya büyük değişiklikler olsa bile ekonomi çok kısa bir dönemde kendini toparlayabiliyorsa bahsi geçen bu ekonominin sağlam olduğu düşünülmektedir. Aksi durum olarak, iktisadi birimler yükümlülüklerini yerine getirmesi açısından karşılaştığı bazı aksamalara ekonomi çok büyük tepkiler vermekteyse ve kısa zamanda kendini toparlayamıyorsa kırılgan bir ekonominin varlığından söz edilmektedir. Tüm sistem için bahsedilen bu yapı; finansal kurumlar, tek tek firmalar ve hane halkları için de geçerli olmaktadır.⁷⁰ Yinelemek gerekirse, bir ekonomik birimin gelir ya da kâr gibi nakit akımları,

⁶⁹ Hyman P. Minsky, *Stabilizing An Unstable Economy*, 2. b., United States of America: Mc Graw Hill, 2008, ss. 191- 192.

⁷⁰ Hyman P. Minsky, "Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism", *New York, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, No. 69 (1995)*, s. 8.

yükümlülüklerini yerine getirmesini engellemekteyse o ekonomik birim kırılğan olmaktadır.

Finansal sistemde bulunan her bir firma mevcut durumunu koruyabilmek için, kendisini finanse etmek mecburiyetindedir. Ama finansal sistemdeki firmalardan herhangi birisi kendisini finanse etmekte başarısız olursa, alışılmış olmayan enstrümanları denemektedir ve durumunu muhafaza etmek için varlıklarını satmaktadır. Bu durum, finansal krizin başlangıcıdır. Firmanın yükümlülüklerini yerine getiremediği noktada ise, ondan alacaklı olan diğer firmalar da kendi yükümlülüklerini yerine getirememekte ve kendi varlıklarını satmaktadırlar.⁷¹ Kredilerini yenileyemeyen üretici firmalar aracılığıyla, likidite sıkıntısı reel sektöre sıçramakta ve domino etkisiyle tüm finansal sistemde buhran başlatmaktadır. Bilindiği gibi, buhran döneminde finansal varlıklarının yanı sıra sermaye, yatırım, tüketim, üretim varlıklarının fiyatları ve emek ücretleri düşmektedir. Minsky'nin 1977 yılında izah ettiği bu durum bize, 2008 yılında meydana gelen ABD kökenli Mortgage Krizini anımsatmaktadır.

Post Keynesyen iktisat ile ana akım iktisat arasındaki önemli görülen bir diğer fark ise, belirsizlik kavramını ele alış şekilleri olmaktadır. Ana akım öğretinin temel varsayımlarından biri, tam rekabet koşullarının varlığıdır. Elbette ki tam rekabet koşullarını gerçek hayatta uygulayabilmek imkânsız olmaktadır. Bu duruma bağlı olarak, ana akım iktisat belirsizliği ihmal etmektedir.⁷² Ana akım öğretilerde, iktisadi birimler geçmişteki bilgiyi kullanarak gelecekle ilgili beklentilerini oluşturmaktadır. Söz konusu bu iktisadi modellerde, geleceğe ilişkin beklentiler geçmişteki verilere dayanmaktadır ve bu beklentiler istatistiksel olarak hesaplanabilir olasılıklarla açıklanmaktadır. Yani, geçmiş bilginin istatistiksel analizini yapmakta ve elde ettikleri olasılıklar üzerinden belirsizlik kavramını ifade etmektedirler.⁷³

Öte yandan, ana akım iktisatın ortaya attığı hesaplanabilir belirsizlik kavramına karşı, Post Keynesyen İktisat bu kavramı daha farklı ele almaktadır. Keynes'in fikirlerinin takipçisi olan Post Keynesyen İktisatçılar, belirsizlik konusu üzerinde de Keynes'in analizini kabul ederler. Keynes Genel Teori'de geleceğin belirsiz olduğunu ifade

⁷¹ Hyman P. Minsky, "A Theory of Systemic Fragility", *U.S.A., New York University* (1976), ss. 3- 4.

⁷² David Dequech, "Neoclassical, Mainstream, Ortodox, and Heterodox Economics", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, No. 2 (2007), s. 280.

⁷³ Bahçe, a.g.m., s. 6.

etmektedir. Ayrıca, bu belirsizliğin olasılık hesaplamalarıyla önlenemeyeceği üzerinde durmaktadır. Keynes'e göre, geçmiş tekrar edilememekte ve gelecek istatistiksel olarak hesaplanamamaktadır. Post Keynesyen İktisatçılar da Keynes'in bu görüşlerini kabul etmekte ve geleceğin belirsiz olduğuna değinmektedirler.⁷⁴ Ana akım iktisatın aksine, Post Keynesyen iktisatçılar rasyonel beklentiler varsayımını kabul etmemektedir. Yani, iktisadi birimler gerçek hayatta, geçmiş bilgilerden yola çıkarak gelecek ile ilgili tahminler yürütürken mevcut tüm bilgiyi elde edememe zorluğuyla karşılaşmaktadırlar. İktisadi birimlerin tarihsel örneklerden yola çıkarak geleceği tahmin edebilmesi ve ekonomik sürecin tutarlı ve düzenli bir şekilde var olması gerçek hayatta mümkün olmamaktadır.⁷⁵ Post Keynesyen iktisatçılar, gerçek dünyada olasılık dağılımlarının belirsizlik altındaki davranışı anlamak için kullanılamayacağı üzerinde durmaktadırlar. İktisadi birimler, seçim yaptıkları dönem ile bu seçimlerin sonuçlarını gördükleri dönem arasında değişimlerin olabileceğini bilmektedirler. Bu durumda, bugünün karar alıcıları için piyasa sinyalleri veya geçmiş verilerin analizleri gelecek dönemdeki olasılıklarla ilgili güvenilir istatistiki bilgi sağlamamaktadır.⁷⁶ Daha sonra Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin spekülasyon finansman bölümünde anlatılacağı üzere, Post Keynesyenlerin ifade ettiği gibi belirsizlik durumunda yatırım tümüyle spekülatiftir.

Tüm bunların yanı sıra, Neo Klasik iktisatta ekonomi kendisini dengeye getirebilen iç dinamiklere sahip olmaktadır ve konjonktürel dalgalanmalar geçicidir. Adam Smith'den itibaren, ekonomide uyumu ve dengeyi sağlayan rasyonel bireylerin, kâr amacı güttükleri ve piyasa sinyallerine karşılık verdikleri düşünülmektedir. Keynes ve devamı niteliğinde olan Post Keynesyen iktisatta ise, Neo Klasik sentezin aksine, ekonomi istikrarlı bir dengeyi sağlayacak dinamiklere sahip olmamaktadır. Bu bağlamda Minsky, ekonomik birimlerin rasyonel olsalar dahi, sistemin istikrarını sarsacak biçimde davrandıkları üzerinde durmaktadır. Kâr peşinde koşan rasyonel bireylerin davranışları nedeniyle, ekonomi kendisini istikrarsız ve finansal anlamda kırılgan bir hale

⁷⁴ Edward E. Williams, Chapman M. Findlay, "Risk and The Role of Failed Expectations in an Uncertain World", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 9, No. 1 (1986), ss. 33- 38.

⁷⁵ Filiz Sanal Çevik, Oğuz Bal, "Post Keynesgil Okul: Oluşumu ve Temel Özellikleri", *Kilis, Akademik Araştırmalar ve Çalışma Dergisi: Prof. Dr. Alaeddin Yavaşca Özel Sayısı*, C.2, S. 1 (2010), s. 35.

⁷⁶ Paul Davidson, "Is Probability Theory Relevant for Uncertainty? A Post Keynesian Perspective", *USA, Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 1 (1991), s. 130.

getirmektedir. Şüphesiz ki, Minsky'nin bu görüşleri, Neo Klasik iktisatla taban tabana zıtlığa sahip olmaktadır.⁷⁷

Yukarıda da belirttiğimiz gibi finansal kırılganlık kavramına ana akım iktisadi modellerden oldukça farklı bir açıklama getiren Post Keynesyen iktisatçılar, finansal kırılganlık kavramını finansal istikrarsızlıktan tamamen farklılaştırmaktadırlar. Bu bağlamda, finansal kırılganlık ve finansal istikrarsızlık kavramlarını net olarak ayıran Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ortaya atılmış ve finansal kırılganlık kavramı tüm yönleriyle izah edilmiştir.

2.2.3. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Ekonomik birimlerin davranışları, ekonomik sistemin işleyişinde oldukça önemli yer tutmaktadır. Özellikle de ekonomik birimlerin yatırım ve tasarruf ile ilgili aldıkları kararlar piyasaya yön vermektedir. Ekonomik birimler tarafından alınan bu kararlar, elbette ki finansal piyasalardaki koşullara bağlı olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ekonomik davranışlar üzerinde olumlu etki yaratan, tasarrufların ve yatırımların teşvik edilmesidir. Ancak, finansal piyasalarda meydana gelen aşırı oynaklıklar ya da belirsizlikler ekonomide istikrarsızlık yaratabilmektedir.⁷⁸ Sermaye ve finansal varlıkların fiyatlarında oluşan bu aşırı oynaklıkları, Hyman Minsky “finansal istikrarsızlık” şeklinde ifade etmiştir. 1978 yılındaki makalesinde, ekonomik istikrarın finansal istikrarsızlığa ve buna bağlı olarak ekonomik istikrarsızlığa sebep olacağı üzerinde durmuş ve Finansal İstikrarsızlık Hipotezini ortaya koymuştur.⁷⁹

Bu noktada, finansal istikrar ve finansal istikrarsızlık kavramları üzerinde durmak faydalı olacaktır. Finansal istikrar, ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrar için bir ön şarttır. Finansal istikrar kavramı, finansal sistemin kaynaklarını etkin olarak bölüştürme, riskleri ortadan kaldırarak fırsata dönüştürme ve menkul kıymet işlem ve ödemelerini sağlam bir biçimde gerçekleştirebilme anlamına gelmektedir. İstikrarlı bir ekonomi zor şartlarda olsa dahi bu görevlerini yerine getirmektedir. Dolayısıyla, finansal

⁷⁷ Y. Tamer Ergül, *Finansal İstikrarsızlık Hipotezi*, ed. Gürsel Caniklioğlu, İstanbul: Bizim Kitaplar, 2016, s.43.

⁷⁸ Özge Korkmaz, Rahmi Yamak, “Minsky Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği”, *Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 15, No. 3 (2015), s. 52.

⁷⁹ Hyman P. Minsky, “Financial Instability Hypothesis. A Restatement”, *New York, Levy Economics Institute of Bard College*, Paper. 180 (1978), ss. 1- 22.

istikrar, şoklara karşı dayanıklılık anlamına da gelmektedir. Finansal istikrar, belirsizliği azaltmaktadır ve reel ekonomiye pozitif dışsallık sağlamaktadır. Oysaki finansal sistemin istikrarsız olduğu ekonomiler, negatif dışsallıklar ve yüksek ekonomik maliyetlerle karşı karşıya kalmaktadırlar.⁸⁰ Bu bağlamda, finansal istikrarın sağlanamaması olarak ifade edilmekte olan finansal istikrarsızlık kavramına da değinmemiz gerekmektedir.

Minsky istikrarsızlık kavramını, ikili fiyat düzeyinin varlığını temel alarak açıklamaktadır. İkili fiyat sistemi analizinde bulunan fiyat düzeylerinden ilki *cari yatırım malları fiyatı* iken, öteki *daha önce üretilmiş olan sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyat düzeyi* olmaktadır. Minsky'e göre finansal istikrarsızlık, cari yatırım fiyatlarının, hem finansal hem de sermaye varlıklarının fiyatlarına oranında oluşan ani değişikliklerin yarattığı bir süreç olarak tanımlanmaktadır. Cari yatırım fiyatı, maliyetlere mark-up oranı eklenerek ortaya çıkmaktadır. Yani, emek ve hammadde maliyetlerinin üstüne bir kâr marjı ilave edilerek oluşturulmaktadır. İkinci fiyat düzeyi olan varlık fiyat sistemi ise, daha önce üretilmiş olan sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyat düzeyini ifade etmektedir. Varlık fiyatları, finansal sistemdeki değişikliklere ani tepkiler vermekte iken, sermaye ve finansal piyasaların arz ve talep şartlarına bağlı olarak belirlenmektedir. Sermaye mallarının arzları kısa dönemde sabit olmakla birlikte sermaye mallarının talebi, ondan beklenen getiri oranı aracılığıyla saptanmaktadır. Bahsedilen bu getiri oranının belirsiz olması nedeniyle, sermaye talebi de bu durumdan etkilenmektedir.⁸¹

Minsky, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin temelini, Keynes'in 1936 yılında yayınladığı "The General Theory of Employment, Interest and Money" adlı eserinden yola çıkarak oluşturmuştur. Özellikle, Genel Teori'nin 17. bölümü olan "Para ve Faizin Temel Özellikleri" Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin meydana gelmesinde önem taşımaktadır. Çünkü Keynes; belirsizlik, beklentiler, tarihsel zaman, likidite tercihi gibi kavramları kullanarak, Klasik İktisatçıların ekonominin reel kesimi ile parasal kesimi arasında kurmayı başaramadıkları ilişkiyi kurmuştur. Ayrıca, reel kesim ile para arasındaki ilişkiyle ilintili olarak, kapitalist ekonomilerdeki istikrarsızlığın sisteme ait bir

⁸⁰ Axel A. Weber, "Financial Market Stability", *London, London School of Economics* (2008), ss. 1- 2.

⁸¹ Gary Dymksi, Robert Pollin, "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm", *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, Chapter. 3 (1992), s. 37.

özelliğ olduğu üzerinde çalışmalar yürütmüştür. Minsky ise Keynes'in çalışmalarını geliştirerek "Yatırımın Finansmanı Teorisi"ni ortaya koymaya çalışmış ve bu doğrultuda yatırımın finansmanının kapitalist ekonomilerde, istikrar- kırılabilirlik- kriz şeklinde gelişen süreçle karşı karşıya kalacağı üzerinde durmuştur. Minsky, bu sürecin ortaya çıkarttığı mekanizmada, finans olarak paranın önemine değinmekte ve istikrarlı şekilde çalışan kapitalist ekonomilerin doğası gereği istikrarsızlaşabileceğini vurgulamaktadır.⁸² Diğer Post Keynesyen İktisatçılar gibi Minsky de, Keynes'in Genel Teorisinin iktisat teorisi için devrimci nitelik taşıdığını, fakat Keynes'ten sonra standart bir hal alan Keynesyen Teorinin, Genel Teori'de var olan devrimci özden uzaklaştığına vurgu yapmaktadır. Standart Keynesyen Teorinin eksik olması, kapitalist finansmanın döngüsel ve spekülasyon olarak iktisat kuramına dahil edilmediği anlamına gelmektedir. Minsky'e göre Keynes'in "The General Theory of Employment, Interest and Money" adlı eserine yapılan bu standart yorumlarda, Keynes'in finansal piyasalar ve finansal piyasaların birbiriyle olan ilişkileriyle ilgili yaptığı analizler göz ardı edilmektedir.⁸³

Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, hem ampirik hem de teorik yöne sahip olan bir hipotez olarak ifade edilmektedir. Hipotezin kolayca gözlenebilen ampirik yönü, kapitalist ekonomilerin belirli dönemlerde enflasyon ve borç deflasyonu ile karşı karşıya kaldığını ve ekonominin kolayca kontrolünü kaybetme potansiyeline sahip olduğunu ifade etmektedir. Ekonomi teorisi olarak Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Genel Teori'nin esaslarının yorumlanması şeklinde açıklanmaktadır. Bu yorum Genel Teori'yi tarihte önemli bir yere oturtmaktadır. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin teorik yönü ise; kapitalist ekonomileri, pahalı sermaye varlıklarını, karmaşık ve gelişmiş finansal sistemi tanımlamakla başlamaktadır.⁸⁴

Minsky, kapitalist bir ekonominin izlediği yolun temel belirleyicisi olarak yatırımları vurgulamaktadır. Yatırımların gerçekleşme amacı ise, nakit akışı sağlama beklentisidir. Bu bağlamda, Minsky'nin hipotezine göre, yatırımların finanse edilmesi üç farklı borç-

⁸² Serdar Varlık, "Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nde Keynes'in İzlerini Aramak", *Antalya, Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, No. 22 (2011), s. 2.

⁸³ Hyman P. Minsky, "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy", *New York, Levy Economics Institute of Bard College*, Hyman P. Minsky Archive, Paper. 282 (1982), s. 14.

⁸⁴ Hyman P. Minsky, "The Financial Instability Hypothesis", *New York, The Jerome Levy Economic Institute of Bard College*, Working Paper, No. 74 (1992), ss. 1- 2.

gelir ilişkisi çerçevesinde gerçekleşmektedir. Bunlar; hedge, spekülâtif ve ponzi finansman şekliyle karşımıza çıkmaktadırlar. Hedge finansman yapısına sahip olan bir firmanın uzun dönem gelir akımı ödeme akımından fazla olmaktadır. Buna karşılık spekülâtif finansman yapısında, gelir akımı ödeme akımını karşılayamamakta fakat mevcut borçların faiz ödemelerini karşılayabilmektedir. Son olarak, ponzi finansman yapısında ise, firma faiz ödeme yükümlülüklerini gelir akımı ile karşılayamaz durumda bulunmaktadır.⁸⁵ Kısaca, değindiğimiz bu finansman türlerini daha ayrıntılı ele almak finansal kırılganlık konusunu daha rahat anlamamıza yardımcı olacaktır.

Minsky'nin analizinde, finansal sistemin dayanıklılığını ya da kırılganlığını etkileyen üç etken bulunmaktadır: İlk etken; hedge, spekülâtif ve ponzi karışımından meydana gelmektedir. Dayanıklılığın- kırılganlığın ikinci etkeni, çeşitli firmaların nakit ya da kısa vadeli nakde dönen varlıklarının ağırlığıdır. Dar anlamda, likidite durumlarını tanımlamaktadır. Üçüncü etken ise, devam eden yatırımların borçla finanse edilmesi şeklinde açıklanmaktadır.⁸⁶

Finansal sistemdeki firmaların, dayanıklılık- kırılganlık durumunu tanımlayan ilk etkenin üç bileşeninden birisi olan hedge (korunma, güvenli) finansman, sözleşmeden doğan ödeme yükümlülüklerinin tamamının firmaların kendi nakit akışları sayesinde gerçekleşmesi anlamına gelmektedir.⁸⁷ Hedge finansmanda kapitalist sistemdeki çeşitli firmaların, her dönemde, nakit gelirleri nakit yükümlüklerinden daha fazla olmaktadır. Gelirleri borçlarını aşan firmalar, faiz oranlarından etkilenmemektedirler. Bu sebeple, hedge finansman yapısına sahip olan birimlerin, finansal piyasalardaki kötü şartlara duyarlılıkları düşük olmaktadır.⁸⁸ Ayrıca, hedge finansman birimleri çok büyük hacimli vadesiz borçlanmamaktadır. Şarta bağlı borçlar ise, hedge finansman biriminin yükümlülüklerinin büyük bir bölümünü oluşturmamaktadır. Bu bağlamda, ticari bir banka, hedge finans birimi olmamaktadır.⁸⁹ Sonuç olarak, bu finansman türü ekonomideki firmaların çoğunluğu tarafından benimsenirse, ekonomide istikrarlı bir seyir izleneceği düşünülmektedir.

⁸⁵ Minsky, "The Financial Instability Hypothesis", a.g.m., ss. 6- 7.

⁸⁶ Minsky, "A Theory of Systemic Fragility", a.g.m., s. 8.

⁸⁷ Minsky, "The Financial Instability Hypothesis", a.g.m., s. 7.

⁸⁸ Minsky, "A Theory of Systemic Fragility", a.g.m., ss. 9- 10.

⁸⁹ Minsky, *Stabilizing An Unstable Economy*, a.g.e., s. 230.

Finansal sistemdeki firmaların dayanıklılık- kırılabilirlik durumunu tanımlayan ilk etkenin ikinci bileşeni olan spekülasyon finansmanda, yalnızca bazı dönemler (özellikle kısa vadede), nakit girişleri nakit çıkışlarını karşılamamaktadır. Fakat uzun dönemde spekülasyon finansman durumundaki firmalar, yükümlülüklerini yerine getirme yeteneklerine sahip olduğu için toplam nakit gelirlerinin değeri, toplam ödeme yükümlülüklerinin değerini aşmaktadır. Yükümlülüklerinin gelirlerini aştıkları dönemlerde ise, yeniden borçlanmaları gerekmektedir. Fakat faiz oranlarının yükselmesi halinde, yani yüksek faizden borçlanma durumunda, borçlanma maliyetleri artmakta ve firmanın ödeme yeteneğini yitirme ihtimali yükselmektedir. Bu yüzden spekülasyon finansman durumundaki firmalar, finansal piyasalarda meydana gelen olumsuzluklara karşı oldukça yüksek duyarlılığa sahiptir. Fakat özellikle konjonktürün iyileştiği dönemlerde, likit varlık taşıma maliyetlerinin artması nedeniyle spekülasyon finansman durumu tercih edilmektedir. Bir başka ifadeyle, firmalar bu dönemlerde nakit varlık bulundurmaya yerine borçlanmayı tercih etmektedir.⁹⁰ Spekülasyon finansal kurumlara verilebilecek en iyi örnek, ticari bankalardır. Bunlara ek olarak, bir firma, gelir yetersizliği ile karşı karşıya kalırsa hedge finansmandan, spekülasyon finansmana geçmektedir. Aksine, gelirden ani bir artış meydana gelir veya borçlar fonlanırsa spekülasyon bir firma hedge durumunda bulunmaktadır.⁹¹

Finansal sistemdeki firmaların dayanıklılık- kırılabilirlik durumunu tanımlayan ilk etkenin üçüncü bileşeni olan ponzi finansmanda, bir firmanın gelirleri faiz ödemelerini karşılamak için bile yetersiz kalmakta ve borçlular hisse senedi veya tahvil satışlarından kâr elde ederek yükümlülüklerini yerine getirmektedir.⁹² Başka bir ifadeyle, ponzi finansman durumunda, firmaların nakit çıkışları nakit girişlerinden fazla olmaktadır. Özellikle uzun vadeli yatırımlar yapan bu tür finansman grubundaki firmalar, sürekli olarak borç aldıkları için finansal piyasalardaki olumsuzluklara oldukça fazla duyarlı hale gelmektedirler. Ayrıca, faiz oranlarında meydana gelen değişimlere de duyarlılıkları yüksek olmaktadır. Ponzi finansman durumunda bulunan firmalar, borçlarını ödeyebilmek için ya varlıklarını satmakta ya da yeniden borç almaktadırlar. Borç

⁹⁰ Minsky, "A Theory of Systemic Fragility", a.g.m., s. 10.

⁹¹ Minsky, *Stabilizing An Unstable Economy*, a.g.e., s. 211.

⁹² Thomas Palley, "The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crises", *Germany, Macroeconomic Policy Institute*, Working Paper, No. 11 (2009), ss. 5- 6.

aldıklarında ise, finansal kurumların dilediklerini kabul etmek zorunda kalmaktadırlar.⁹³ Ponzi finansman konumundaki bir firmanın, borcunun faizlerini ödeyebilmek için varlıklarını satması ya da borçlanması birimin özsermayesini düşürmektedir. Ayrıca birimin borçlarını ve beklenen gelirinden temin edilecek olan borç yükümlülüklerini arttırmaktadır.⁹⁴

Bir ekonominin finansal olarak kırılganlık seviyesi; hedge, spekülasyon ve ponzi şeklinde ifade ettiğimiz finansman türleri aracılığıyla ölçülebilmektedir. Hedge finansman türünün dominant olduğu bir ekonomi, dengeyi arayan ve dengeyi sürdüren bir pozisyonda bulunmaktadır. Bu noktada, finansal kırılganlık seviyesi düşük olmaktadır. Aksine, spekülasyon ve ponzi finansmanın ağırlığı daha fazlaysa, ekonominin dengeden sapma ihtimali büyüktür. Kapitalist ekonomideki firmalar dönemin başında hedge finansman türünde bulunmaktadır. Fakat bu durum kalıcı olmamaktadır. Kapitalist ekonomide firmalar daha fazla kâr elde etmek için spekülasyon ve ponzi finansman türlerine geçebilmektedir ve bu geçiş ekonomik istikrarsızlığı doğurmaktadır. Görüldüğü gibi bu süreçte, istikrarlı bir ekonomiden istikrarsız bir ekonomiye geçiş gerçekleşmektedir.⁹⁵

Deneyimler, ekonomilerin dayanıklı ve kırılgan olan finansman yapıları arasında gidip geldiğini ve finansal krizler kırılgan bir finansal yapının olduğunu göstermektedir. Bu noktada, finansal kırılganlık sürecinin nasıl ortaya çıktığını incelemek gerekmektedir. Finansal kırılganlık süreci, hedge finansmandan spekülasyon finansmana; spekülasyon finansmandan ise ponzi finansmana doğru geçilmesiyle gerçekleşmektedir. Bu sürecin her aşamasında finansal kırılganlık artmaktadır. Finansal kırılganlığın artmasıyla da ekonomi krize daha yatkın bir hal almaktadır. Finansal kırılganlık, kârlarla borç taahhütleri arasındaki ilişki ile ifade edilebilmektedir. Yani, borç taahhütleri kârlardan daha fazlaysa finansal kırılganlık artmaktadır.⁹⁶

⁹³ Minsky, "The Financial Instability Hypothesis", a.g.m., s. 7.

⁹⁴ Ersan Bocutoğlu, "Hyman P. Minsky'nin Konjonktür Teorisi 2007- 2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun mu? Heterodoks Bir Değerlendirme", *İstanbul, Bankacılar Dergisi*, S. 75 (2010), s. 16.

⁹⁵ Minsky, "The Financial Instability Hypothesis", a.g.m., s. 7.

⁹⁶ Minsky, *Stabilizing An Unstable Economy*, a.g.e., ss. 233- 235.

2.2.4. Finansal İstikrarsızlık Hipotezine Katkı ve Eleştiriler

Birçok çalışmada olduğu gibi, Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi de katkı ve eleştirilerle zenginleşmektedir. İlk olarak yapılan katkıları ele alırsak, Minsky'nin hipotezini Yeni Keynesyen görüşle uyumlu hale getirme çabaları karşımıza çıkmaktadır. Yeni Keynesyen yaklaşım, Minsky'nin hipotezini piyasa aksaklıkları ve asimetrik bilgi çerçevesinde geliştirmektedir. Piyasa aksaklığına örnek olarak, Gatti ve Gallegati ekonomideki firmaların birbirinden farklı olması ve bilginin özel olması nedenlerinden dolayı ekonomik birimler arasındaki bir koordinasyon aksaklığına değinmektedirler. Farklı yapılarda firmaların bulunması onların bilanço yapılarını da farklılaştırmaktadır. Bilanço yapıları da piyasanın yapısıyla birlikte devamlı değişmektedir. Bu durum ise, koordinasyon eksikliğini ve doğal olarak konjonktürel dalgalanmaları dolayısıyla finansal kırılganlığı beraberinde getirmektedir.⁹⁷

Yeni Keynesyen ekolün, Finansal İstikrarsızlık Hipotezine katkı sağlamaya çalıştığı bir diğer konu ise asimetrik bilgidir. Örnek olarak, Crotty ve Goldstein 1992 yılında hazırlamış olduğu çalışmada, firma sahipleri ile firma yöneticileri arasında asimetrik bilgi bulunduğu üzerinde durmakta ve bu durumun yatırım projeleri için hayati öneme sahip olduğuna değinmektedirler. Yöneticilerin amacı, firmanın büyümesi ve finansal anlamda sağlam olmasıdır. Ancak bunlara ek olarak, statülerini korumak ve iş güvencesi sağlamayı da amaç edinmektedirler. Firmanın büyümesi ve finansal sağlamlık amaçları ile yöneticilerin kişisel amaçları arasında bir çatışma doğabilmektedir. Bilindiği gibi, konjonktürün genişlediği dönemlerde yöneticiler iyimser davranışlar sergilemektedirler. Firmaların finansal sağlamlığının bozulmasını göze alarak borçlanma yoluna girip yatırımın artmasını sağlamaktadırlar. Ancak ekonomide bir taraftan yatırım artışı sağlanmakta iken diğer taraftan bu durum finansal kırılganlığa neden olabilmektedir.⁹⁸

Finansal piyasaların kırılganlığıyla ilgili Minsky'nin hazırlamış olduğu bu hipotezin birçok açıdan eksiklikleri de bulunmaktadır. Analizin ilk eleştirisi, statik olmasıdır. Hipotez, firmaların borçlanma durumlarının değişmeyeceğini kabul etmekte ve hedge finansman durumundaki bir firmanın kendi isteğiyle spekülatif ve ponzi finansman

⁹⁷ Domenico Delli Gatti, Mauro Gallegati, "At the Root of the Financial Instability Hypothesis", *Journal of Economic Issues, Association for Evolutionary Economics*, Vol. 31, No. 2 (1997), s. 527.

⁹⁸ Crotty, Goldstein, a.g.m., No. 79, ss. 1- 8.

durumuna geçebileceği üzerinde durmaktadır. Ancak, gerçek finansal piyasada bir firma hedge durumunda bulunuyor olsa bile, finansal sektörde oluşabilecek bir krizle karşı karşıya kalabilmektedir. Örneğin, öz kaynaklarıyla faaliyet gösterecek kadar başarılı olan bir firma, bir kriz karşısında alacağını tahsil edemezse kırılganlığı artmış olacak ve artık hedge pozisyonunda bulunmayacaktır. Hipotezin bir diğer eleştirisi; Minsky'nin hedge finansman durumundaki bir firmanın, finansal kurumlar tarafından güvenilir olmadığı yönündeki değerlendirmeleri neticesinde, borçlanamama ihtimalini göz ardı etmesidir. Başka bir ifadeyle, "hedge durumundaki her firma gerçekten güçlüdür" şeklinde bir ifade kullanmak yanlış olmaktadır. Örneğin, bir firmanın iflas etmiş kişi tarafından kurulduğu ya da yönetildiğini anlayabilen finansal kurum, bu firmaya kredi açmamaktadır. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin son eleştirisi ise, firmaların sadece borçluluk durumlarına göre incelenmiş olmasıdır. Ancak bu durum gerçek finansal sistemde farklılık gösterebilmektedir. Örneğin kapitalist sistemde, sadece özkaynaklarıyla hizmet veren ancak kâr oranı düşük bir firmanın; borçluluk oranı yüksek ama ödeme gücü yeterli ve kâr oranı yüksek bir firmaya kıyasla piyasada varlığını sürdürebilme ihtimali daha düşük olmaktadır.⁹⁹ Yapılan tüm bu eleştirilere rağmen, Minsky'nin hazırlamış olduğu bu hipotez, finansal kırılganlığı kavramamız için ışık tutmuştur.

Minsky, 1993 yılındaki çalışmasında, kapitalizmin geçmişte farklı uygulamaları üzerinde durmaktadır. 1950'li yıllardan 1970'li yıllara kadar başarılı olan kapitalizmin, 1930'lu yıllarda başarısız olan kapitalizminden farklı olduğunu vurgulamaktadır. 1950-1970 döneminde başarı sağlanmasının nedeni ise, müdahaleci devlet kapitalizminin uygulanmış olmasıdır. Aynı çalışmasında, 1929 krizinde laissez-faire kapitalizm modelinin çöktüğüne değinmektedir. Büyük Buhran sonrasında kapitalizmin farklı bir modeli uygulanmıştır. II. Dünya Savaşı sonrasında ve 1930'lu yıllarda uygulanan büyük devlet kapitalizmi 1970'li yıllara kadar başarılı bir biçimde sürdürülmüştür. Özel yatırımların azaldığı dönemlerde, bahsi geçen bu büyük devletler, yatırımları ikame eden konumda bulunmaktadır. Fakat 1980 sonrasında uygulanan kapitalizm modeli yeniden değiştirilmiş ve aynı başarı yakalanamamıştır.¹⁰⁰ Tüm bunlardan yola çıkarak, Minsky,

⁹⁹ Murat Kaykusuz, *İktisadi Kriz Teorileri*, Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2016, ss. 124- 125.

¹⁰⁰ Hyman P. Minsky, "Finance and Stability: The Limits of Capitalism", *New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper, No. 93 (1993), ss. 4- 5.

kapitalist sistemin yarattığı istikrarsızlığı azaltmak amacıyla bazı politika önerileri üzerinde durmuştur.

Minsky, oldukça karmaşık ilişkilerin bulunduğu bir dünyada, istikrarsızlık yaratan dinamiğin çıkarıcı bireysel davranışlar olduğunu ileri sürmektedir. Bu nedenle, istikrarsızlığı kamçılayan dinamikleri engelleyebilen kurum ve müdahalelere ihtiyaç olduğunu savunmaktadır. Başka bir ifadeyle, istikrarsızlığı arttıran içsel dinamiklerin sık sık kriz yaratmamasının sebebi, engelleyici kurallar koyan kurumların varlığıdır.¹⁰¹ Minsky'e göre, kapitalist sistemdeki istikrarsızlıkları hafifleten bu kurumlar, büyük bir devlet ve büyük bir merkez bankasının yaratılmasıdır. Günümüzdeki kapitalizm, Büyük Buhran'a neden olan kapitalizmden daha iyi durumda bulunmaktadır. Bunun en önemli nedeni, büyük devletin var olmasıdır. Bu noktada, büyük devletin ne kadar büyük olacağı sorusu akla gelmektedir. Büyük devletlerin, kârların istikrarını sağlamak için, özel kesim yatırımlarıyla aynı büyüklükte ya da onlardan daha yüksek seviyede yatırım yapabilecek kadar büyüklükte olması gerekmektedir. Böylece büyük devletlerin, kriz dönemlerinde özel yatırımlarda oluşan dalgalanmaları dengelemesi beklenmektedir. Büyük devlette, kârların sürmesiyle üretim ve istihdam da sürmektedir ya da artmaktadır. Vergi ve harcamalar iyi düzenlenirse, büyük devlet enflasyonu da önleyebilmektedir.¹⁰² Sonuç olarak, finansal istikrarsızlığın daha fazla bozulmasıyla yaygınlaşan finansal kırılganlık, büyük hükümetlerin varlığı tarafından önlenmektedir. Büyük devletler uyguladıkları politikalarla, iş ve hanehalkı bilançolarını destekleme amacı gütmektedir.¹⁰³

Minsky, finansal kırılganlık şiddetlendiğinde büyük devletin tek başına yeterli olmadığını vurgulamaktadır. Büyük devlet tarafından uygulanan politikaların büyük banka tarafından desteklenmesi gerektiğine inanmaktadır. Çünkü finansal istikrar sağlanamadığında, büyük bir firma ya da banka borçlarını ödeyemezse, bilanço yapısı bozulduğundan dolayı ekonomideki diğer firma ve bankaların da bilançosunu bozabilmektedir. Bu durum, ekonomi üzerinde "kartopu etkisi" yaratılmasına neden olmaktadır. Bu noktada kısıtlayıcı kurumlar ortaya çıkan borç deflasyonunu önlemek için gerekli görülmektedir. Büyük bankalar bu yüzden "son başvuru mercii" olarak devreye

¹⁰¹ Piero Ferri, Hyman P. Minsky, "Market Processes and Thwarting Systems", *New York, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper, No. 64 (1991)*, ss. 9- 26.

¹⁰² Minsky, *Stabilizing An Unstable Economy*, a.g.e., s. 330.

¹⁰³ Jan A. Kregel, "The Natural Instability of Financial Markets", *New York, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, No. 523 (2007)*, s. 4.

girmektedirler.¹⁰⁴ Bahsedilen büyük banka, daha fazla yetki verilmiş bir merkez bankasıdır. Büyük banka, finansal kırılganlığın şiddeti arttığında, “nihai borç verme mercii” görevini üstlenmekte ve böylece finansal istikrarı sağlamaktadır. Nihai borç verme mercii; bankaların, finansal birimlerin ve firmaların finansal yükümlülüklerini karşılamak ve zarardaki varlıklarını satmak zorunda kalmamaları için ortaya çıkmıştır. Bu birimlerin nihai borç verme merciiden borç sağlayamaması durumunda, borç deflasyonuna sürüklenmesi beklenmektedir. Bu bağlamda büyük devlet; üretimin, istihdamın ve kârların istikrarını sağlamakta iken, büyük banka finansal piyasaların ve varlık değerlerinin istikrarını sağlamaktadır. Ayrıca büyük devlet; toplam talep, portföydeki kamu yükümlülüklerindeki artış ve sektörel fazlalar üzerine odaklanmaktadır. Oysaki nihai borç verme mercii, varlıkların içsel yapısının değeri ve çeşitli portföylerin yeniden finansmanı üzerinde çalışmaktadır.¹⁰⁵

Minsky’e göre, merkez bankalarının son başvuru mercii olma görevini yerine getirmek için, yalnızca açık piyasa işlemlerini değil, reeskont penceresini de kullanması gerekmektedir. Açık piyasa işlemleri, bankalara rezerv sağlamanın tek yolu olmamalıdır. Banka rezervlerinin normal bir kaynağı olan reeskont penceresi, ticari bankalar üzerindeki kontrolü arttırmaya da yarar sağlamaktadır. Yani, ticari bankalar merkez bankasının reeskont penceresinden borçlanırsa bankaların sermaye yeterlilikleri ve varlık yapıları merkez bankasının gözetimi altında olmaktadır. O takdirde, istikrar bozucu etkiler azaltılabilmektedir.¹⁰⁶ Ancak buradaki önemli nokta, reeskont kredisi ile verilen son başvuru mercii olma hizmetinin, portföylerinde daha az riske sahip olan varlıklar barındıran bankalara verilebilecek olmasıdır. Ama son başvuru mercii olma durumu ahlaki tehlike yaratabilmektedir. Şöyle ki, iktisadi karar birimleri krizle karşı karşıya geldiğinde merkez bankasının son başvuru mercii görevini üstleneceğini bildiği için, yüksek riskli borç politikası sürdürmektedir. Bu durumda, aşırı risk almak ödüllendirilmiş olmaktadır. Sorunun çözümü ise, merkez bankalarının finansal piyasaları daha sağlıklı çalışabilmesi amacıyla düzenlemesi ve denetlemesi olmaktadır.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Janelia Tse, “Minsky’s Financial Instability Hypothesis”, *Oeconomicus*, Vol. IV, Winter (2001), ss. 77- 78.

¹⁰⁵ Minsky, *Stabilizing An Unstable Economy*, a.g.e., ss. 43- 44.

¹⁰⁶ Minsky, *Stabilizing An Unstable Economy*, a.g.e., s. 282.

¹⁰⁷ Frederic S. Mishkin, “The International Lender of Last Resort: What are the Issue?”, *New York, Graduate School of Business, National Bureau of Economic Research, Columbia University* (2000), s. 7.

Özetle, konjonktürün yükseldiği dönemde yani finansal kırılganlığın bulunmadığı durumda, merkez bankası para politikası araçlarıyla finansal sistemin sorunsuz işlemlerini sağlamaktadır. Finansal sistemdeki kırılganlığın artması durumunda, merkez bankası nihai borç verme mercii görevine sahip olduğundan spekülasyon ve ponzi finansman durumunda bulunan firmaların ağırlığını azaltmak için çalışmaktadır.¹⁰⁸

3. FİNANSAL KIRILGANLIĞIN NEDENLERİ

Finansal kırılganlığı azaltmaya yönelik politikalar geliştirmemiz gerekiyorsa, finansal kırılganlığa neyin sebep olduğu konusuna netlik getirmeliyiz. Bu doğrultuda, finansal piyasaları istikrarsız duruma getiren dolayısıyla kırılgan bir yapının oluşmasına yol açan belli başlı nedenler şunlardır: finansal sektördeki zayıflıklar, finansal liberalizasyon, dış şoklar, yanlış politika uygulamaları, politik istikrarsızlık, asimetrik bilgi. Finansal kırılganlık yaratan bu nedenleri ayrıntılı olarak incelememiz finansal kırılganlığı önleme yollarını daha iyi öngörebilmemize de yardımcı olacaktır.

3.1. FİNANSAL SEKTÖRDEKİ ZAYIFLIKLAR

Finansal kırılganlık nedenlerinin içerisinde en önemli yeri tutan finansal sektördeki zayıflıkların temelinde, varlık ve yükümlülük dengesinin kurulamaması yer almaktadır. Bir iktisadi birimin elde edeceği gelir ya da kâr gibi nakit akımları, birimin yükümlülüklerini yerine getirmesi için yeterli olmuyorsa o birimin kırılgan olduğu açıkça söylenebilmektedir.

Finansal kurumların borçlarının kısa vade yapısına sahip olması ve varlık-yükümlülük dengelerini kuramamış olmaları önemli boyutta finansal kırılganlık yaratmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde banka ve banka dışı kurumların kırılgan olmasının en önemli nedeni, varlık- yükümlülük dengesinde ulusal- yabancı para dengesinin kurulamamasıdır. Varlıklar, ulusal paraya bağlı kaynaklardan oluşturulduğunda ve yükümlülükler, yabancı para ve bu paraya bağlı araçlardan meydana geldiğinde ekonomilerde finansal kırılganlık baş göstermektedir. Yabancı paraya bağlı yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen finansal kurumlar, ulusal paraya bağlı olan varlıklarını yabancı para birimine dönüştürdüğünde döviz kuru yukarı yönlü hareket

¹⁰⁸ Minsky, "A Theory of Systemic Fragility", a.g.m., ss. 26- 27.

etmeye (ulusal para değeri kaybetmeye) başlamaktadır. Kurlardaki bu artışla birlikte, finansal kurumlar zarar etmektedirler ve kur riski ile karşılaşmaktadırlar. Bu durum bir müddet sonra sürdürülemez hale gelerek banka ve banka dışı kurumların iflasına sebep olmaktadır ve finansal kırılganlığı arttırmaktadır. Aynı etkiler, borç vadelerinin kısa olması nedeniyle de ortaya çıkmaktadır. Banka ve banka dışı kurumlara güven eksikliğinin bulunduğu durumda, kısa vadeli borç yapısı finansal kırılganlığa neden olmaktadır.¹⁰⁹

Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerde, finansal kırılganlığı önlemek ve finansal istikrarı sağlayabilmek için, sistemde faaliyet gösteren kurumların finansal yapılarının güçlü olması gerekmektedir. Mali yapıdaki bu gücü sağlayabilmek için iki seçenek bulunmaktadır. İlki, özellikle gelişmekte olan ülkeler varlık – yükümlülük dengelerini risk oluşturmayacak biçimde kurmaladırlar. İkincisi ise, uluslararası yatırımcılar hangi ülkeye borçlanırsa, bu borçlanma o ülkenin parasına bağlı olarak gerçekleşmelidir.¹¹⁰ Bahsedilen bu çözüm yollarıyla, herhangi bir finansal kurum yükümlülüklerini yerine getirebilecek, bu durumun bulaşıcılık etkisiyle diğer kurumlara da sıçrayabilme tehlikesi önenebilecektir. Böylece finansal sistem işlemekte güçlük çekmeyecek, krize kadar giden risk veya dalgalanma önenecek ve finansal istikrar sağlanmış olacaktır.

3.2. FİNANSAL LİBERALİZASYON

Liberalizasyon, piyasadaki fiyat ve miktar kontrollerini azaltan ya da kaldıran bir politika olarak ifade edilmektedir. Bu yüzden, talep ya da arzı kontrol etmek için fiyat ya da miktar kısıtlaması bulunmazsa piyasanın serbestleştiği düşünülebilir.¹¹¹ Finansal liberalizasyon kavramı ise; yurtiçi finansal sisteme yabancıların daha kolay giriş yapabilmeyi sağlanması, yurtiçinde yaşayanların ise yabancı piyasalara girişlerinin daha kolaylaşması, döviz kısıtlamalarının kısmen ya da tamamen ortadan kalkması ve finansal işlemlerden elde edilen kazançlar üzerinden alınan vergilerin azaltılması olarak açıklanabilmektedir. Faiz oranlarının deregülasyonu, kredi kontrollerinin azaltılması, sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve finansal piyasalara serbest giriş yapılabilmesi gibi durumlar finansal liberalizasyonun uygulamaları olarak

¹⁰⁹ Burak Darıcı, “Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi”, *Bankacılar Dergisi*, S. 83 (2012), s. 22.

¹¹⁰ Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, “Exchange Rates and Financial Fragility”, *Cambridge, National Bureau of Economic Research, Working Paper: 7418* (1999), ss. 3- 15.

¹¹¹ Ercan Uygur, “Financial Liberalization and the Real Sector in Turkey”, *Washington D.C, MEEA-ASSA Meeting* (1990), s. 1.

gösterilebilmektedir.¹¹² Örneğin, döviz kurundaki kontrollerin kaldırılması, döviz kurundaki oynaklıkları arttırmaktadır. Yurtiçinde yaşayanların, bankalardaki yabancı para cinsinden mevduatına ait düzenlemeler yapılsa bile (sermaye hareketleri kontrol edilse bile), bankaların yabancı parayla yaptıkları işlemlere serbestlik getirilmişse banka bilançoları döviz kuru riskine açık hale gelmektedir. Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı düşünüldüğünde ise, bankaların döviz cinsinden borçlanmaları daha kolaylaşacağı için döviz kuru riski daha fazla artış göstermektedir.¹¹³

Yukarıda ifade edildiği gibi finansal liberalizasyon, devletin ekonomiye doğrudan müdahalesini azaltmaya yönelik bir eğilimdir. Finansal liberalleşme, kıt ekonomik kaynakların dağılımında etkinliği arttırmakta, dünya üretiminin ve refahının artmasına katkı sağlamaktadır. Şöyle ki, finansal liberalizasyonla birlikte, katı kurallarla sınırlandırılmamış uluslararası sermaye, verimliliğin düşük olduğu yerlerden yüksek olduğu yerlere doğru hareket etmektedir. Bu durum uluslararası sermayenin dünyadaki ortalama verimliliğini arttırmakta ve dünya refahının artmasını sağlamaktadır.¹¹⁴ Elbette avantajlı yanları bulunan finansal liberalizasyon, 1980’li ve 1990’lı yıllarda hem endüstriyel hem de geliştirmekte olan ülkelerde, belirgin şekilde finansal kırılganlığı arttırdı. Özellikle bankacılık sektörü, sistemik krizlere varacak kadar dikkate değer sorunlarla karşı karşıya kaldı. Örneğin, 1981 yılında Şili’de finansal sektör serbestleştikten kısa bir süre sonra bankacılık sektöründe sorunlar ortaya çıkmaya başladı. Burada dikkat edilmesi gereken durum, serbestleşmenin hemen sonrasında bankacılık sektörünün kırılganlığı hızla artmamaktadır. Aksine, birkaç yıl sonra finansal kırılganlık ortaya çıkmaya başlamaktadır. Ancak, bu sürenin kısılması ülkelerin yapısına bağlı olmaktadır. Finansal serbestleşme; hukuk kurallarının zayıf, rüşvetin ve yolsuzluğun yaygın, bürokrasinin verimsiz olduğu ülkeleri finansal kırılganlığa ve dolayısıyla bankacılık krizlerine hızla sürüklemektedir.¹¹⁵ Bu açıklamalar ve edinilen deneyimler,

¹¹² John Williamson, Molly Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, çev. Güven Delice, 1. b., Ankara: Liberte Yayınları, 2002, ss. 9- 16.

¹¹³ Cem Okan Tuncel, “Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler”, *Erdek, Balıkesir Üniversitesi Bandırma İİBF, Uluslararası Sempozyum V: Küresel Kriz Sonrasında Ekonominin Yeniden Yapılanması* (2010), s. 13.

¹¹⁴ Hali J. Edison, Michael Klein, Luca Ricci, Torsten Slok, “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, *Washington, International Monetary Fund, IMF Working Paper*, No. WP/02/120 (2002), ss. 3- 4.

¹¹⁵ Aslı Demirgüç-Kunt, Enrica Detragiache, “Financial Liberalization and Financial Fragility”, *Washington, International Monetary Fund: Research Department, IMF Working Paper*, No. 98/83 (1998), ss. 4- 6.

finansal serbestleşmenin faydalarına karşı, yarattığı finansal kırılganlığın maliyetlerinin de göz ardı edilemeyecek kadar önemli olduğunu göstermektedir.

Finansal serbestleşme politikalarının makroekonomik yapı üzerindeki teorik temelleri McKinnon ve Shaw'un yaptığı çalışmalara dayanmaktadır. Onlara göre finansal liberalleşme, tasarrufların dünya üzerindeki dağılımını düzenlemekte ve ülkeler arasında faiz oranlarını eşitlemektedir. Özetle teoride, finansal baskının ortadan kalktığı durumda etkin kaynak dağılımının sağlandığı ve ekonomik büyümenin hız kazandığı ifade edilmektedir.¹¹⁶ McKinnon ve Shaw'un bu çalışmaları, "Finansal Baskı Hipotezine" dayanmaktadır. Finansal baskı politikaları ise, finansal piyasaları kamu otoritelerinin baskı ve denetimi altında tutma durumu olarak tanımlamaktadırlar. Ayrıca, finansal baskı politikaları; düşük tasarruf, yatırım ve kredi oranlarının temel sebebi olarak görülmektedir.¹¹⁷ Finansal liberalleşme politikalarının, ekonomik büyümeyi sağladığını savunan McKinnon ve Shaw'un görüşlerini eleştirenler de bulunmaktadır. Onlar, yeterli finansal düzenlemeyi sağlayamayan gelişmekte olan ülkelerde, kontrolsüz finansal serbestleşme politikalarının ekonomiyi kırılgan duruma getirdiğini savunmaktadırlar. Çünkü portföy yatırımcıları, serbest sermaye piyasalarına sahip gelişmekte olan ülkelere daha fazla yatırım yapmaktadırlar. Bunun nedeni, söz konusu ülkelere daha yüksek getiri sağlama olanağının bulunmasıdır. Dolayısıyla uygulanan finansal liberalizasyon politikaları bu ülkelerde kısa vadeli sermaye akımlarının artmasına yol açmaktadır. Kısa vadeli sermaye yatırımlarındaki artışlar ise, gelişmekte olan ülkelerin finansal yapısının kırılganlığını arttırmaktadır. Şöyle ki, finansal yapısı yeteri kadar sağlam olmayan ve siyasi belirsizliklerin bulunduğu bu ülkelerde, büyük miktarlarda fon çıkışlarının olması finansal kırılganlığın nedenleri arasında bulunmaktadır.¹¹⁸

Özetle finansal serbestleşme, bankalara ve diğer finansal araçlara daha serbest hareket etme imkânı sağlamakta, risk almak için fırsatları arttırmaktadır. Öte yandan, finansal kırılganlığı artırma eğilimindedir. Ancak bu durumun ekonomi için daima kötü

¹¹⁶ Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Washington: The Brookings Institution, 1973, ss. 26- 165.

¹¹⁷ Philip Arestis, Panicos Demetriades, "Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries", *UK, Eastern Economic Journal*, Eastern Economic Association Vol. 25, No. 4 (1999), s. 442.

¹¹⁸ Turhan Korkmaz, Emrah İsmail Çevik, Elif Birkan, "Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği", *İzmir, Journal of Yasar University*, C.17, S.5 (2010), s. 2822.

olabileceğini söylemek doğru olmamaktadır. Çünkü yüksek riskli ve yüksek getirili yatırım projeleri, düşük riskli ve düşük getirili yatırımlardan daha fazla olabilmektedir. Geleceğe yönelik düzenleme ve denetleme, banka davranışlarının kontrol edilmesinde ve teşviklerin yeniden düzenlenmesinde başarılı olursa, serbestleşme sosyal açıdan istenilen sınırların ötesinde finansal kırılganlık yaratmamış olacaktır. Ayrıca, riskli borçluların düzenli takip edilmesi, riskli borç portföyünün yönetilmesi ve verimli denetim uygulamaları kademeli olarak arttırılmalıdır.¹¹⁹

3.3. DIŞ ŞOKLAR

Bireyler ve toplumlar, iktisatçılar tarafından “şoklar” olarak adlandırılan, yaşam standartlarında belirgin düşümlere sebep olan olumsuz etkilerle kaçılmaz olarak karşılaşmaktadırlar. Şoklar ne kadar büyük olursa etkileri, süreleri ve yarattıkları finansal kırılganlık da o derece büyük olmaktadır.¹²⁰ Daha önce bahsettiğimiz kırılganlık tanımlamalarından da hatırlanacağı gibi, Guillaumont makroekonomik kırılganlığı, dış şoklara karşı hassasiyet olarak ifade etmektedir. Bu tanıma göre, dış şoklara karşı uyguladıkları politikalar ya da dış şoklara karşı dayanma gücünün yetersizliği nedeniyle ülkeler kırılgan hale gelmektedirler. IMF ise; yüksek seviyede kısa vadeli borca, değişken faizli borca ya da yabancı para cinsinden borca sahip olan ülkelerin dış şoklara karşı daha savunmasız olduğunu ve finansal kırılganlığının daha yüksek olduğunu vurgulamaktadır.¹²¹

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılganlığın nedenleri arasında dış şok faktörü önemli bir yer tutmaktadır. Bu faktör içerisinde, *petrol fiyatları* ve *reel kur değişim oranı* olmak üzere iki değişken yer almaktadır. Farklı bir ifadeyle, reel döviz kurundaki düşüşler de dış şok olarak ifade edilmektedir. Reel döviz kuru düşüyorsa, yerli para reel olarak değer kazanmakta, ihracat azalmakta ve ithalat artmaktadır. Bu durum cari açığın artmasına neden olmaktadır.¹²² Cari hesap açığında bir artış oluştuğunda, yatırımcı davranışları etkilenmektedir. Yatırımcılar, herhangi bir varlığa özgü aldığı riskle beraber, döviz kuru riskiyle de karşı karşıya kalmaktadır. Başka bir deyişle, yatırım

¹¹⁹ Demirgüç-Kunt, Detragiache, a.g.m., s. 8.

¹²⁰ UNDP, a.g.m., ss. 84- 85.

¹²¹ IMF, “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, *Washington, World Economic Outlook Financial Crises: Causes and Indicators* (1998), s. 83.

¹²² Mert Ural, “Finansal Krizler ve Türkiye”, *İzmir, D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 18, S.1 (2003), s. 23.

yapılan ülkenin yerel parası, borçlanılan ülkenin yerel parası karşısında değer kaybetmekteyse, yatırımcıların bu ülkelerde tuttıkları varlıkların getirileri hızla azalmaktadır. Bu durumdaki yatırımcılar varlıklarını o ülkeden çekmektedirler ve yeni yatırım yapmamaktadırlar. Bu bağlamda ülke dış şoklara karşı kırılgan hale gelmekte ve finansal krizi tetiklemektedir.¹²³

Öte yandan, petrol fiyatlarındaki artışlar da dış şoklara yol açan bir diğer faktör olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, petrol fiyatlarındaki artışlar enflasyonist etkiler meydana getirmektedir. Enflasyon artışının olumsuz yanı ise, enflasyonist beklentiyi de arttırmasıdır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerde cari açığı arttırmakta dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Ayrıca, beklenen enflasyondaki artış faiz oranlarında da yükselişe sebep olmakta ve yüksek faiz oranları tüketici güven endeksini olumsuz yönde etkilemektedir. Böylece, harcama eğilimini düşürmektedir. Dolayısıyla, ihracata dayalı ekonomik kalkınma modelini benimseyen ekonomiler kırılgan hale gelmektedirler. İhracat temelli bu modelin gözlendiği ülkeler (örneğin Japonya) cari işlem fazlası vermeye başlamaktadır. Cari işlem fazlalığının istenilen seviyede yatırıma dönüşmemesi de ekonomik durgunluğa neden olmaktadır. Bu durumun çözümü olarak, yetkililer iç piyasayı geliştirmeli ve harcama eğilimini arttırmalıdır.¹²⁴

3.4. HATALI POLİTİKA UYGULAMALARI

Literatürdeki çoğu kaynakta, yanlış para ve maliye politikaları ile dışsal şoklar benzer kavramlar olarak ifade edilmekte ve söz konusu kavramlar genellikle aynı başlık altında incelenmektedir. Bunun nedeni yanlış uygulanan politikaların; dışsal şokların yarattığı etkiler gibi ekonominin artan kırılganlığını daha erken ortaya çıkarmasıdır.

Minsky, öngörülemeyen değişimi içinde barındıran kapitalist ekonomilerin finansal kırılganlık sürecini hazırladığına değinmektedir. Ancak bankacılar tarafından yönetilen mali durum doğru olsa bile yanlış uygulanan makroekonomik politikalardan dolayı finansal kırılganlık daha da hızlanmaktadır. Örneğin, faiz oranları üzerinde bir değişiklik

¹²³ JAY H. Bryson, Mackenzie Miller, "Developing Economies and Crises Vulnerability", *U.S.A., Wells Fargo Securitis*, Special Comment (2013), s. 4.

¹²⁴ Tuncay Babalı, "Yüksek Petrol Fiyatları Dünya Ekonomisi İçin Yeni Bir Petrol Şoku mu?", *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Dış İşleri Bakanlığı Yayınları*, S. XIX (2005), http://www.mfa.gov.tr/yukseketrol-fiyatlari-dunya-ekonomisi-icin-yeni-bir-petrol-soku-mu_.tr.mfa (16.09.2017).

yaratmakta olan para veya maliye politikası uygulanması yatırımı olumsuz yönde etkileyecek ve finansal kırılganlığı artıracaktır. Faiz oranları üzerinde arttırıcı etki yapan bir para politikası uygulaması, yatırımın kırılganlığı üzerinde iki etki yaratmaktadır. İlk etki, faiz oranlarındaki artış yatırımdan kazanılması beklenen nakit akışlarının şimdiki değerini düşürmektedir. İkinci olarak, kısa dönemli ya da değişken faizli olarak borçlanıldıysa, bu durum finansman giderlerini arttırmaktadır. Başka bir ifadeyle, ödenmesi gereken borç artmakta ve firma finansal olarak kırılgan hale gelmektedir.¹²⁵

Krugman tarafından ortaya atılan birinci nesil kriz modelleri, yanlış mali ve parasal politikaların bir sonucudur. Bu modellerde, devletler sabit döviz kuruyla tutarlı olmayan makroekonomik politikalar uygulamaktadır. Bu durum ise, ödemeler dengesinde kırılganlık ortaya çıkarmaktadır. Makroekonomik politikalar ile sabit kur sistemi arasındaki tutarsızlıkları açıklayan bu modeller spekülâtörler ile hükümet arasındaki asimetric ilişkiye dayanmaktadır. Söz konusu modellerde, hükümetler iç borçlanma veya para basarak finanse edilen bütçe açığıyla karşı karşıya kalmaktadır. Bu açık, genişletici maliye politikası uygulanarak finanse edildiğinde enflasyona ve sermaye kaçışına yol açmakta böylece ödemeler bilançosunda açığa neden olmaktadır. Hükümetler sabit kur sistemini muhafaza etmek isterse, yabancı rezervlerini kullanma yoluna gider, dolayısıyla rezervlerinde azalma meydana gelir.¹²⁶ Merkez Bankasının rezervleri sınırlı olduğu için sabit kur sistemini devamlı sürdürememektedir. Dolayısıyla sistem dalgalanmaya başlamaktadır.

3.5. ASİMETRİK BİLGİ

Asimetric bilgi, bir tarafın ekonomik işlem yaparken doğru kararlar verebilmek için diğer tarafa kıyasla yeterli bilgiye sahip olamaması şeklinde ifade edilmektedir.¹²⁷ Bilginin bu şekilde eşitsiz dağılımı, piyasa başarısızlıklarına neden olmakta ve finansal piyasaları kırılgan hale getirmektedir. Asimetric bilginin neden olduğu piyasa aksaklıkları ilk kez Akerlof'un hazırladığı çalışma neticesinde sistematik hale gelmiştir.

¹²⁵ Jan A. Kregel, "Yes, 'It' Did Happen Again – A Minsky Crises Happened in Asia", *New York, The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage*, Working Paper, No. 234 (1998), ss. 3- 4.

¹²⁶ Paul R. Krugman, "A Model of Balance of Payments Crises", *U.S.A., Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.11, No.3 (1979), ss. 311- 313.

¹²⁷ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, United States of America: The Addison-Wesley Series, 2004, s. 32.

Akerlof'un 1970 yılında yayınladığı "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Mechanism" adlı makalesi asimetrik bilgi sorununa değinen ilk çalışma olmaktadır. Akerlof, piyasaların etkin işlememesinin nedeni olan asimetrik bilgi sorununu, ikinci el araç piyasası ile açıklamaktadır. Çalışmasında otomobil piyasasını, yeni ve ikinci el otomobiller ile iyi ve kötü otomobiller şeklinde dörde ayırarak incelemektedir. İkinci el otomobiller iyi veya kötü olabileceği gibi, yeni otomobiller de iyi veya kötü olabilmektedir. Amerika Birleşik Devletlerinde kötü otomobiller için "limon" ifadesi kullanılmaktadır. Bahsedilen piyasada, fertler satın alacakları otomobilin iyi ya da kötü olduğunu bilmemektedirler. Fakat ikinci el otomobil alan müşteri, q kadar ihtimalle iyi bir otomobil ve (1-q) kadar ihtimalle de bir limon satın alacaklarını bilmektedirler. Alıcı, otomobili belirli bir süre kullandıktan sonra iyi ya da kötü şeklinde yorumlamaktadır. Oysaki satıcı otomobillerin kalitesi ile ilgili alıcıya kıyasla çok daha fazla bilgi sahibidir.¹²⁸ Alıcı iyi ya da kötü otomobili ayırt edemediği için piyasada aynı fiyattan satın almaktadır. İyi kaliteli otomobil satıcıları bu fiyattan satış yapmak istemeyecek ve limonlar piyasaya hâkim olacaktır.

Literatürde bu temelde anlatılan ve finansal piyasaların etkin şekilde işlemesini engelleyen hatta piyasalarda kırılmalığa neden olan asimetrik bilgi eksikliği, *ters seçim* ve *ahlaki tehlike* olmak üzere iki açıdan sorun yaratmaktadır. Ters seçim sorunu ekonomik işlem gerçekleşmeden önce, ahlaki tehlike sorunu ise ekonomik işlem gerçekleşikten sonra meydana gelmektedir.¹²⁹ Finansal piyasalarda ters seçim sorunu ile bankaların verdiği kredinin geri ödenmeme riski yüksek olan müşterilere sahip olması dolayısıyla faiz oranlarını yükseltmesi durumunda karşılaşılmaktadır. Ancak bu durumda geri ödememe riski düşük olan müşteriler, yeni faiz oranından borçlanmak istememektedirler. Başka bir ifadeyle, kredibilitesi yüksek olanlara, daha yüksek faizle kredi verilmesi onları piyasanın dışına itmektir. Böylece, kredibilitesi düşük olanlar piyasaya hâkim olmakta ve piyasa aksaklıklarına sebep olmaktadır.¹³⁰ Yüksek faiz oranını ödemeye istekli olan müşteriler, genellikle kötü risk taşımaktadırlar. Bu noktada, kredibilitesi yüksek müşteriler piyasa dışında kalınca borç alanların ortalama riskliliğini

¹²⁸ George A. Akerlof, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Cambridge, The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (1970), ss. 488- 490.

¹²⁹ Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, a.g.e., s. 32.

¹³⁰ Joon-Ho Hahn, Frederic S. Mishkin, "Causes of The Korean Financial Crises: Lessons for Policy", *Cambridge, National Bureau of Economic Research, Working Paper*, No. 7483 (2000), ss. 8- 9.

arttırmaktadır. Dolayısıyla daha riskli kredi portföyüne sahip olan bankaların kârlılığında düşüşler yaşanmaktadır.¹³¹

Finansal işlem sonrasında oluşan ahlaki tehlike, borçlunun aldığı kredileri geri ödememesi sonucu bankalar tarafından arzu edilmeyen faaliyetlerde bulunma riski olarak tanımlanmaktadır.¹³² Bankanın bakış açısına göre müşteri, bankadan kredi çektikten sonra ahlaki olmayan faaliyetlerde bulunmakta ve bankanın çıkarını tehlikeye sokmaktadır. Kredi alanlar yüksek riskli projelere yatırım yaparlarsa, kredinin geri ödenmeme riski artmış olacaktır. Söz konusu yüksek riskli bu proje başarılı olursa, bu yatırımdan kâr elde edilmektedir. Buna karşılık projenin başarısız olma durumunda, zararın önemli bir kısmını banka yani kredi veren üstlenmektedir.¹³³ Ahlaki tehlikeyle karşı karşıya kalındığında, bankalar çok az sayıda olan güvenilir müşterilere kredi vermek istemektedirler. Bu durum kredi talebinin aşırı yükselmesine yol açacak ve faiz oranlarını yükseltecektir. Böylece ahlaki tehlike, finansal sistemin etkinliğini bozacak ve finansal kırılganlığa yol açacaktır.

Sistemin işleyişini önemli ölçüde aksatacak olan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları ile başedebilmenin yolu kredi tayinlemesine gitmektir. Kredi tayinlemesi, bankalardan kredi talebinde bulunan müşterilerin daha yüksek faiz oranı ödemeyi göze almalarına rağmen kredi kurumlarının krediyi tahsis etmemesi olarak tanımlanmaktadır.¹³⁴ Kredi tayinlemesinin iki şekli bulunmaktadır. İlki, müşteriler daha yüksek faiz ödemeyi göze alsalar bile bankaların müşterilere hiç kredi tahsis etmemesidir. İkincisi ise, bankaların kredi talebinde bulunan müşterilerine talep ettiğinden daha düşük miktar kredi vermesi olarak ifade edilmektedir.¹³⁵ İlk şekilde uygulanan kredi tayinlemesi ters seçimi, ikinci şekilde uygulanan kredi tayinlemesi ise ahlaki tehlikeyi önleme amacı gütmektedir. Özetle; banka portföylerini riskli duruma sürükleyen ters seçim ve yatırımcıların riskli projelere girme ihtimalini arttıran ahlaki tehlike sorunları kredi tayinlemesiyle ortadan kalkmakta ve finansal kırılganlık önlenmektedir.

¹³¹ Stiglitz, Weiss, a.g.m. , ss. 393- 394.

¹³² Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, a.g.e., s. 32.

¹³³ Frederic S. Mishkin, "Preventing Financial Crises: An International Perspective", *Cambridge, National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 4636 (1994), ss. 4- 5.

¹³⁴ Dwight M. Jaffee, Thomas Russell, "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing", *Cambridge, The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, No. 4 (1976), ss. 651- 652.

¹³⁵ Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, a.g.e., s. 220.

3.6. POLİTİK İSTİKRARSIZLIK

Finansal kırılganlığın nedenleri arasında önemli bir yer tutan politik istikrarsızlık kavramının tanımıyla ilgili olarak tam görüş birliği söz konusu olmamaktadır. Bu noktada, Alesina ve Perotti'ye ait olan çalışma politik istikrarsızlık konusu üzerine hazırlanan çalışmalar arasında önemli bir yer tutmaktadır. Alesina ve Perotti'ye göre politik istikrarsızlık iki şekilde görülmektedir. İlk olarak, hükümet değişikliklerine vurgu yapmaktadırlar. Bu yaklaşım politik istikrarsızlığı, “hükümet değişikliklerini gözleme eğilimi” olarak tanımlamaktadır. Ayrıca ya anayasal ya da anayasaya aykırı olabilmektedir. Hükümet değişikliklerine karşı yüksek eğilim, politika belirsizliği ve bazı durumlarda mülkiyet haklarına yönelik tehditlerle ilişkili olmaktadır. Politik istikrarsızlığı ifade eden ikinci yaklaşım, doğrudan hükümet değişikliklerine odaklanmamaktadır. Bu yaklaşımda politik istikrarsızlık sosyal huzursuzluk ve politik şiddete dayanmaktadır. Bu çalışma ve yapılan birçok araştırma, politik istikrarsızlığı politik şiddet ve sosyal huzursuzluk olarak kabul etmekte ve bunun nedenini gelir eşitsizliği olarak görmektedir. Gelir dağılımının doğru gerçekleşmediğini savunan sosyal gruplar; iktidarı değiştirme amacıyla ayaklanma, protesto, grev gibi politik eylemler gerçekleştirmektedir. Gelir eşitsizliği politik istikrarsızlığı arttırmakta, akabinde hem siyaset hem ekonomi ortamında belirsizlik yaratarak yatırımları azaltmaktadır. Yatırım birincil büyüme motoru olduğu için, yatırımın azalmasıyla ekonomik büyüme düşmektedir.¹³⁶

Ekonomik büyümede azalmanın yaşanması, kamu gelirlerinde de azalmaya yol açmaktadır. Başka bir ifadeyle, büyüme oranlarının düşük gerçekleşmesi vergi gelirlerinde azalmaya neden olmakta böylece kamu harcamalarının finansmanı sorunuyla karşılaşmaktadır. Kamu harcamalarının finansmanı sorunu, bütçe açıklarını arttırmakta dolayısıyla finansal kırılganlığı şiddetlendirmektedir. Ayrıca, bütçe açığındaki artış kamu borcunun artışına neden olmaktadır. Kamu borcundaki artış ise sermaye birikimi ve verimlilik üzerinde olumsuz etki yaratacağından dolayı ekonomik büyümeyi azaltmaktadır.¹³⁷

¹³⁶ Alberto Alesina, Roberto Perotti, “Income Distribution, Political Instability, and Investment”, *U.S.A., European Economic Review*, S. 40 (1996), ss. 1205- 1206.

¹³⁷ Manmohan S. Kumar, Jaejoon Woo, “Public Debt and Growth”, *Washington, International Monetary Fund, IMF Working Paper*, S.10, C. 174 (2010), ss. 4- 8.

Politik istikrarsızlığın bulunduğu ekonomideki bir hükümet, ileriki yıllarda yerine geçecek başka hükümetin farklı bir maliye politikası izleyeceğini biliyorsa; kamu harcamaları dolayısıyla bütçe açıkları artış gösterecektir. Çünkü mevcut hükümet borçlanarak gelir elde ederse, borcun ödenmesi yeni hükümete kalacak bu da bütçe açıklarına neden olacaktır. Bu yüzden, hükümet değişikliklerinin sıkça yaşandığı ülkelerde, kamu açıkları daha çok artmaktadır.¹³⁸ Ayrıca, politik istikrarsızlık kamu dış borcunun aşırı artmasına yol açmaktadır.¹³⁹ Çünkü hükümetler kamu finansmanını borçlanarak gerçekleştirmektedir. Politik istikrarsızlık hem risk priminin fazla olmasından dolayı borçlanmanın maliyetini arttırmakta hem de borçlanmanın vadesini kısaltmaktadır. Bu durumun neden olduğu faiz oranlarındaki yükselmeler de sıcak para girişinin artmasına neden olmaktadır. Söz konusu sıcak para ülkeyi terk ederken yurtdışına kaynak aktarımına yol açmakta ve dış açığın artmasında önemli rol oynamaktadır. Dış borcun miktarı Dünya Bankası ve IMF'nin koşullarına bağlı olarak belirlenmektedir. Örneğin IMF, kamu açığının milli gelire oranı gibi kriterler oluşturmaktadır.¹⁴⁰

Politik istikrarsızlığın hâkim olduğu bir ekonomide yaşanan bir diğer önemli sorun ise enflasyondur. Politik istikrarsızlığın var olduğu bir ülkede, hükümetlerin yeniden seçilebilmesi için kamu harcamalarını, dolayısıyla bütçe açıklarını arttıran politikalar uygulamaktadırlar. Hükümetler, artan kamu harcamalarını vergiler aracılığıyla karşılama yolunu tercih etmeyip borçlanma yolunu seçmektedirler. Böylece borçlanma maliyetlerinde artış yaşanmakta ve bu artış hem kamu hem de özel kesimi etkilemekte ve arz enflasyonuna yol açmaktadır. Ayrıca, hükümetler seçimlerde daha fazla oy alabilmek için, seçimlerden önce (transfer harcamaları, ücret ve maaşları arttırmak gibi) genişletici para ve maliye politikaları uygulamakta ve verimli olan uzun vadeli harcamalar yerine

¹³⁸ Jaejoon Woo, "Economic, political, and Institutional Determinants of Public Deficits", *Journal of Public Economics*, S. 87 (2003), ss. 394- 397.

¹³⁹ Alberto Alesina, Guido Tabelli, "External Debt, Capital Flight and Political Risk", Holland, *Journal of International Economics*, S. 27 (1989), s. 202.

¹⁴⁰ Frank Bohn, "Eliminating the Inflationary Finance Trap in a Politically Unstable Country: Domestic Politics versus International Pressure", *U.S.A., Economics & Politics*, C. 18, S. 1 (2006), ss. 71- 90.

verimsiz olan kısa vadeli yatırımlar yapmayı tercih etmektedirler. Bu amaçla uygulanan politikalar seçim sonrasında, talep enflasyonuna neden olmaktadır.¹⁴¹

Finansal kırılganlığın ortaya çıkmasında oldukça önemli bir faktör olan politik istikrarsızlık hem demokratik hem de otokratik rejimlerde karşımıza çıkmaktadır.¹⁴² Ülkelerin ekonomik gelişme sağlayabilmesi için politik rejim tipi önemli olmamakta ancak politik istikrarın sağlanması zorunlu olmaktadır. Politik rejim tipinin önemli olmamasının nedeni, iktisadi birimlerin ekonomi politikalarının istikrarına ve öngörülebilir olmasına önem vermesidir. Bu bağlamda özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılganlığı azaltabilmek ve/veya engelleyebilmek için politik istikrarsızlığın ortadan kaldırılması gerekmektedir. Ayrıca finansal kırılganlığın oluşumunda önemli yer tutan bu faktör, kırılganlık nedenleri ile ekonomik göstergeler ve onların aralarındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Yanı sıra, ekonomik ve politik göstergeler arasındaki ilişkinin de finansal kırılganlık üzerinde önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

¹⁴¹ Selim Şanlısoy, Recep Kök, “Politik İstikrarsızlık- Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1987-2006), *İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C. 25, S. 1 (2010), s. 106.

¹⁴² Şanlısoy, Kök, a.g.m., ss. 102- 103.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİ

1. FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİNİN ÖNEMİ

Finansal piyasaların kırılganlığının artması hatta daha ileri boyut olan finansal krizlerin ortaya çıkması ülkelerin yüksek maliyetlerle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla finansal krizlerin önceden tahmin edilmesi gerekli hale gelmektedir. Finansal piyasalarda krizler meydana gelmeden bir süre önce, finansal kırılganlık yaşandığını işaret eden bazı değişkenlerde aşırı oynaklıklar fark edilmektedir. Fakat farklı coğrafyalarda yaşanan finansal kırılganlıkların açıklanması ve tahmin edilmesi için geliştirilen göstergeler farklılık göstermekte böylece oldukça geniş bir yelpaze içerisinde açıklanmaktadır. Ancak ulusal piyasaların, liberalizasyon sayesinde uluslararası piyasalara ulaşmasından dolayı literatürde ortak hale gelen göstergelerin de bulunduğu unutulmaması gereken önemli bir noktadır.

Finansal kırılganlık üzerine yapılan çalışmalarda kullanılan göstergeler, krizi haber verme konusunda tek başına yeterli olmamaktadır. Bu nedenle önemli olduğu düşünülerek seçilen birkaç değişkene dayalı yapılan analizler, ekonomide finansal anlamda kırılganlığın yaşandığını ve kriz beklentisi olduğunu daha doğru olarak göstermektedir. Tüm bunların yanı sıra, krizler üzerine hazırlanan çalışmaların çoğunda az sayıda değişken kullanılmaktadır. Ancak; Kaminsky, Lizondo ve Reinhart tarafından 1998 yılında hazırlanan çalışma, finansal kırılganlık göstergelerini en kapsamlı haliyle sunmaktadır. Çalışmada, 105 gösterge kullanılmış ve bu göstergeler ana gruplara ve bazı alt gruplara ayrılarak incelenmiştir.

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın çalışmasındaki ana kategoriler ise “sermaye hesabı, borç profili, cari işlemler hesabı, uluslararası değişkenler, finansal serbestleşme, diğer finansal değişkenler, reel sektör, mali değişkenler, kurumsal/ yapısal faktörler, politik değişkenler” olarak sıralanmaktadır. Sermaye hesabı kategorisini; uluslararası rezervler, sermaye akımları, kısa vadeli sermaye hareketleri, doğrudan yabancı sermaye ve yurtiçi- yurtdışı faiz oranları arasındaki farklar oluşturmaktadır. Borç profili ise; kamu dış borcu, toplam dış borç, kısa vadeli borçlardan meydana gelmektedir. Cari işlemler

hesabı kategorisinde ise; reel döviz kuru, cari işlemler bilançosu ticaret dengesi, ihracat, ithalat, ticaret hadleri, ihraç fiyatları, tasarruflar ve yatırımlar bulunmaktadır. Uluslararası değişkenler kategorisinde; yabancı reel GSYH büyümesi, yabancı faiz oranları ve yabancı fiyat seviyesi incelenmektedir. Bir başka kategori olan finansal serbestleşme; reel faiz oranları, para çarpanındaki değişme ve kredi büyümesi bileşenlerinden oluşmaktadır. Diğer finansal değişkenler kategorisinin içinde ise; merkez bankasının bankalara verdiği kredi miktarı, M2/ uluslararası rezervler ve para ile ilgili değişkenler yer almaktadır. Reel sektör kategorisi; reel GSYH büyümesi, hisse senedi fiyatındaki değişmeler, enflasyon, üretim açığı, istihdam ve işsizlik değişkenlerinden oluşmaktadır. Mali değişkenler kategorisi; mali açık, hükümet harcamaları ve kamu sektörüne açılan krediler olarak sıralanabilmektedir. Kurumsal/ yapısal faktörler kategorisi ise; ticaret yoğunlaşması, döviz kontrolleri, finansal liberalleşme, bankacılık krizleri değişkenlerini kapsamaktadır. Son olarak karşımıza çıkan politik değişkenler kategorisi; seçim, hükümet değişikliği ve politik istikrarsızlık değişkenlerini içinde barındırmaktadır.¹⁴³

Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın bu çalışmasında yer alan kategorilerin birçoğu önceki bölümde ayrıntılı olarak incelenmiş ve geniş yer verilmiştir. Bu bölümde diğer finansal kırılganlık göstergelerine yer verilmektedir. Ancak, literatürde finansal kırılganlık göstergeleri farklı farklı tasnif edilmektedir. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart'ın çalışmasından ve literatürdeki finansal kırılganlık göstergelerinin birbirinden farklı tasnif edilmesinden yola çıkarak finansal kırılganlık göstergeleri beş ana kategori altında toplanarak incelenecektir.

2. FİNANSAL KIRILGANLIK GÖSTERGELERİNİN TASNİFİ

2.1. CARİ İŞLEMLER

Literatürde, cari işlemler kategorisi temel olarak dört ana başlığa ayrılmaktadır. Bahsedilen başlıklar şu şekildedir: cari işlemler dengesi, ihracat ve ithalattaki değişmeler, dış ticaret haddi ve reel döviz kuru.

¹⁴³ Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen M. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises", *Washington, International Monetary Fund, IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1 (1998), ss. 9- 10.

2.1.1. Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler dengesi, ülkelerin makroekonomik başarısı ile ilgili önemli ipuçları vermektedir. İhraç ve ithal edilen malların ödemelerine hizmetlerin ve transferlerin eklenmesiyle cari işlemler dengesi elde edilir. Mal, hizmet ve transferlerden elde edilen gelir ile giderler karşılanmıyorsa cari açık sorunu doğmaktadır.¹⁴⁴ Cari açığın aksine cari fazla, krizi tetikleyen tehlikeli bir durum değildir.

Gelişmekte olan ülkeler kalkınabilmek amacıyla ara malları ve yatırım mallarını ithal etmek mecburiyetindedirler. Bu nedenle cari açık sorunuyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Ödemeler bilançosunun bir kalemi olan cari işlemlerde açık veren ülkeler, söz konusu açığı sermaye hesabında (bu açıkla aynı miktarda) bir fazla ile kapatmaya çalışmaktadırlar. Başka bir ifadeyle, cari açık yabancı sermaye girişleri aracılığıyla dengelenmek zorundadır. Bu denge durumu sağlanmazsa, ülkenin döviz rezervlerinde düşüş gerçekleşmektedir. Cari açığa yol açan faktörler geçici ise, var olan cari açık rezerv azalması yoluyla ortadan kaldırılabilmektedir. Fakat gelişmekte olan ülkelerde görülen ve kronik hale gelen cari açıklar, yabancı sermaye girişleriyle veya uzun vadeli yapısal reformlarla finanse edilebilmektedir. Sanayileşme ve kalkınma gibi uzun vadeye yayılan bu yapısal reformlar, elbette ülkelerin büyüme hızını yavaşlatacak özellikte olmamalıdır. Fakat ekonomik büyümenin hız kazandığı ve olumlu bekleyişlerin hâkim olduğu genişleme dönemlerinde cari hesap açığı yükselirken, daralmanın görüldüğü dönemlerde ise cari açık azalma eğilimi göstermektedir.¹⁴⁵

Cari işlemler hesabının açık verme nedenlerini incelemek, finansal kırılganlığın nasıl ortaya çıktığını kavramaya yardımcı olacaktır. Bu bağlamda, iktisat yazınında cari açığın temel nedeni olarak bütçe açıkları gösterilmektedir. Şöyle ki, cari açığın temelinde yurtiçi tasarrufların yeterli seviyede olmaması yatmaktadır. Tasarrufların istenilen düzeyde gerçekleşmemesi, söz konusu ülke için gerekli olan yatırımların finansmanını doğrudan etkilemekte ve bütçe açıklarına yol açmaktadır. Bundan dolayı, artan devlet harcamaları ya da azalan vergi oranları nedeniyle ortaya çıkan bütçe açıkları, ulusal tasarrufları azaltıcı etki yaratmakta bu durum ise, reel faiz oranlarını yükseltmektedir. Faiz

¹⁴⁴ Osman Peker, Hakan Hotunluoğlu, “Türkiye’de Cari Açığın Nedenlerinin Ekonometrik Analiz”, *Erzurum, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C. 23, S. 23 (2009), s. 222.

¹⁴⁵ Nouriel Roubini, Paul Wachtel, “Current Account Sustainability in Transition Economies”, *Cambridge, National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper, No. 6468 (1998), ss. 6- 7.

oranlarındaki bu artış, dış yatırımcıları çekmekte (kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik etmekte) dolayısıyla ulusal para değer kazanmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi ise, yabancı mal fiyatlarının nisbi olarak ucuzlamasına neden olmaktadır. Sonuçta ithalat eğilimi yükselmekte, ihracat olumsuz yönde etkilenmekte ve cari işlemler hesabı açık vermektedir. Bütçe açığı ve cari açık arasındaki bu ilişki, literatürde “ikiz açık” olarak bilinmektedir.¹⁴⁶

Cari işlemler hesabında bozulmalara yol açan ikinci neden ise, üretim yapısı ve dış ticaret olarak ifade edilmektedir. Üretimlerinin çok önemli bölümünü ara malı ithalatı oluşturan ülkelerde, hem dış ticaret açığı hem de cari açık yükseliş göstermektedir. Türkiye’nin de cari açık vermesinin önemli nedenlerinden biri dış ticaret açığı olmaktadır. Şöyle ki, Türkiye ekonomisinin ithalatı ile büyümesi arasında sıkı bir ilişki mevcuttur. İthalat içerisinde oldukça büyük bir paya sahip olan ara malı ithalatı, üretimin artması ile yükselmektedir. Bu duruma bağlı olarak, cari işlemler açığı artmakta ve arzulan büyüme oranlarına ulaşamama ihtimali doğmaktadır. Hiç kuşkusuz bu sorunların çözümü, üretimde (özellikle de ara malı üretiminde) yerli katkı oranını arttırmaktan geçmektedir.¹⁴⁷

Türkiye uzun yıllar boyunca kronik yüksek cari işlemler açığı ile başa çıkmaya çalışan dolayısıyla birçok kez finansal kriz deneyimi olan bir ülkedir. Türkiye ekonomisini kırılgan hale getiren en önemli faktör olarak cari açık gösterilmekte ve bu nedenle bir kırılganlık göstergesi olarak kabul edilmektedir. Örneğin, cari açığın milli gelire oranının kritik eşiği aştığı 1994 ve 2001 krizleri söz konusu değişkenin önemini gözler önüne sermektedir.¹⁴⁸ 2001 krizinin ardından gelen birkaç senede iç talep düştüğü için cari açık azalmaktadır. Ancak 2006 yılından sonra cari açığın tekrar baş göstermesinin nedeni ise, 2001 krizi sonrasında dünya ekonomisinde uygulanan genişletici para ve maliye politikalarıdır. Sonuç olarak, bu dönemde Türkiye ekonomisi yüksek büyüme oranlarının ve yüksek cari açığın yaşandığı bir süreçten geçmiştir.¹⁴⁹ Yinelerseniz, Türkiye’de ithalat

¹⁴⁶ Mamdouh Alkhatib Alkswani, “The Twin Deficits Phenomenon in Petroleum Economy: Evidence from Saudi Arabia”, *Riyadh, King Saud University* (2000), ss. 4- 5.

¹⁴⁷ Nihat Ergün, “Sanayideki Yapısal Sorunların Çözümü, Mikro Alandaki Reformlarla Mümkündür”, *Ankara, Ankara Sanayi Odası Yayın Organı, ASOMEDYA*, Temmuz- Ağustos (2011), ss. 23- 25.

¹⁴⁸ Seyfettin Erdoğan, Hilal Bozkurt, “Türkiye’de Cari Açığın Belirleyicileri: MGARCH Modelleri ile Bir İnceleme”, *İstanbul, Maliye Finans Yazıları*, Yıl. 23, S. 84 (2009), ss. 137- 153.

¹⁴⁹ Erinç Yeldan, “Türkiye Ekonomisi’nde Dış Açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri”, *İstanbul, Çalışma ve Toplum Dergisi*, S. 4 (2005), ss. 49- 55.

artış hızı ihracat artış hızından fazla olduğu için cari açık sorunuyla karşı karşıya gelmekte ve devamlı olarak dış ticaret açığı verilmektedir. Ayrıca, Türkiye’de üretimin sürekliliği için gerekli olan girdilerin büyük bir bölümü ithalat ile temin edildiğinden, yalnızca büyümeden fedakarlık edilerek azaltılabilir.

Bir ülkede cari işlemler hesabındaki dengenin bozulması, makroekonomik performansıyla ilgili temel göstergelerden biri olmaktadır. Başka bir ifadeyle, bu gösterge ülkenin ekonomik anlamda karar ve beklentilerinin yapılanmasında önemli bir yer tutmakta ve iktisadi performansına ilişkin bir sinyal olarak kabul edilmektedir. Ayrıca edinilen finansal kriz tecrübeleri, *cari açık/ GSYH* oranının finansal kırılma göstergeleri içerisinde çok önemli olduğunu vurgulamaktadır. Önemle üzerinde durulan cari açık sorunu, finansal kırılma göstergeleri arasında cari açık/ GSYH rasyosu biçiminde ifade edilmekte ve bu oranda meydana gelen artış cari açığı büyütmektedir. Ancak söz konusu rasyoyu tek başına finansal krizlerin habercisi olarak nitelendirmek doğru bir yargı olmamaktadır.¹⁵⁰

Cari açık/ GSYH oranı yaşanabilecek krizlerle ilgili önemli ipuçları vermekte ve cari açığın büyüklüğüyle ilintili olarak sonraki dönemlerde karşılaşılabilecek döviz kuru krizlerinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Örneğin; Meksika, Doğu Asya, Türkiye, Brezilya ve Arjantin gibi gelişmekte olan ülkelerde görülen büyük cari açıklar, finansal krizlerin ya da döviz krizlerinin yaşanmasına yol açmıştır. Bu örnekler ışığında değerlendirildiğinde, cari hesap dengesi ekonomik istikrarın sürdürülmesi açısından oldukça önemli bir yer tutmaktadır.¹⁵¹

Cari açık/GSYH göstergesi, özellikle gelişmekte olan ülkeler için 1990 sonrası dönemde daha da önemli bir hale gelmiştir. Bunun nedeni, finansal piyasaların serbestleşmesiyle gelişmekte olan ülkelerin yüksek cari açıklar vermesidir. Böylece cari açığın sürdürülebilirliği konusu tartışılmaya başlanmıştır. Önemli olan cari açığın ne kadar olması gerektiği değil, sürdürülebilir nitelikte olmasıdır. Başka bir ifadeyle, kalkınma ve büyümelerini dış açık vererek sağlayan gelişmekte olan ülkelerde, cari açığın varlığından ziyade sürdürülebilirliği önemli olmaktadır. Cari açığın sürdürülebilirliğiyle

¹⁵⁰ Erdoğan, Bozkurt, a.g.m., s. 137.

¹⁵¹ Marc Labonte, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?”, *Washington, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, No. 7- 5700 (2010), s. 7.*

ilintili olarak, iktisatçılar farklı oranlar belirlemişlerdir. Belirlenen bu oranların üzerindeki rakamlar, finansal kırılganlığın varlığını tespit edebilmek için önem arz etmektedir. Literatürde genel kabul gören, bir ülkenin cari işlemler açığının milli gelire oranının % 5'i aştığı durumda söz konusu ülke ekonomisinin riskli durumda olduğudur. Fakat yüksek büyüme oranları, tasarruf yatırım dengesi, sermaye hareketlerinin hacmi gibi faktörler cari açığın sürdürülebilirliğini etkilemektedirler.¹⁵² Ancak cari açığın sürdürülebilirliği konusu incelenmeye başlandığında sıkça karşımıza çıkan Dornbusch'un 2001 yılında hazırladığı çalışmasında, cari açık/GSMH oranının % 4 düzeyini aştığında ve ulusal para % 25 oranında değerlendirildiğinde ülkenin kırmızı bölgeye girdiğini vurgulamaktadır.¹⁵³ Edwards ise konuyla ilgili çalışmasını Amerika Birleşik Devletleri üzerinden yürütmekte ve cari açığın GSYH oranı % 6'yı aşması durumunda ekonominin kriz sinyalleri verdiği sonucuna varmaktadır.¹⁵⁴

Türkiye için geçerli olan cari açık/GSYH oranını belirlemeye yönelik çalışmalarda bu oranın % 3,5 olarak belirlenmesinin doğru olacağı sonucuna varılmaktadır. Uygur çalışmasında, cari açık/GSYH oranının % 4' e ulaşmasının bir ülkenin kriz açısından kırmızı bölgeye girdiğini vurgulamaktadır. Türkiye'nin deneyimlediği 2001 krizinin öncesinde yani 2000 yılı sonunda bahsedilen oran % 4' e kadar ulaşmıştır.¹⁵⁵

Burada üzerinde durulması gereken önemli nokta şudur: % 4 ya da % 5 gibi eşikleri aşan ülkeler “mutlaka kriz yaşayacaktır” denemez. Çünkü cari açığı azaltmak ya da kapatmak için başvurulan yöntem, kırılganlık üzerinde hayati öneme sahiptir. Şöyle ki, uzun vadeli yabancı yatırımlar aracılığıyla cari açık kontrol altına alınmak isteniyorsa finansal kırılganlığın gerçekleşme ihtimali düşmektedir. Ancak daha sonra değineceğimiz gibi, cari açık sıcak parayla karşılanıyorsa finansal kırılganlık riski çok daha yüksek olmaktadır.

¹⁵² Abdessatar Ouanes, Subhash Thakur, *Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies*, Washington: International Monetary Fund, 1997, s. 116.

¹⁵³ Rudi Dornbusch, “A Primer on Emerging-Market Crises, National Bureau of Economic Research”, ed. Sebastian Edwards, Jeffrey A. Frankel, *Cambridge, University of Chicago Press*, No. 8326 (2001), s. 746.

¹⁵⁴ Sebastian Edwards, “The End of Large Current Account Deficits 1970-2002: Are There Lessons for the United States?”, *Cambridge, NBER Working Paper Series*, No. 11669 (2005), s. 1.

¹⁵⁵ Ercan Uygur, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Ankara, Türkiye Ekonomi Kurumu*, No. 2001/1 (2001), ss. 21- 22.

Bu başlık altında değinilmesi gereken son husus ise, kırılğan beşli olmaktadır. Çünkü içinde Türkiye'nin de bulunduğu bu beş ülke temelde cari açık/ GSYH oranlarının yüksek olmalarından dolayı "kırılğan beşli" olarak ifade edilmektedirler. Diğer ülkeler ise; Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika olarak karşımıza çıkmaktadır. 2013 yılında FED yaptığı açıklamada tahvil alımlarını düşüreceğini duyurduktan sonra aynı yılın Ağustos ayında, Morgan Stanley bir rapor yayınlayarak "kırılğan beşli" kavramını ortaya attı. G20 üyesi olan bu beş ülkenin, FED'in uyguladığı sıkı para politikasından en fazla etkilenmesi beklendi. FED'in açıklamasından sonra söz konusu ülkelerin ulusal para birimleri hızla değer kaybetmiştir. Ayrıca, 2017 yılında Standard & Poor's'un yayınladığı raporda "Yeni Kırılğan Beşli" kavramı ortaya atıldı ve bu ülkeler; Türkiye, Arjantin, Pakistan, Mısır ve Katar olarak sıralandı. Bu raporda da, bahsedilen beş ülkenin yüksek cari işlemler açığı verdikleri üzerinde durulmaktadır. Bunlara ek olarak raporda, yeni kırılğan beşlinin yetersiz tasarruf oranlarına sahip oldukları da yer almaktadır.

2.1.2. İhracat ve İthalattaki Değişmeler

İhracat ve ithalat, finansal krizlere giden yolda hem sebep hem de sonuç özelliği taşıması nedeniyle etkili olan iki değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. İhracat, bir ülkede bulunan ya da üretilen mal ve hizmetlerin yurtdışına gönderilmesi sonucu elde edilen gelir şeklinde tanımlanmaktadır. İthalat ise, yurtdışında üretilen malların yurtiçindeki kişiler ve/veya firmalar tarafından satın alınması olarak ifade edilmektedir.

Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ihracat ve ithalattaki değişmeleri; faiz oranları, döviz kuru, fiyatlar düzeyi kavramlarına ve birbirleriyle ilişkisine dayandırarak bu kavramların üzerinde önemle durmaktadırlar. Söz konusu kavramlar, ihracat ve ithalat değişkenlerini etkileyerek ya ekonomide kırılğanlığa yol açmakta ya da büyümeyi sağlamaktadırlar. Uluslararası piyasalar arasında dengeyi ve büyümeyi sağlayabilmenin yolu; fiyat seviyesindeki, döviz kurundaki ve faiz oranlarındaki değişmelerin birbirlerine yakın seyretmesinden geçmektedir. Bu üç değişken arasındaki dengenin, yüksek oranlarda gerçekleşmesi hem yurtiçi hem yurtdışı ticarete uluslararası dengeyi bozmakta ve finansal kriz ihtimalini güçlendirmektedir.¹⁵⁶

¹⁵⁶ Saruhan Özel, *Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, 1. b., İstanbul: Alkım Yayıncılık ve Eğitim Hizmetleri, 2000, ss. 6- 8.

İhracat artışı ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaratmakta dolayısıyla finansal kırılganlıkla ters yönde hareket etmektedir. Bir ülke üretimine olan talebin yükselişini gösteren ihracat artışı, milli geliri arttırmaktadır. İhracata dayalı gelir artışı, devletin tasarruf eğilimini de olumlu yönde etkilediğinden iç tasarruflar artış göstermektedir. Yanı sıra ihracat artışı, yurtiçindeki firmaların üretim ölçeğini genişletme, atıl kapasiteden faydalanabilme, daha düşük maliyetle daha kaliteli mal üretme ve dolayısıyla verimliliklerini artırma imkânı sağlamaktadır. İhracattaki azalma ise, ulusal paranın aşırı değerlenmesi nedeniyle ortaya çıkabilmektedir. Bu bağlamda ihracattaki düşüş (farklı bir ifadeyle ithalattan daha az ihracatın gerçekleşmesi) rezervlerde açığa yol açmaktadır. Böylece ülkeden döviz çıkmakta ve finansal krize hızla yol açılmaktadır.¹⁵⁷

İhracat/ GSYH rasyosu: İhracatın yurtiçi hasıla içinde ne kadar yer tuttuğunu ifade etmektedir. Bu orandaki yükseliş, bir krize neden olmadan cari açığı sürdürebilmek anlamına gelmektedir. İhracattan sağlanan gelir, dış borç servisinin sorunsuz işlemesine yardımcı olmaktadır.¹⁵⁸ Ancak rasyodaki azalış, tersi etki yarattığından finansal kırılganlığa yol açmaktadır.

Teknolojik gelişmelerin ve küreselleşme sonucunda uluslararası ticaretin hızlanması nedeniyle özellikle gelişmekte olan ülkelerin dışa bağımlılığı daha artmaktadır. Sanayileşme çabası içerisindeki ülkeler mamul mallarına, sanayileşme hedefine ulaşan ülkeler ise hammadde ve ara mallarına ihtiyaç duyduğundan bunları ithal etmektedirler. Başka bir ifadeyle, gelişme çabası içerisinde olan ülkeler kaliteli ve seri üretim yapan ülkelere bağımlı durumdadırlar. Sanayileşme seviyesi yükseldikçe ihraçları da yükselen gelişmekte olan ülkeler, ihracatlarını ve ürün çeşitliliğini arttırmak amacıyla da ithalata başvurmaktadırlar.¹⁵⁹ Daha çok ara malı ve hammadde ithalatına ihtiyaç duyan bu ülkeler, çoğunlukla sanayi ürünleri ihraç etmektedirler.

Bir ülkenin yatırımını tamamlayıcı yönde ithalat yapması, yurtiçi üretim ve GSYH üzerinde olumsuz bir etki yaratmamaktadır. Fakat ülkenin yaptığı ithalatın, yurtiçi üretimi

¹⁵⁷ Nisfet Uzay, “Gelişmekte Olan Ülkelerde İhracat Artışı- İktisadi Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, Kayseri, *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C.1, S. 9 (2000), ss. 39- 42.

¹⁵⁸ Donal McGettigan, “Current Account and External Sustainability in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union”, *Washington D.C, International Monetary Fund, IMF Occasional Paper*, No. 189 (2000), s. 22.

¹⁵⁹ Gordon Hanson, “Export Dependence in Developing Countries”, *UC San Diego and NBER* (2010), ss. 2- 5.

ikame ettiği durumda, yurtiçi üretime ve GSYH'ya negatif yönde etkisi olmaktadır. Sonuç olarak, bir ülkede yerli paranın değerlendirilmesiyle ortaya çıkan ithalat artışı, cari işlemler açığını büyütürken finansal kırılganlığı arttırmakta ve finansal krize ortam hazırlamaktadır.

Ödemeler dengesini bozan ve cari açığa neden olan ithalat faktörü hangi oran içerisinde bulunursa bulunsun finansal kırılganlığı tetikleyici etki yaratmaktadır. İthalatı içinde barındıran göstergelere; ithalat/GSYH, rezerv/ithalat, ihracatın ithalatı karşılama oranı ve (ihracat- ithalat)/GSYH örnek verilebilmektedir.

İthalat/GSYH rasyosu: İthalatın yurtiçi hasıla içinde ne kadar yer tuttuğunu görmek açısından önemli bir gösterge özelliği taşımaktadır. Ülke ithalatındaki yükselişi ifade eden bu oranda artış gerçekleştiğinde, cari açık büyümekte böylece finansal kırılganlık artmaktadır.¹⁶⁰

Rezerv/İthalat rasyosu: Uluslararası piyasalardan finansman sağlama olanağı sınırlı olan ülkeler için önemli bir gösterge olmaktadır. Ülke rezervlerinin ithalatı karşılama kapasitesini veren bu oranın azalmasının nedeni, uluslararası rezerv miktarındaki düşüş ya da ithalatın artışı olarak açıklanmaktadır.¹⁶¹ Orandaki bir azalma, finansal kırılganlığa yol açmaktadır.

İhracatın İthalatı Karşılama Oranı: Bu oran, ithalatının ne miktarda ihracat tarafından karşılandığını ifade etmektedir. Ülkelerin dış ticaret performanslarını açıklayan ihracatın ithalatı karşılama oranı hem ülkeler arası ticareti hem de bir ülkenin farklı dönemlerindeki dış ticaretini kıyaslamaya yardımcı olmaktadır.¹⁶² İhracatın ithalata bölünmesi (ihracat/ithalat) ile ortaya çıkan bu göstergenin azaldığı dönemlerde ekonomiler finansal kırılganlığa sürüklenmektedirler.

(İhracat-İthalat)/ GSYH: İhracattan ithalatın çıkarılmasıyla belirlenen dış ticaret açığının ya da fazlasının, GSYH'ya bölünmesiyle elde edilen bu oran finansal kırılganlık göstergeleri içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Bilhassa yerli paradaki değer artışının

¹⁶⁰ Ural, a.g.m., s. 20.

¹⁶¹ IMF, "Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability", *The Policy Development and Review Department in Consultation with Other Departments*, 2000, ss. 2- 3.

¹⁶² Mustafa Faruk Aydın, Yusuf Soner Başkaya, Ufuk Demiroğlu, "Türkiye'de İhracatın İthalatı Karşılama Oranı Üzerine Ampirik Bir Analiz", *Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği*, No. 15/10 (2015), s. 2.

neden olduğu ithalat yükseliş, ödemeler dengesini negatif yönde etkilemekte ve dış ticaret açığını yükseltmektedir. Bahse konu olan orandaki küçülmeler, finansal kırılganlığın artışına neden olmaktadır.

2.1.3. Dış Ticaret Haddi

Dış ticaret, günümüzde uluslararası ekonomik ilişkilerin en belirleyici unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Dış ticaret kavramı, uluslararası iktisadi ilişkilerin belirli bir ücret karşılığında yapılan bütün mal ve hizmet alım satım faaliyetleri olarak tanımlanmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ve dış ticaret açığı sorunuyla baş etmeye çalışan ülkeler için hayati öneme sahip olan dış ticaret haddi, ihraç mallarının ortalama fiyatının ithal malların ortalama fiyatına bölünmesiyle elde edilmektedir. Bu oran, ülkenin yaptığı ticaretten kazancını ve diğer ülkelerle rekabet edebilirliğini göstermektedir. Ülkelerin ihraç ettiği malların fiyatları azaldığında ya da fiyatların sabit kaldığı durumda, ithal malların fiyatları yükseliş gösterirse dış ticaret haddi ülkenin aleyhine gelişmektedir. Bu bağlamda dış ticaret haddinin kötüleşmesi, ülkenin bir birim daha fazla ithalat yapabilmesi için daha fazla ihracat yapması demektir. Farklı bir ifadeyle, ihracat fiyat endeksi ithalat fiyat endeksine kıyasla daha az arttığında dış ticaret haddinde bozulmalar yaşanmaktadır. Dış ticaret haddinde düşüş yaşayan bir ülkenin satın alma gücü azalmaktadır. Buna bağlı olarak tüketim düzeyi ve ülke refahı azalmakta ve finansal kırılganlık artmaktadır.¹⁶³

2.1.4. Reel Döviz Kuru

Bir ülkenin uluslararası ticaret ve ödemelerini dengeleyen temel unsur olan reel döviz kuru, ulusal paranın yabancı paralara kıyasla ne kadar değer kazandığını ya da kaybettiğini ifade eden önemli bir finansal kırılganlık göstergesidir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, “ulusal paranın reel olarak değerli hale gelmesi” ile “aşırı reel değer kazanması” kavramlarının farklı olduğudur. Şöyle ki bir ülke parası reel anlamda değerlendirildiğinde, cari açık/ GSYH rasyosunda artış devamlılığını sürdürmekte ise paranın aşırı değerlenmesi söz konusu olmaktadır.¹⁶⁴

¹⁶³ Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, 6. b., U.S.A.: Pearson Education Inc., 2003, ss. 93- 99.

¹⁶⁴ Umut Çakmak, “Finansal Kırılganlık Endeksi (Türkiye 1989-2011) ve Yorumlar”, *Bursa, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C. XXXII, S. 1 (2013), s. 244.

Reel döviz kurunda azalış gerçekleştiğinde, ithal edilen malların TL fiyatı yurtiçi malların TL fiyatına nazaran ucuzladığından dolayı, ithal mal talebi artmakta ve ithalat artmaktadır. Ayrıca reel döviz kuru düştüğünde, döviz cinsinden ithal malların fiyatları döviz cinsinden ihraç malları fiyatlarına kıyasla azalmaktadır. Böylece ihraç ettiğimiz malların fiyat rekabet gücü düştüğü için ihracatımızda da düşüş yaşanmaktadır. Dolayısıyla reel döviz kurundaki azalma, ithalatı arttırıcı ihracatı ise azaltıcı etki yarattığından dış ticaret dengesi bozulmaktadır.¹⁶⁵

Yukarıda da değinildiği üzere Dornbusch'un 2001 yılındaki çalışmasında, ulusal paranın % 25 reel anlamda değerlenmesi ülkeyi kırılğan konuma getirebilmektedir. Fakat Dornbusch'un analizine Türkiye'nin edindiği tecrübeler doğrultusunda şu şekilde bir eleştiri getirilebilmektedir: Ulusal paranın reel değer kazanması (tamamen ya da kısmen) toplam faktör verimliliğindeki yükselişler aracılığıyla tolere edilebilmektedir. Çakmak'ın çalışmasında yer alan açıklama konuyu şu şekilde izah etmektedir:

“Şöyle ki, bir ulusal para belirli bir dönem zarfında % 25 reel değer kazanırken, aynı dönem zarfında, eğer o ülkedeki toplam faktör verimliliği (TFV) artış hızı ile temel ticari rakiplerinin TFV artış hızı arasındaki fark o ülke lehine % 25 veya daha fazla açılmış ise, bu gelişme ulusal paranın reel değerindeki yükselmeyi telafi eder ve dolayısıyla cari işlem açığı (CİA) yükselmeyebilir. Nitekim 2001-2007 arasında TL’de olmuş olan 65 puanlık kümülatif reel değer artışının bir kısmı, özellikle 2006- 2007 arasında oluşan toplam faktör verimliliği artışları ile bir miktar telafi edilmiştir, denilebilir.”¹⁶⁶ Sonuç olarak, hem Çakmak'ın ifadesinden hem de Türkiye'nin deneyimlerinden anlaşılacağı gibi yüksek reel döviz kuru finansal kırılğanlık üzerinde belirleyici olmakta ancak daima finansal kırılğanlık yaratmamaktadır.

2.2. FİNANSAL SEKTÖR

2.2.1. M2 Para Arzı

Dar anlamda para arzını ifade eden M1, dolaşımdaki para (banka dışındaki kağıt ve madeni paralar) ile bankacılık sistemindeki vadesiz mevduatların (resmi kuruluşlara ait

¹⁶⁵ Arnold C. Harberger, “The Real Exchange Rate: Issues of Concept and Measurement”, Los Angeles, 2004, ss. 2- 7.

¹⁶⁶ Çakmak, a.g.m., ss. 244- 245.

mevduatlar hariç) toplamından meydana gelmektedir. Daha geniş para arzı tanımı olan M2 ise, M1 para arzını ve vadeli tasarruf mevduatlarını kapsamaktadır. Göstergeler içinde karşılaştığımız M2Y para arzı tanımı ise, M2 ile döviz tevdiat hesaplarının toplamından meydana gelmektedir.¹⁶⁷ Aşağıda, bu para tanımlarını diğer makroekonomik faktörlerle ilişkilendirilerek finansal kırılganlık üzerindeki etkileri incelenmektedir.

M1 Para Arzı: Finansal krizler öncesinde M1 seviyesinde gerçekleşen değişimler krizler hakkında önemli sinyaller vermektedir. Örneğin, 2000 krizinin yaşanmasından önce M1 seviyesindeki oynaklıklar, bu değişkenin kriz üzerinde ne kadar etkili olduğunu göstermiştir.¹⁶⁸ Hiç kuşkusuz, M1 para arzındaki yükselişler ekonomiyi finansal kırılganlığa oradan da krize doğru sürüklemektedir.

M2/GSYH: M2 para arzının GSYH'ya oranlanmasıyla elde edilen bu gösterge, para arzının aşırı yükselmesinden dolayı ortaya çıkmışsa yerli para değer kaybetmektedir. Ayrıca enflasyonda artışlara da yol açmaktadır. Bu sebeple, oranda gerçekleşen yükselme finansal kriz riskini arttırmaktadır.

M2/Uluslararası Rezervler: Önemli olan bir diğer finansal kırılganlık göstergesi ise geniş para arzının uluslararası rezervlere bölünmesiyle ortaya çıkmaktadır. Söz konusu rasyo, merkez bankalarının likidite yükümlülüklerini yerine getirebilmek amacıyla bünyesinde yeteri kadar yabancı rezervi barındırıp barındırmadığını ifade etmektedir. Orandaki yükseliş, merkez bankalarının likidite yükümlülüklerindeki yükselişi göstermektedir. Böylece ekonominin şoklar karşısında kırılganlığı artmaktadır.¹⁶⁹

M2/M2Y: Geniş para arzının, geniş para arzı ile döviz tevdiat hesabının toplamına bölünmesiyle ortaya çıkan rasyo, kriz yıllarından önce değişime uğradığı için finansal kırılganlık göstergesi olarak alınabilmektedir. Oran, finansal piyasalardaki döviz hareketliliğini izah etmeye yardımcı olmaktadır. Söz konusu orandaki azalmalar, ulusal

¹⁶⁷ TCMB, *Terimler Sözlüğü*, 2017,

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/EgitimAkademik/Terimler+Sozlugu/Sozluk/P>, (20.06.2017).

¹⁶⁸ Zeynep Karaçor, Volkan Alptekin, "Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği", *Manisa, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F, Yönetim ve Ekonomi*, C. 13, S. 2 (2006), s.249.

¹⁶⁹ Karaçor, Alptekin, a.g.m., ss. 252- 253.

paradan yabancı paraya doğru kaçıışı göstermekte ve sonuçta dolaylı yoldan cari işlem açığını da arttırmaktır.¹⁷⁰

2.2.2. Reel Faiz Oranı

Finansal serbestleşmeyle yakından ilintili olan reel faiz oranı, açık ekonomilerde finansal kırılganlık üzerinde göz ardı edilemeyecek kadar büyük öneme sahip olmaktadır. Bilhassa globalleşme hızı arttıkça reel faiz oranı daha da önemli bir hal almaktadır. Faiz oranlarında dolayısıyla döviz kurlarındaki oynamalar yalnızca finansal piyasaları değil reel sektörü de etkilemektedir. Bunun yanı sıra, faiz oranları ve döviz kurlarındaki hareketlilikler, yurtiçindeki ve yurtdışındaki bireylerin ve şirketlerin yatırım kararları üzerinde oldukça büyük etki yaratmaktadır. Yinelemek gerekirse, finansal serbestleşmenin yoğunlaştığı günümüzde, faiz oranları ülkelerin hızla kalkınması ve istikrarlı ekonomiye sahip olması açısından üzerinde önemle durulması gereken bir gösterge olmaktadır.¹⁷¹

Finansal serbestleşmenin önemli bir göstergesi olan reel faiz oranı, finansal serbestleşme dönemlerinde yükseliş göstermektedir. Başka bir ifadeyle, finansal serbestleşme ve reel faiz oranı aynı yönlü hareket etmektedir. Şöyle ki, reel faiz oranlarındaki değişim, sermaye akışlarını yönlendirmektedir. Reel faiz oranının artışı gösterdiği ülkeler, kısa vadeli sermayeyi kendisine geçmektedirler. Yurtiçi reel faiz oranı yükseliş gösterdiğinde likidite sıkıntısı artmakta ve spekülasyon saldırılarına karşı önlem alınmaktadır.¹⁷²

2.2.3. Yurtiçi Krediler/ GSYH

Bir ekonomideki finansal kırılganlığı tespit etmede kullanılması gereken ana göstergelerden biri de yurtiçi krediler/GSYH oranı olmaktadır. Elbette, ülkeler kredi genişlemesi kararını alırken finansal derinliği sağlamayı ve ekonomik büyümeyi

¹⁷⁰ Fatih Yücel, Hüseyin Kalyoncu, "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları", *Ankara, Maliye Dergisi*, S. 159 (2010), s. 60.

¹⁷¹ Robert E. Cumby, Maurice Obstfeld, "International Interest-Rate and Price-Level Linkages Under Flexible Exchange Rates: A Review of Recent Evidence", *Cambridge, National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper, No. 921 (1982), ss. 1- 2.

¹⁷² Hali J. Edison, "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System", *Board of Governors of the Federal Reserve System*, International Finance Discussion Papers, No. 675 (2000), s. 40.

arttırmayı amaçlamaktadırlar. Ancak yurtiçi kredi hacmi kontrolsüz genişlerse, bu durum finansal sistemi olumsuz yönde etkilemektedir. Ülkeler arası sermaye akışı ve yurtdışındaki bankalarla bağlantı içinde bulunma gibi durumlar da kredi genişlemesine yol açmaktadır.¹⁷³

Yurtiçi kredi genişlemesinin üç ana etkisi bulunmaktadır: İlki, yurtiçinde kredi genişlemesi yaşanmasının amacı, banka ve kurumların bilançolarını sağlamlaştırma, büyük sermaye girişleri yaratma ve iç talebi güçlendirmedir. İkincisi, krizin olumsuz etkilerinden kurtulmak için kredi genişlemesine gidilmektedir. Üçüncü ise, gevşek makroekonomik politikaların uygulandığı ortamda kredi genişlemeleri yapılırsa kredi patlamalarına yol açmaktadır. Söz konusu bu üç etkiden sonuncusu, bilançoları bozmakta ve ekonomiyi hızla krize sürüklemektedir.¹⁷⁴ Yinelerseniz, yurtiçi kredi genişlemesi kontrollü olduğu sürece ekonomilerde rahatlamayı sağlamaktadır. Ancak başarısız politikaların hâkim olduğu ekonomilerde kredi genişlemesi olumsuz sonuçları beraberinde getirmektedir.

Bankaların piyasaya sunduğu krediler üretime yönlendirilemezse bu oranda yükseliş gözlenmektedir. Bir başka ifadeyle, belirli bir dönemde yurtiçi kredi genişlemesi yaşandığında, bu durum finansal kriz ihtimalinin yüksek olduğunun habercisidir. Şayet bir kriz yaşanır, sonrasında yurtiçi krediler daralmaktadır. Şöyle ki, krizden bir süre önce faizlerin düşük seyretmesinden dolayı kredi arzı artış göstermektedir. Fakat ekonomi herhangi bir şokla karşılaşır, faizler artmakta ve kredi daralması gerçekleşmektedir. Sonuç olarak, krizden önce bankaların verdiği krediler geri ödenirken sorun çıkmaktadır.

2.2.4. Hisse Senedi Fiyatlarındaki Değişmeler

Fertler, tasarruflarından getiri sağlamak amacıyla finansal varlıklara yönelmektedirler. Hisse senetleri, söz konusu finansal varlıklardan bir tanesidir. Tasarruf sahibi, hisse senedini elinden çıkardığında yüksek kâr payı alma ve hisse senedi fiyatlarındaki değişmeden getiri sağlama amaçları doğrultusunda hisse senedi almayı

¹⁷³ IMF, "Global Prospects and Policies", *Washington, World Economic Outlook*, Chapter: 1 (2001), ss. 4- 9.

¹⁷⁴ Selim Elekdag, Yiqun Wu, "Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust?", *Washington, IMF Working Paper*, No. 241 (2011), s. 3.

tercih etmektedirler. Ancak hisse senedi sahibi olmak, belirsizliği ve riski beraberinde getirmektedir.* Riskin ve belirsizliğin hâkim olduğu böyle bir ortamda, hisse senedi fiyatlarının hangi yönde değişeceğini tahmin etmek çok zordur.

Merkez Bankasının para politikasında gerçekleştirdiği bir değişiklik hisse senedi fiyatlarını değiştirmekte ve bilançolar üzerinde etki yaratmaktadır. Şöyle ki, para arzı değişirse yatırımcıların hisse senedine olan talepleri etkilenmektedir. Başka bir ifadeyle, genişletici ya da daraltıcı para politikasının uygulanması halinde hisse senedi fiyatları değişmektedir. Dolayısıyla tüketim, servet ve yatırım farklılaşmakta, bu duruma bağlı olarak enflasyon oranı da değişiklik göstermektedir.¹⁷⁵

Hisse senedi fiyatlarındaki değişimin yatırımlar üzerindeki etkisi Tobin'in q teorisi aracılığıyla incelenebilmektedir. Teorideki q değeri; firmanın piyasa fiyatının, firmaya ait olan fiziki sermayenin yenileme maliyetine oranlanmasıyla belirlenmektedir. Firma düşük q değerine sahipse, firmanın piyasa fiyatına nazaran yeni bir üretim merkezine ya da araç gereçlere ait maliyetlerin daha fazla düzeyde gerçekleştiği söylenmektedir. Bu durumdaki bir firmanın, yatırımlarını arttırmak hedefiyle çok miktarda hisse senedi ihraç etmesi gerekmektedir. Sonuçta firmaların yatırım harcamaları azalmaktadır.¹⁷⁶

Genişletici para politikasının uygulanması sonucunda faiz oranlarında azalış gerçekleştiğinden yatırımcı tahvili değil hisse senedini tercih etmektedir. Talebi artan hisse senedinin fiyatı da artmaktadır. Bu bağlamda; q değeri, yatırımlar ve üretim büyümektedir. Aksine daraltıcı para politikası uygulanması durumunda, faizlerde gerçekleşen yükseliş, hisse senedi fiyatlarını azaltmaktadır. Toplam üretim düzeyi ve toplam hâsıla bu duruma bağlı olarak azalmakta ve finansal kırılganlık artış göstermektedir. Öte yandan genişletici ya da daraltıcı para politikasının firmaların bilançoları üzerindeki etkisi de göz önüne alınmalıdır. Daraltıcı para politikası sonucu hisse senedi fiyatları düşüş gösterdiğinden asimetrik bilgi sorunlarıyla daha fazla

* Geleceği net olarak bilmenin imkânsız olduğunu ifade eden risk ve belirsizlik, temelde birbirinden farklı kavramlardır. Şöyle ki, risk kavramında yaşanması mümkün olan tüm ihtimaller bilinmekte iken belirsizlik kavramında tüm ihtimallerin bilinmesi mümkün olmamaktadır.

¹⁷⁵ Hülya Kanalıcı Akay, Mehmet Nargeleçekenler, "Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği", *İstanbul, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C. XXVII, S. II (2009), s. 137.

¹⁷⁶ Frederic S. Mishkin, "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", *Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series*, No. 5464 (1996), ss. 6- 7.

karşılaşmakta dolayısıyla firmaların net değeri azalmaktadır. Buna bağlı olarak, firmaya daha az miktarda kredi verilmekte ve firmanın yatırım harcamaları düşmektedir.¹⁷⁷

Daraltıcı para politikası uygulandığında, hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler tüketimi de etkilemektedir. Bu etkinin temelini, servet ve sermaye üzerine kurulan Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezi oluşturmaktadır. Hipotezdeki finansal servetin içinde bulunan hisse senedindeki değişimler tüketim üzerinde oldukça önemli yer tutmaktadır. Şöyle ki hisse senedi fiyatlarındaki düşme, servet üzerinde azalmalara ve tüketimin düşmesine sebep olmaktadır.¹⁷⁸

2.2.5. Finansal Sektör İle İlgili Diğer Rasyolar

Bu başlık altında, yukarıda söz edilen diğer finansal sektör göstergeleri kadar çok sık olmasa da literatürde karşımıza çıkan ancak finansal kırılganlık açısından oldukça önemli olan oranlar yer almaktadır. Söz konusu oranları şu şekilde sıralayabiliriz: Merkez Bankası Rezervleri/ Merkez Bankası Varlıkları, Bankacılık Sektörüne Açılan Krediler/ Banka Yükümlülükleri, İnterbank Faiz Oranı.

Merkez Bankası Rezervleri/ Merkez Bankası Varlıkları: Bu oran, bankacılık işlemlerine karşı bankacılık sisteminin başarısını göstermektedir. Bankacılık sisteminde aksaklığın ya da sorunun az olduğu ülkelerde karşılaşılan olumsuz makroekonomik şoklar finansal kırılganlığın şiddetlenmesini engellemekte dolayısıyla krizin ortaya çıkma riskini azaltmaktadır. Söz konusu orandaki düşme, spekülâtorler tarafından bankacılık sektörünün zayıflığının bir işareti olarak algılanmaktadır.¹⁷⁹

Bankacılık Sektörüne Açılan Krediler/ Banka Yükümlülükleri: Bu oran, bankacılık sektörünün yükümlülükleri içinde Merkez Bankası kredilerinin payını göstermektedir. Oran, sistemdeki zayıf bankaları kurtarmak amacıyla oluşturulmakta ve kullanılmaktadır. Söz konusu rasyodaki artış, bankacılık sisteminin likiditesinin azlığını; bir başka ifadeyle bankacılık sistemindeki mali zayıflığı işaret etmektedir.¹⁸⁰

¹⁷⁷ Akay, Nargeleçekenler, a.g.m., s. 138.

¹⁷⁸ Mishkin, "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", a.g.m., s. 7.

¹⁷⁹ Ali Arı, Rüstem Dağtekin, "Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis", *International Journal of Emerging and Transition Economies*, Vol. 1, No. 2, 2008, s. 206.

¹⁸⁰ Arı, Dağtekin, a.g.m., s. 206.

İnterbank Faiz Oranı: İnterbank piyasası; fon fazlası bulunan bankalar ile fon ihtiyacı olan bankaların borç alışverişinin yapıldığı piyasadır. İnterbank piyasasında fon sıkıntısı yaşayan bankalar belirli bir faiz oranından başka bir bankadan borçlanmaktadır. Bahsedilen faiz oranı da “interbank faiz oranı” adını almaktadır. “Bankalararası para piyasası faiz oranı” olarak da adlandırılan bu rasyonun aniden ve/veya sürekli artması bankacılık sektörünün kırılabilirliği hakkında bir fikir vermektedir.¹⁸¹

2.3. SERMAYE HAREKETLERİ

Literatürde kırılabilirliğin ve ileri boyutu olan krizlerin nedenleri arasında sermaye hareketleri önemli yer tutmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yakın geçmişte edinilen tecrübeler, kontrolsüz sermaye girişlerinin makroekonomik dengesizliklere yol açtığını göstermektedir. Büyük miktarda ve kontrolsüz olarak gerçekleşen sermaye girişleri; ulusal paranın reel olarak değerli hale gelmesine, enflasyonist baskılara, reel faiz oranlarındaki artışın devamlı olarak gerçekleşmesine ve cari açığa genişlemeye neden olmaktadır.¹⁸²

Ekonomik kalkınmayı amaçlayan az gelişmiş ülkeler, sermaye kısıtı yaşamalarına karşın gelişmiş ülkeler bolca sermayeye sahip olmaktadır. Gelişmiş ve az gelişmiş ülkeler arasındaki sermaye farklılığı ekonomide kaynak dağılımının etkisizliğine neden olmaktadır. Dışa kapalı ekonomide sermaye birikiminin tek yolunu ulusal tasarruflar oluşturmaktadır. Dışa açık ekonomide ise ulusal yatırımlar yabancı sermaye sayesinde gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda az gelişmiş ülkeler, finansal liberalizasyonla dışa açılmakta ve uluslararası sermaye akımlarından yararlanmaktadırlar.¹⁸³

Uluslararası sermaye hareketlerinin ülkeler üzerindeki belli başlı etkilerini şöyle sıralayabiliriz: Öncelikle, ülkeye giren yabancı sermaye döviz birikimine yardımcı olmaktadır. Döviz birikiminin meydana getirdiği ithalata bağlı olarak yatırım ve tüketim harcamaları artış göstermekte (yani yurtiçi hasıla artmakta) ve yurtiçi tasarruflar

¹⁸¹ Ali Arı, “An Early Warning Signals Approach for Currency Crises: The Turkish Case”, *Munich Personal RePEc Archive*, MPRA Paper No. 25858, 2008, ss. 3- 6.

¹⁸² Erol Balkan, F. Gül Biçer, A. Erinç Yeldan, “Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in The Post- 1990 Turkish Economy”, *Presentation at the International Development Economics Associates*, First Draft (2002), ss. 1- 3.

¹⁸³ Ferit Kula, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, *Sivas, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C. 4, S. 2 (2003), s. 142.

azalmaktadır. Ayrıca sermaye akımlarının yavaşlaması ya da durması halinde ithalat artışına da bağlı olarak oldukça büyük bir cari işlemler açığı söz konusu olmaktadır.¹⁸⁴

Uluslararası sermaye akımları farklı alanlara yöneldiğinde farklı etkiler doğurmaktadır. Ülkeler sermaye akımlarından sağladığı kazançları, tüketim harcamalarına yönlendirdiğinde ulusal tasarruf seviyesi düşmektedir. Dolayısıyla dış ticaret açıkları artış göstermektedir. Söz konusu sermaye akımları yatırım harcamalarına yönlendirildiğinde ortaya çıkan etki, milli geliri arttırıcı yönde olmaktadır. Fakat bu etki, uzun vadeli olduğu durumda milli geliri arttırıcı özellik taşımaktadır.¹⁸⁵

Sermaye hareketlerinden en fazla etkilenen değişkenlerden bir diğeri de, faiz oranları olmaktadır. Yabancı faiz oranları dışsal olarak kabul edilirse, yurtiçi enflasyon oranında gerçekleşen değişiklikler yurtiçi faiz oranını etkilemektedir.¹⁸⁶ Bu bağlamda yurtiçi faiz oranları yabancı ülke faiz oranlarından daha düşük olarak gerçekleşirse sermaye çıkışları hızlanmaktadır. Sermaye çıkışlarının artmasıyla yurtiçindeki yaşayanlar, ulusal para türünde tuttıkları mevduatlarını yabancı para türünden mevduatla değiştirmek istemektedirler. Bu durumda yabancı paraya olan talep artış gösterdiğinden merkez bankası bu talebi karşılamak için döviz satışı yapmaktadır. Dolayısıyla rezerv miktarı azalmaktadır.¹⁸⁷

Sermaye girişlerinin neden olduğu olumsuzluklar arasında en dikkat çekici olan nokta; ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasıdır. Ekonomide ulusal paranın daha değerli hale gelmesi kısa ve uzun vadeli olarak değerlendirilmektedir. Kısa vadede reel anlamda değerlenen ulusal para, enflasyonu bastırıcı bir görev üstlenmektedir. Şöyle ki, TÜFE içerisinde bulunan ithal mal fiyatları düşmekte dolayısıyla bir kısım iç talep düşük fiyatlı ithal malları tercih etmektedir. Ayrıca yatırım ve hammadde fiyatlarındaki düşme sonucunda, girdi maliyetleri azalmakta böylece arz artmaktadır. Sonuç olarak, enflasyonu bastırıcı etki yaratılmaktadır. Reel anlamda

¹⁸⁴ Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman, Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *U.S.A., Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2 (1996), ss. 128- 129.

¹⁸⁵ Necla Adanur Aklan, "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", *Balıkesir, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 5, S. 7 (2002), s. 37.

¹⁸⁶ Tamim Bayoumi, Joseph Gagnon, "Taxation and Inflation. A New Explanation for Capital Flows", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 38, S. 2 (1996), s. 307.

¹⁸⁷ Matthew Higgins, Thomas Klitgaard, "Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets", *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 10, No. 10 (2004), s. 3.

değerlenen döviz kurunun yarattığı finansal kırılganlık, uzun vadede kendini göstermektedir. Uzun vadede ithalatın artış, ihracatın ise azalış göstermesiyle dış ticaret açığı ve cari açık artmaktadır. Dolayısıyla artan borçlanma, devalüasyon beklentilerini çoğaltmakta ve dövize kaçış hız kazanmaktadır. Sonuç olarak artan finansal kırılganlık, kriz bekleyişini güçlendirmektedir.¹⁸⁸

Sermaye girişinin finansal piyasalar üzerindeki etkisinin yok edilmesinin yolu sterilizasyondan geçmektedir. Burada amaç, sermaye girişinin neden olduğu enflasyonist etkileri ortadan kaldırmaktır. Sterilizasyon, devlet iç borçlanma senetlerinin ihraç edilmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Ancak bu durumda borçlanma faiz oranları artış göstereceğinden mali açığın genişlemesine yol açmaktadır.¹⁸⁹ Sterilizasyon şokların temel nedenini ortadan kaldırmayan ancak şokların makroekonomik etkilerini önleyebilmek için kullanılan bir yöntemdir.

2.3.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli yatırımlar yapılabilmesi için ekonomik ve politik istikrarın sağlanması önemli bir husus olmuştur. Ancak birçoğunda ekonomik ve politik istikrar sağlanamadığından, söz konusu ülkelere yapılan sermaye akımları genellikle kısa vadeli olarak gerçekleşmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri; vadesi bir yıla kadar süren, özel ve resmi nitelikte olan uluslararası sermaye akımları şeklinde tanımlanabilmektedir. Kısa vadeli sermaye akımları çok çeşitli finansal yatırım araçlarından meydana gelmektedir. Bu doğrultuda kısa vadeli yatırım araçları; hazine bonoları, vadeli banka mevduatları, ticari bonolar, finansman bonoları, mevduat sertifikaları şeklinde örneklendirilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri; ticari krediler, vadesi bir yıldan kısa olan ticari banka kredileri, yurtdışından ihraç edilen ya da yurtdışında yerleşik olanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanması (hem yerel hem de yabancı para birimlerinde) gibi çok çeşitli finansal hareketleri kapsamaktadır.¹⁹⁰

Kısa vadeli sermaye akımları, *sıcak para* olarak da ifade edilmekte ve yurtiçi piyasalardaki faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliğin yol açtığı arbitraj kavramına

¹⁸⁸ Muhsin Kar, M. Akif Kara, Muhittin Kaplan, “Türkiye’de sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri”, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, C. 1, 2014, ss. 8- 21.

¹⁸⁹ Aklan, a.g.m., s. 42.

¹⁹⁰ Dani Rodrik, Andres Velasco, “Short- Term Capital Flows”, *Cambridge, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper 7364 (1999), s. 12.*

dayanmaktadır. Literatürde sıcak para kavramının genel geçer bir tanımı bulunmamakta ancak “kısa dönemci, spekülâtif, aşırı dalgalanma” gibi ögeleri içinde barındırmaktadır. Bu ögelerden hareketle, sıcak paranın ekonomik istikrarsızlık yarattığı düşüncesi ortak olarak kabul edilmektedir. Ortaya çıkan istikrarsızlıkların temel nedeni, kısa vadeli sermayenin ulusal piyasalarda nispeten yüksek reel faize yönelmesiyle birlikte kısa vadeli döviz birikimi artmaktadır. Böylece ulusal paranın değeri yabancı paraların değerine nazaran yükselmektedir. Bu durumda yukarıda da ifade edildiği gibi, ithal mallar ucuzlamakta, ihracatçı sektörlerin durumu kötüleşmektedir. Sonuç itibarıyla, büyüyen bir cari açıkla karşı karşıya kalınmaktadır. Tüm bunların yanı sıra, kısa vadeli sermaye hareketleri yardımıyla gerçekleşen ekonomik büyüme, yapay ve dışa bağımlı bir özellik taşımaktadır. Büyüme oranı, reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki hassas dengenin bozulmasıyla aniden düşebilmektedir.¹⁹¹

Bulunduğu ülkenin kendi ulusal parasına dönüştürülen ve kâr amacıyla hareket eden kısa vadeli sermaye, dahil olduğu ekonominin ulusal parasının değerinde değişmelere yol açmaktadır. Başka bir ifadeyle, kısa vadeli sermayenin giriş ve çıkışlarındaki etkiler bulunduğu ülkenin uyguladığı esnek ya da sabit kur sistemine göre farklılık göstermektedir. Sabit döviz kuru sisteminin hâkim olduğu bir ekonomide kuru koruyabilmek için uygulanan politikalar, rezerv birikimine ve para arzının artmasına neden olmaktadır. Bu doğrultuda, enflasyon oranı artış göstermektedir. Yurtiçi fiyat seviyesindeki bu artış reel kuru etkilemekte böylece cari denge bozulmaktadır. Öte yandan dalgalı kur sisteminde kısa vadeli sermaye hareketleri reel kuru direk olarak etkilemektedir. Şöyle ki, cari açığı kapatmaya yönelik sermaye girişi, döviz arzını arttırmaktadır. Dolayısıyla ilk olarak nominal döviz kuru düşecek, fiyatlar değişmezse reel döviz kuru da düşüş gösterecektir. Ulusal paranın değerindeki bu yükselişle birlikte ihracat azalacak, ithalat ise artacaktır. Sonuçta, daha yüksek bir cari işlemler açığıyla karşı karşıya kalınacaktır.¹⁹²

Denetim olmadan sermaye girişi gerçekleştiğinde, Merkez bankasının işlevi iki açıdan bozulmaktadır. İlki, sıcak para girişinin neden olduğu yurtiçi finansal piyasalarda

¹⁹¹ Erinç Yeldan, “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, *Praksis Dergisi*, S. 7 (2002), s. 27.

¹⁹² Yeldan, “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, a.g.m., s.8.

baskıyı azaltabilmek için merkez bankası sterilizasyona gider. İkincisi ise, merkez bankası sıcak paranın ülkeden kaçışını engellemek için uluslararası döviz rezervlerini fazla tutmak istemektedir.¹⁹³ Böylece denetimsiz sermaye girişinin neden olduğu finansal kırılganlık, merkez bankasının uluslararası rezervlere verdiği önem sayesinde engellenmiş olmaktadır.

2.3.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Yukarıda da ifade edildiği gibi, Türkiye ekonomisinde cari işlemler hesabında dengenin sağlanabilmesi için ödemeler bilançosunun ikinci kalemi olan finans hesabının pozitif bakiye vermesi gerekmektedir. Finans hesabı ise ikiye ayrılmaktadır. Bunlar, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlardır.

Portföy yatırımları, yabancı yatırımcılar tarafından düşük risk taşıdığından ve hızlıca likiditeye döndürüldüğünden tercih edilen fakat ülkede istikrarın bozulduğu durumda aniden portföyün geri çekilmesiyle ülkeyi sıkıntıya sokan bir yatırım çeşididir. Portföy yatırımı ve doğrudan yatırım kavramları birbirinden özellik bakımından farklılık göstermektedirler. Firmanın yönetim ve kontrolünde doğrudan yatırım yapanlar yetki sahibiyken, portföy yatırımı yapan yatırımcılar sadece firmanın kâr ve zararına ortak olmaktadır. Öte yandan, doğrudan yatırımcının bilgi ve yönetim yeteneğine sahip olması gerekmekte iken portföy yatırımcısı yalnızca sermayeye katılım sağlamaktadır.¹⁹⁴

OECD tarafından hazırlanan rapora göre doğrudan yatırım, bir ülkedeki yerleşik yatırımcıların başka bir ülkede yerleşik olan firmayla kalıcı olarak bağlantı kurmak için yapılan sınır ötesi yatırım şeklinde tanımlanmaktadır. Bir ülkenin ödemeler dengesine oldukça güvenli ve kalıcı kaynak girişi sağlanmak isteniyorsa, doğrudan yabancı sermaye akımı doğru bir seçim olmaktadır. Çünkü çeşitli nedenlerle ekonominin bozulduğu durumda, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülkeden hızla kaçmamaktadır.¹⁹⁵

Kaynak kıtlığı yaşayan gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye istemesinin altında yatan neden, yurtiçi yatırım ve tasarrufları yükseltmek ve dolayısıyla yüksek büyüme

¹⁹³ Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, 12. b., İstanbul: İletişim Yayınları, 2006, s. 141- 144.

¹⁹⁴ Mustafa Emir, Melih Kutlu, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Volatilitesi Arasında Nedensellik İlişkisi”, *Trabzon, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Year. 8, No. 15 (2015), ss. 270- 271.

¹⁹⁵ OECD, *Annual Report 2008*, France, 2008, ss. 25- 59.

rakamlarına ulaşmaktır. Fakat edinilen tecrübeler, yüksek kısa vadeli sermaye girişlerinin ve sorunlu makroekonomik göstergelerin hâkim olduğu ülkelerde bahsedilen olumlu bekleyişlerin gerçekleşemediğini işaret etmektedir. Daha önce de değinildiği gibi, özellikle kısa vadeli sermaye girişleri, spekülâtif özellik taşıdığı ve volatilitesi yüksek olduğu için bekleyişlerin olumsuzla döndüğü dönemlerde hızla ülkeden çıkmada ve ülkeyi finansal anlamda kırılgan hale getirmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının olumlu yönlerini OECD beş başlık altında incelemektedir. Söz konusu başlıklar; bilgi ve teknoloji transferi, beşeri sermaye, girişim kültürünün oluşması, uluslararası ticari entegrasyonun sağlanması, yerel firmaların rekabet gücünün artırılması şeklinde sıralanmaktadır.¹⁹⁶ Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yapıldığı ülkelere döviz girişi olmakta, bu ülkelerin üretim kapasitesi artmakta, daha fazla istihdam yaratmakta, ülkeye sermaye ve teknoloji desteği sağlamaktadır. Günümüzde gelişmekte olan ülkeler kalkınmalarına yardımcı olan sermaye birikimi için dış borç almayı tercih etmeyerek doğrudan yabancı sermayeyi ülkelere çekmeye çalışmaktadırlar.

Her ne kadar doğrudan yabancı yatırımların finansal kırılganlığı azaltıcı yönüne değinilse de, bir ülkeye büyük miktarda doğrudan yabancı yatırım gerçekleştiğinde o ülkede döviz kuru ve yerel girişimlerin gerilemesi sorunlarıyla karşılaşmaktadır. İşsizliği azaltma isteği olan gelişmekte olan ülkeler, emek yoğun üretimi kullanmakta ve düşük teknolojiyle yatırım yapmaktadırlar. Ancak yabancı yatırımcıların talepleri sonucunda ileri teknolojili ve yüksek sermayeli yatırımlara yönelmektedirler. Böylece doğrudan yabancı yatırımlar yerli firmalara piyasada manevra alanı bırakmamakta, yerli firmaların gelişmesine ve üretim faktörleri piyasasına ulaşmasına engel olmaktadır.¹⁹⁷ Tüm bunların yanı sıra, doğrudan yabancı yatırımlar reel döviz kuruyla da yakından ilintilidir. Şöyle ki, yatırımın yapılacağı ülke para birimindeki bir değer kaybı, o ülkedeki tüketicilerin satın alma gücünü azalttığından yerli piyasaya doğrudan yabancı sermaye yatırım girişini de azaltmaktadır. Bilindiği gibi reel döviz kuru, refah düzeyine ve işgücü maliyetlerine etki eden bir faktördür. Dolayısıyla yatırımın yapıldığı ülke parasının değerindeki bir düşüş, yabancı firmaların daha yüksek refaha ulaşmasına ve yabancı

¹⁹⁶ OECD, "Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies" France, 2003, s. 14.

¹⁹⁷ Fulya Bayraktar, "Dünyada ve Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları", *Ankara, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.*, Genel Araştırmalar: GA/03-1-1 (2003), s. 18.

girişimcilerin yerel mallara daha fazla harcama yapmalarına neden olmaktadır.¹⁹⁸ Sonuç olarak, başarılı finansal piyasaların bulunmadığı gelişmekte olan ekonomilerde, döviz kurundaki volatilité risk algısını yükselterek doğrudan yabancı sermaye kanalıyla finansal kırılganlığa yol açmaktadır.

2.3.3. Uluslararası Rezervler

OECD'nin tanımına göre rezerv kavramı; ödeme dengesizliklerinin doğrudan finanse edilmesi için her an kullanılabilir durumda olan, kolaylıkla temin ve kontrol edilebilen varlıklar olarak ifade edilmektedir.¹⁹⁹

Uluslararası rezerv bulundurma ve biriktirme özellikle gelişmekte olan ülkeler için oldukça önemli hale gelmektedir. Bunun nedeni, finansal piyasalardaki istikrarlı yapının devamını sağlamaktır. Başka bir ifadeyle, merkez bankaları risk altında bulunan finansal piyasaların bu durumdan kolayca kurtulmasını sağlamak için uluslararası para birimlerinden meydana gelen rezerv tutmaktadır. Ayrıca, merkez bankaları yabancı para yükümlülüklerini kolayca gerçekleştirmek amacıyla da uluslararası rezerv bulundurmaktadırlar. Böylece döviz piyasasının yol açtığı risklerin ve döviz kurundaki volatilitenin önüne geçilmektedir. Döviz rezervlerinin yeterli miktarda bulunması mikro ölçekte döviz piyasasının ve makro ölçekte finansal piyasaların kırılgan hale gelmesini engellemektedir. Ancak önemli olan nokta, döviz rezervlerinin sıcak paradan oluşmaması gerektiğidir. Bu durum, ülkeye teminattan çok kırılganlık tehlikesi getirmektedir.²⁰⁰

Uluslararası rezervler birinci nesil kriz modellerinde önemli yer tutan ve finansal kırılganlığı ifade eden temel bir gösterge olmaktadır. Paul Krugman'ın açıkladığı birinci nesil kriz modeli, sabit döviz kuru sistemi bulunan bir ekonomide bütçe açıklarının kapatılması için kontrolsüz para basılmasının sonuçlarını açıklamaktadır. Bütçe açığını kapatabilmek için yapılan parasal genişleme sonucunda ortaya çıkan fazla para, yabancı paraya yönelmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının uluslararası rezerv seviyesi düşmektedir. Bütçe açığı ve para basımı süreci devamlı hale gelirse döviz talebi artacak, uluslararası rezervler seviyesi de sürekli olarak azalış gösterecektir. Uluslararası

¹⁹⁸ Aykan Candemir, *Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler: Bir Uygulama*, 1. b., İstanbul: Yased Yayınları, 2006, s. 70.

¹⁹⁹ OECD, "Government Reserves", 2017, <https://data.oecd.org/gga/government-reserves.htm>, (06.04.2017).

²⁰⁰ Darıcı, a.g.m., s. 64.

rezerv miktarındaki azalış ise döviz almak isteyen spekülörleri harekete geçirecektir. Döviz bu denli güçlü olarak saldıran spekülörler, uluslararası rezervler tamamen tükenmeden harekete geçmektedir ve böylece sabit döviz kuru sistemi sürdürülemez hale gelmektedir.²⁰¹ Sonuçta, sabit kur sistemini muhafaza etmek isteyen merkez bankası sınırlı rezervleri bulunduğundan dolayı bunu gerçekleştirememektedir. Böylece para ya devalüe edilmekte veya dalgalanmaya bırakılmaktadır.

Bu konu hakkındaki çalışmalarda sıkça karşılaşılan ve finansal kırılganlık hakkında önemli bilgiler edinmeye yardımcı olan gösterge ise, uluslararası rezervin GSYH'ye oranıdır.

Uluslararası Rezerv/ GSYH: Uluslararası rezervlerin GSYH'ya bölünmesiyle elde edilen oran, ülkelerin krizlerle karşı karşıya kalma olasılığı ve krizlerle karşılaşılırsa doğacak maliyetler hakkında önemli ipuçları vermektedir. Dolayısıyla finansal kırılganlığın anlaşılması için üzerinde itina ile durulması gereken bir göstergedir. Uluslararası rezervler, ülkelerin ulaşmayı hedeflediği döviz kurunda kalabilmesi için önemli olduğundan, uluslararası rezervlerdeki bir düşüş bu oranı da düşürmektedir. Sonuçta, ülke krize doğru hızla sürüklenmektedir.

2.3.4. Yurtiçi ve Yurtdışı Faiz Oranları

Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşük düzeylerde olması, küresel likidite bolluğu sağlamaktadır. Likiditedeki bu bollaşma hem söz konusu ülkelerde iç talebin ve ekonominin canlanmasını hem de gelişmiş ülkelere doğru fon akışını sağlamaktadır. Böylece düşük faiz oranları borçlanma maliyetlerinin azalmasına yardımcı olmakta ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finansal kırılganlığının ileri boyutlara taşınmasını engellemektedir.²⁰² Örneğin; 2005 yılında artan petrol ve hammadde fiyatları enflasyon oranını yükseltmişti. Buna önlem olarak, ülkeler sıkı para politikaları uygulamaya başlamış ve faiz oranları yükselişe geçmişti. Böylece dünya ekonomisinde likidite kıtlığı yaşanmıştı. 2006 yılı verilerine göre, bilhassa ABD ekonomik büyümesinin yavaşladığı ve enflasyonun son beş yılın en yüksek seviyesine (Haziran ayındaki enflasyon oranı 4,3'dür.) ulaştığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, FED

²⁰¹ Krugman, a.g.m., ss. 319- 325.

²⁰² BDDK, *Yıllık Rapor*, Ankara, 2005, s. 7.

haziran ayının bitimine kadar faizleri sürekli yükseltmiş ve yüzde 5,25 seviyesine ulaştırmıştır. Elbette bu durum, gelişmek için çabalayan ekonomilerde büyük bir deprem etkisi yaratmıştır.²⁰³

Yurt içi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farklılık; döviz kuru, ihracat, ithalat gibi makro değişkenler üzerinde oldukça büyük etkiler yarattığından ve cari açık, dış borç gibi ekonomiyi bozucu sorunlara yol açtığından dolayı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için önemli bir kırılganlık göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda, yurtiçi faizler yurtdışı faiz oranlarından daha yüksek seyrettiğinde, yurtiçi finansal varlık talebinde bir artış gerçekleşmektedir. Bu durumda döviz arzı artmakta ve ulusal para yabancı paralar karşısında aşırı değerli konuma gelmektedir. Yurtiçi faizlerdeki yükselişe dayalı döviz bolluğu, ulusal para türünden dış borç yükümlülüklerini azaltmaktadır. Ancak söz konusu döviz bolluğu, ithalat hacmini artırmakta böylece dış ticaret açığına ve cari açığa neden olarak ülkeyi finansal anlamda kırılganlığa sürüklemektedir.²⁰⁴

2.4. KAMU MALİYESİ

Finansal kırılganlık göstergelerinin dördüncü kategorisi olan kamu maliyesi, iki alt başlığa ayrılarak incelenmektedir. Birinci alt başlık “kamu borcu” iken, ikincisi “bütçe açığı” olmaktadır. Kamu borcu ise, “kamu dış borcu” ve “kamu iç borcu” olarak tasnif edilebilmektedir.

2.4.1. Kamu Borcu

Borçlanma kavramı, belirli bir müddet sonra ödenme şartıyla ödünç alınan para ya da değerli varlıklar olarak tanımlanmaktadır. Fertler ya da devletler mevcut kaynaklarının yetersiz kalmasından dolayı borçlanma yolunu tercih etmektedirler. Kamu borcu ise, devlet ya da kamu tüzel kişilerce yaratılan borcu ifade etmektedir. Kamu borcu kavramı yalnızca büyüklük olarak düşünülmemeli, içeriği de göz önüne alınmalıdır. Bu bağlamda, kamu borçlarını tasniflemek içeriğini kavramayı kolaylaştırmaktadır. Söz konusu tasnif, borçların vadelerine ve kaynaklarına göre yapılabilmektedir. Vadelerine göre borçlar,

²⁰³ IMF, “Financial Systems and Economic Cycles”, *Washington, World Economic Outlook*, 2006, ss. 5- 12.

²⁰⁴ Marcelo Sánchez, “The Link Between Interest Rates and Exchange Rates: Do Contractionary Depreciations Make a Difference?”, *Germany, European Central Bank, Working Paper Series*, No. 548 (2005), ss. 7- 28.

kısa ve uzun ayırımına dayanarak incelenmektedir. Süresi bir yıla kadar olan borçlar “kısa vadeli”, bir yıldan fazla süreye sahip olan borçlar ise “uzun vadeli” olarak nitelendirilmektedir. Kaynaklarına göre borçlar da “iç” ve “dış” borçlar olarak sınıflandırılabilir. Bu bilgiler ışığında kamu borcu ise, devletin iç ve dış borçlarının toplamından meydana gelmektedir. Borç veren kişi ya da kurumlar devletin kendi sınırları içinde bulunuyorsa iç borçlanma; yabancı ülkeden borçlanılıyorsa dış borçlanma gerçekleşmektedir. Kamu iç borcu arttıkça, enflasyon oranı yükselmekte ve gelir dağılımı eşitsizlikleriyle karşı karşıya kalınmaktadır. Başka bir ifadeyle kamu kesimi iç borcu, fiyat istikrarsızlığına yol açmakta ve uzun vadeli uygulanan makroekonomik politikalara engel olmaktadır.²⁰⁵ Ancak, literatürde finansal kırılganlık göstergeleri arasında dış borç kavramı daha geniş yer tutmakta ve finansal kırılganlığa giden yolda daha etkili olduğundan fazlaca incelenmektedir.

Kamu borçlanması, döviz ya da dövize bağlı varlıklar üzerinden yapılıyorsa faiz-kur ilişkisinin ortaya koyduğu etki daha güçlenmektedir. İleride daha ayrıntılı açıklanacak olan bu ilişki, kamu borç stokunu hızla büyütmede ve vade yapısına da olumsuz yönde tesir etmektedir. Borcun ödeme zamanı geldiğinde, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş olan ülkelerin imkânları tanınmadığı için, gelişmekte olan ülkeler daha zor durumda kalmakta böylece dayanıksız hale gelmektedirler. Gelişmiş ülkelere borçlarını ödemedede daha uzun vade ve ulusal para birimleriyle ödeme olanağı sağlanmaktadır. Fakat gelişmekte olan ülkelere, borçlarını kısa vadede ve yabancı para biriminden ödenmesi istenmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkeleri yüksek faiz ödemesiyle karşı karşıya bırakmakta ve borçlarını ödemedede zorlanan ülkeleri krize doğru sürüklemektedir.²⁰⁶

Kamu borcunun literatürde önemli yer tuttuğu, yukarıda yapılan açıklamalardan anlaşılmaktadır. Çalışmalarda bu konu, kamu borcunun GSYH’ye oranı üzerinden ifade edilmektedir. Ayrıca bu oranın kullanıldığı çoğu çalışma, finansal kırılganlığı başarılı bir şekilde açıklamaktadır.

²⁰⁵ Cuma Çataloluk, “Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makroekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği)”, *Balıkesir, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Vol. 12, No. 21 (2009), ss. 214- 246.

²⁰⁶ Eduardo Borensztein, Marcos Chamon, Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jeromin Zettelmeyer, “Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention”, *Washington DC, IMF, Occasional paper*, No. 237 (2004), s. 24.

Kamu Borcu/ GSYH: Devletin, kamunun gelir ihtiyacını karşılamak üzere yaptığı borçlanmanın GSYH içindeki payını ifade eden önemli bir finansal kırılganlık göstergesidir. Bu göstergedeki toplam borç miktarını arttıran nedenler, devlet borçlarının anaparasını ödemediği sadece faizlerini ödeyebilmesi ve yeniden borçlanmasıdır. Toplam borç yükseldikçe, GSYH içindeki yeri büyümekte bu da finansal kırılganlığı arttırmaktadır.²⁰⁷ Bahsedilen oran, Maastricht kriterlerinde de yer almaktadır. Üye olan ülkelerin kamu borçları, hasıllarının %60'ını aşmayacaktır. Söz konusu kriter, fiyat istikrarını ve mali disiplini sağlamak amacıyla ortaya koyulmuştur.

2.4.1.1. Kamu Dış Borcu

Hızlı kalkınma amacı güden gelişmekte olan ülkelerin bu amaca ulaşması için daha fazla yatırım yapmaları zorunludur. Fakat bu ülkelerde iç tasarruflar yeterli seviyede bulunmadığından yeterli sermaye birikimi de sağlanamamaktadır. Dolayısıyla çoğu gelişmekte olan ülke, ekonomik anlamda büyümenin ve kalkınmanın dış borçlanmayla sağlanacağını savunmaktadır. Sadece gelişmekte olan ülkeler değil, gelişmiş ülkeler de dış borçlanma yöntemiyle gelir sağlamaktadırlar.

Dış borç kavramı, bir ekonomide yerleşik olmayanlara karşı borçlu durumda bulunan yerleşiklerin, gelecekte söz konusu borcun faiz ve/veya anapara ödemesi yapılması suretiyle ödenecek borç yükümlülükleri şeklinde tanımlanmaktadır. Şöyle ki, bir sözleşme neticesinde doğan borç yükümlülüğü, finansal ya da finansal olmayan bir varlıkla ilgili mülkiyet değişimi yaşandığında ortaya çıkmaktadır. Tanımda belirtilen diğer önemli nokta ise, borçlu tarafından söz konusu borcun anapara ve faizi, önceden ve kesin olarak belirlenen tarihte, muhakkak geri ödenmelidir. Tanımda yer alan yerleşiklik kavramı ise, borçlu ya da alacaklının milliyetini açıklamamakta, ekonomik faaliyette bulunulan ve uzun süre faaliyette bulunulacak olan ülke ekonomisini ifade etmektedir.²⁰⁸

Ülkeler iki nedenden dolayı dış borçlanmayı tercih etmektedirler. İlki, kamu hizmetlerinin devamlılığını sağlamada önemli olan malların ithal edilmesi gerekliliğidir. Diğer neden ise, iç kaynaklardan elde edilen gelirlerin ihtiyacı karşılamada artık yeterli olmamasıdır. Bir ülke dış borç aldığı anda ekonomisine ek bir kaynak sağlamış

²⁰⁷ Ural, a.g.m., s. 21.

²⁰⁸ IMF, "The Measurement of External Debt: Definition and Core Accounting Principles", *Washington, External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users* (2014), ss. 5- 6.

olmaktadır.²⁰⁹ Başka bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkeler yurtiçi tasarruflarla istenilen yatırımları gerçekleştirebilmek ve ihracat- ithalat arasındaki farkı giderebilmek amacıyla dış borç yöntemine başvurumaktadırlar.²¹⁰ Maalesef borcun geri ödenme zamanı geldiğinde ise yüklü miktarda nakit çıkışı gerçekleşmektedir.

Ekonomiye katkı sağlayacağı düşünülerek alınan dış borcun elbette bir sınırı bulunmaktadır. Her ekonomi için farklı olan bu sınırın aşılması halinde dış borçlanma o ülke için faydadan çok zarar getirmektedir. Burada akla gelen temel soru, söz konusu borç sınırının nasıl belirlendiğidir. Elbette net bir açıklama yapmak mümkün olmamakla birlikte, ülkelerin toplumsal fayda ile maliyetlerini kıyaslayarak dış borçlanma yoluna gittiğini söyleyebilmekteyiz. Borçlanma maliyetlerinin, borçlanmanın faydasını aştığı noktada devlet daha büyük sorunlarla karşılaşmakta ve krizin eşiğine gelmektedir.

İktisat yazınında dış borçlanmanın fiyatlar üzerinde yarattığı etkiyle ilgili iki bakış açısı bulunmaktadır. Birbirinin tamamen zıttı olan bu iki bakış açısından biri “dış borçlanmanın enflasyonist etki yaratması”, diğeri ise “dış borçlanmanın deflasyonist etki yaratması” olarak ifade edilmektedir. İktisatçılar, Türkiye için hazırlanan çalışmalarda, deflasyonist etkilere kıyasla enflasyonist etkilerin daha ağır bastığını savunmaktadır.

Dış borçlanmanın yarattığı enflasyonist etki temelde üretim ve tüketim seviyesine dayanmaktadır. Hükümet, vergi almak yerine dış borçlanmayı tercih ettiğinde ülkeye para girişi gerçekleşmektedir. Böylece vatandaşların harcama imkânları iyileşmekte dolayısıyla ekonomide tüketim eğilimi artmaktadır. Artan tüketim eğilimi ise, fiyatların artışına yol açmaktadır. Ancak hükümetler borçlanmak yerine vergi alma yolunu seçselerdi, fertler daha düşük gelir düzeyine ve servete sahip olacağından tüketimlerini de azaltacaklardı. Bu defa tam tersi bir sonuçla karşılaşılacaktı.²¹¹

Bir ülke dış borçları arttığında çözümü için; sıkı maliye politikası izleyebilir, iç borçlanmayı tercih edebilir ya da para basabilir. Çözüm için bir diğer seçenek de

²⁰⁹ Vincent. N. Ezeabasili, Hamilton O. Isu, Joseph N. Mojekwu, “Nigeria’s External Debt and Economic Growth: An Error Correction Approach”, *Canada: Canadian Center of Science and Education, International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 5 (2011), ss. 156- 158.

²¹⁰ Sheku Bangura, Damoni Kitabire, Robert Powell, “External Debt Management in Low- Income Countries”, *Washington, IMF Working Paper*, No. WP/00/196 (2000), s. 3.

²¹¹ Faiez H. Seyal, “Foreign Debt and It’s Impact on Developing Economies”, *Economic Review* (1988), s. 5.

devalüasyona gitmektir. Bu durumda enflasyon oranı da yükseliş göstermektedir. Şöyle ki; devalüasyon gerçekleştiğinde, dış borcun ulusal para karşılığı artmaktadır. Dolayısıyla bu artış bütçenin gider kısmına yansımaktadır. Böylece bütçe açığı büyümektedir. Artan bütçe açığı da finansal kırılganlığı tetiklemektedir. Bu noktada, artan bütçe açığı vergiler yoluyla kapatılırsa sorun oluşturmamaktadır. Ancak para basma seçeneği tercih edilirse enflasyon yükselişe geçmektedir.²¹²

Dış borç almanın deflasyonist sonuçlar doğuracağını savunanların başında E.R. Rolph bulunmaktadır. Rolph'un görüşlerine göre, borç miktarı arttığında önceden alınan borcun fiyatı ve buna bağlı olarak paranın değeri etkilenmektedir. Şöyle ki, yeni borçlanma sonucunda eski borçların fiyatı düşürülmekte böylece borcun verimliliğinin artması sağlanmaktadır. Kamu kesimine ait borçlarda ortaya çıkan söz konusu deflasyonist etki tüm ekonomiye tesir etmektedir. Sonuç olarak, artan devlet borçları özel kesimin borçlarını da arttırmakta bu nedenle toplam tüketim harcamaları azalmakta ve deflasyonist sonuçlarla karşı karşıya kalınmaktadır.²¹³

Devletlere gelir sağlayan en temel araç olarak vergi gösterilmektedir. Vergi gelirlerinin azaldığı durumda ise hükümetler borçlanma yoluna gitmektedirler. Bu şekilde gelir temin ederek bütçe açığını ve yatırımları finanse etmektedirler. Son zamanlarda, devlet giderlerinin bu yöntemle karşılanması nedeniyle kamu borcu artış göstermektedir. Ayrıca iktidarlar açısından, borçlanma yönteminin vergi yöntemine kıyasla daha basit yapıya sahip olması borçlanmayı teşvik etmekte ve tüm bunların sonucunda finansal kırılganlık hız kazanmaktadır.

Dış borç gösterge rasyoları, ülkeleri dış borç seviyelerine göre tasnif etmeyi sağlamakta ve ülkeler için hazırlanan çalışmalarda fazlaca kullanılmaktadır. Ayrıca dış borç oranlarının değerlendirilmesi yapılırken borcun vade ve faiz şartları ya da ülkenin yatırım verimliliği gibi etkenlere de dikkat edilmelidir. Bu değerlendirmeler sonucunda, ülkeler için kritik bir eşik belirlenmekte ve ülkeler "orta derecede borçlu" ya da "fazla borçlu" şeklinde sınıflanmaktadır. IMF ve Dünya Bankası gibi kurumların belirlediği dört göstergenin üçünde tespit edilen seviyeyi aşan ülkeler "fazla borçlu ülkeler" kategorisine

²¹² Rudiger Dornbusch, *Stabilization, Debt and Reform: Policy Analysis for Developing Countries*, 1. b., U.S.A: Prentice- Hall, 1993, ss. 20- 21.

²¹³ Early R. Rolph, "Principles of Debt Management", U.S.A., *American Economic Review*, Vol. 47, No. 3 (1957), ss. 305- 307.

dahil edilmektedirler.²¹⁴ Bahsedilen bu dört gösterge ise; toplam dış borç/ GSYH, toplam dış borç/ ihracat, toplam dış borç servisi/ ihracat, toplam dış borç faiz servisi/ ihracat olarak sıralanmaktadır.

Toplam Dış Borç/ GSYH: Ülkenin güvenilirliğini anlamak için önemli yer tutan bu oran, dış borçluluk göstergeleri arasında yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu rasyo, toplam dış borcun ülkenin yıllık üretimindeki yerini görmeye yardımcı olmaktadır. Ülkenin sahip olduğu riski ve borç yükü analiz edilirken kullanılmaktadır. Bu oran, GSYH' nın büyüme oranından daha fazla artarsa, ülke dış borç eşiğini aşmaktadır. IMF ve Dünya Bankası raporlarında bu göstergenin yüzde 30 ile yüzde 50 arasında bulunduğu durumda “ülke orta derece borçlu”, oran yüzde 50'nin üzerindeyse “ülke fazla borçlu” olarak açıklanmaktadır.²¹⁵

Toplam Dış Borç/ İhracat: Mal ve hizmet ihracat gelirlerinin toplam dış borç üzerindeki etkisini inceleyen bu oran, ülkelerin dış borç ödeme yeterliliğini ifade eder. Bir ülkede söz konusu oran artış göstermekteyse, o ülke üretim yapmak yerine yabancı ülkelere tüketim yapmayı tercih etmekte ve ülke sürekli dış borca başvurmaktadır. Dünya Bankası ve IMF raporlarında dış borç/ ihracat oranı yüzde 165 ile yüzde 275 aralığında ise “orta derece borçlu” bir ülkeden bahsedilmektedir. Ancak oran yüzde 275'in üzerindeyse ülke “fazla borçlu” kategorisine dahil olmaktadır.²¹⁶

Toplam Dış Borç Servisi/ İhracat: Çalışmalarda “dış borç karşılama oranı” adıyla da anılan bu rasyo, ihracat gelirlerinin dış borç giderlerini ne ölçüde karşıladığını ifade etmektedir. Bahsedilen orandaki yükseliş, dış borcun geri ödenmeme riskindeki artış anlamına gelmektedir. Başka bir ifadeyle, toplam dış borç servisi/ ihracat rasyosundaki yükseliş, ülkenin ihracat gelirlerinin dış borçlanma giderlerini karşılama oranındaki düşüşü ifade etmektedir.²¹⁷ Dünya Bankası ve IMF raporları, yüzde 18 ile yüzde 30

²¹⁴ World Bank, “World Debt Tables 1992- 93: External Finance for Developing Countries”, *Washington*, Vol. 2 (1992), ss. xiv- xvii.

²¹⁵ World Bank, “World Development Indicators 2001”, Washington D.C., No. 22099, 2001, ss. 253- 261.

²¹⁶ World Bank, “World Development Indicators 2001”, a.g.m., ss. 258- 261.

²¹⁷ Begüm Erdil Şahin, “Türkiye’de Dış Sorunu ve Avrupa Borç Krizi’nin Etkileri”, *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, C. 4, No. 1 (2012), s. 50.

arasındaki oranlara sahip olan ülkelerin “orta derece borçlu”, yüzde 30 üzerindeki oranlara sahip olan ülkelerin ise “fazla borçlu” olduğunu vurgulamaktadır.²¹⁸

Toplam Dış Borç Faiz Servisi/ İhracat: Literatürde “dış borç maliyet oranı” adıyla da geçen bu oran, ülke ihracatından elde edilen gelirlerin hangi oranda dış borç faiz ödemesini karşıladığını göstermektedir. Faiz ödemelerindeki artış hızı, ihracat artışından büyükse finansal kırılganlık artmaktadır. Şöyle ki, dış borçlanmadan sağlanan finansman, ülkenin yatırım ve ihracatını artıran faaliyetlere yönelmek yerine dış borç geri ödemelerinde kullanılmaktadır.²¹⁹ Bir ülke yüzde 12 ile yüzde 20 arasında bir orana sahipse “orta derece borçlu”, oran yüzde 20’den daha fazla ise “fazla borçlu” olarak nitelendirilmektedir.²²⁰

2.4.1.2. Kamu İç Borcu

Hükümetlerin iç borçlanmayı tercih etmesinin nedenleri, var olan ve/veya beklenmedik bir anda karşılaşılan borçlarını ödeyebilmektir. Ayrıca gelirlerin giderlerden fazla olduğu fakat vergi gelirlerinin yükseltilemediği bir ekonomi de iç borçlanma yolunu seçmektedir. Dış borçlanmanın aksine vade ve geri ödeme durumları bakımından daha net olan iç borçlanma; merkez bankasından, ticari bankalardan, bireylerden ve firmalardan sağlanmaktadır. Bilhassa gelişme çabası içinde olan ülkelerde, yeterli tasarrufa sahip olmaması nedeniyle bireylerden ya da firmalardan borçlanılmamakta bunun yerine borçlanılmak için merkez bankası ya da ticari bankalar tercih edilmektedir. Böyle bir durumda ise, enflasyon beklentileri artmaktadır. Eğer merkez bankası tarafından kamu iç borcu karşılanacaksa ya para basılmalı ya da tahvil satılmalıdır. Her iki durumda da enflasyon oranında artış gerçekleşmektedir. Benzer şekilde ticari bankalar, bir yandan kredi vermeye devam edip diğer yandan hükümete de geri ödenmek üzere parasal destek sağlıyorsa ekonomiye merkez bankasıyla aynı etkiyi yaşatmaktadır.²²¹

²¹⁸ World Bank, “World Development Indicators 2001”, a.g.m., s. 257.

²¹⁹ İlhami Söyler, “Türkiye’nin Dış Borçlarının Ekonomik Açından Değerlendirilmesi (Rasyo Analizleri)”, *Ankara, Maliye Dergisi*, C. 137 (2001), s. 21.

²²⁰ Şahin, a.g.m., s. 51.

²²¹ Murat Demir, Ersan Sever, “Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 7, S. 25 (2008), ss. 173.

Büyük miktarda iç borçlanma özel sektörün fon kaynaklarını azaltmakta, faizleri yükselterek özel yatırımların, istihdamın ve üretimin kötüye gitmesine yol açmaktadır. Şöyle ki iç borçlanma yoluna kamu açıklarını finanse etmek amacıyla gidilirse, bu durumdan öncelikle faiz oranları etkilenmektedir. Yeterli miktarda tasarruf yapamayan ülkelerin gerçekleştirdiği borçlanmalar, reel faizi yükseltmekte böylece yabancı ülkeler tarafından ülkeye daha fazla sermaye girmektedir. Artan faiz oranları, uzun vadede ise özel sektörün yatırımlarını dışlamaktadır.²²² “Dışlama etkisi (crowding-out effect)” olarak adlandırılan bu durum, Friedman ve onun fikirlerini benimseyenler tarafından ifade edilmiştir. Tüm bunlara ek olarak, dışlama etkisinin hangi büyüklükte olacağı ise borçlanma miktarına ve kaynaklarına göre değişmektedir.

Kamu iç borcuyla ilgili bilgi veren finansal kırılganlık göstergeleri ise, iç borç stokunun GSYH’ya oranı ve iç borç servisinin GSMH’ya oranıdır²²³.

İç borç stoku/GSYH: Kamu açıklarının iç borçlarla giderilmesi, ülkedeki ekonomik ve siyasi yapıdaki değişimler iç borç stokunu etkilemektedir. Ülkeler borç yönetimlerini başarıyla gerçekleştirebilmek ya da borçlarının sürdürülebilir olup olmadığını öğrenebilmek için bu rasyoyu takip etmelidir. İç borç stokunun GSYH içindeki payı arttıkça ülkeler finansal kırılganlığa sürüklenmektedir.

İç borç servisi/ GSMH: İç borcun anapara taksiti ile faiz ödemesinin toplanmasıyla elde edilen iç borç servisinin GSMH içindeki yeri çalışmalara yön veren bir finansal kırılganlık göstergesi olmaktadır. Devlet anapara ile faiz ödemelerini, çoğunlukla vergiler aracılığıyla gerçekleştirmekte; vergiler ise GSMH’nın temelini oluşturmaktadır. Bu nedenle iç borç servisinin milli gelir içindeki payı göz ardı edilmemelidir. Bu orandaki artış finansal kırılganlığın arttığını ve derhal gerekli önlemlerin alınması gerektiğini işaret etmektedir.

2.4.2. Bütçe Açığı

Kamu gelirleri ile giderleri arasındaki fark olarak tanımlanan bütçe açığı sorunu uzun süre devam ederse finansal kırılganlığın temel nedenlerinden biri olmaktadır. Bütçe

²²² Willem H. Buiter, “Crowding Out and the Effectiveness of Fiscal Policy”, *New Jersey, Research Memorandum, Econometric Research Program*, No. 191 (1975), ss. 1- 3.

²²³ İclal Çöğürçü, “Türkiye’nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme”, *Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi*, C. 2, S. 1 (2012), ss. 93- 97.

gelirleri ile hızla artan bütçe giderlerinin uyumsuzluğundan ortaya çıkan bütçe açıkları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde karşımıza çıkabilmektedir. Gelişmiş ülkeler kaynaklarını daha etkin olarak kullandığından gelişmekte olan ülkelere nazaran bütçe açıklarını kolaylıkla kontrol altında tutabilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde bu sorun kronikleşmekte ve başka ekonomik sorunları da tetiklemektedir.

Birçok nedenle ortaya çıkan yüksek enflasyon, vergi gelirlerinin reel değerini aşındırmaktadır. Söz konusu aşınmayla beraber devletin yeniden borçlanma ihtiyacı doğmaktadır. Dolayısıyla iç ve dış kamu borçları artış göstermektedir. Sonuçta, yüksek bütçe açıklarıyla karşı karşıya kalınmaktadır.²²⁴ Öte yandan, bütçe açığındaki büyümenin enflasyona neden olup olmadığı, bütçe açığının nasıl finanse edildiğine bağlıdır. Ülkeler devamlı olarak bütçe açığıyla mücadele ediyorsa, onu finanse etmek içinde sıradan bir gelir kaynağı özelliği taşımayan iç ya da dış borçlanmayı tercih etmektedir. Bir ülke iç borçlanmayla bütçe açıklarını finanse edememekte ise dış borçlanma yoluna gitmektedir. Fakat bu yöntem kısa vadede enflasyon oranını yükseltmektedir. Dış borçlanma, genişletici maliye politikasıyla aynı etkileri göstermekte yani toplam talebin artmasına neden olmakta buna bağlı olarak enflasyon artmaktadır. Yanı sıra, faiziyle birlikte dış borç geri ödemeleri gerçekleşeceği zaman para basma yolu tercih edilirse enflasyon oranı yine artmaktadır. Para basmak yerine yeniden dış borç alınması durumunda ise, kamunun dış borç yükü hızla artmakta ve ülke dış borç almaya bağımlı hale gelmektedir. Fakat bütçe açığını finanse etme amacıyla gerçekleşen dış borçlanma, uzun vadede ulusal faizi azaltmakta ve ithalatın masraflarını gidermektedir. Sonuçta uzun vadede toplam arz yükselmekte ve bu durum enflasyon düşüşünü desteklemektedir.²²⁵

Kamu maliyesi sınıflandırması içinde göz ardı edilemeyecek kadar önemli bir yer tutan bütçe açığı, bütçe açığı/ GSYH rasyosu biçiminde çalışmalarda yer almaktadır.

Bütçe Açığı/ GSYH: Finansal kırılganlık göstergeleri içerisinde önemli bir yer tutan bütçe açığının GSYH'ya oranı arttıkça, finansal kırılganlık da artmaktadır. Çünkü bütçe açığındaki genişleme kamu kesiminin borçlanma gereğini arttırmakta ve diğer

²²⁴ Osman Demir, "Türkiye'de Kamu Açıkları ve Artış Sebepleri", *İzmir, D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 16, S. 2 (2001), s. 14.

²²⁵ Bülent Doğru, "Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Bütçe Açığı ve Enflasyon Arasında Nedensellik İlişkisi Var mıdır? 1978-2002 Dönemi Türkiye Örneği", *Eskişehir, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, C. 9, S. 1 (2014), s. 115.

makroekonomik büyüklükler de olumsuz yönde etkilenmektedir. Literatürde söz konusu oranın %3'ü aşması durumunda finansal anlamda kırılmanın yüksek olduğu üzerinde durulmaktadır. Doğru uygulanan maliye ve para politikaları bu oranın üst sınırı aşmasını engelleyecek böylece mali disiplin sağlanacaktır.

2.5. REEL SEKTÖR

Finansal kırılma göstergelerinin son kategorisini reel sektör göstergeleri oluşturmaktadır. Reel sektör göstergeleri; sanayi üretim endeksi, kapasite kullanım oranı ve enflasyon oranı olmak üzere üç başlık altında açıklanabilmektedir.

2.5.1. Sanayi Üretim Endeksi

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin daha hızlı büyümesine yardımcı olan sektör, sanayidir. Sanayi, makineler aracılığıyla hammaddeyi işleyerek yeni bir çıktı ortaya koyma ve söz konusu çıktının seri halde üretimini sağlama anlamına gelmektedir. İşte bu noktada, sanayi sektöründeki değişimleri takip etmek için sanayi üretim endeksine ihtiyaç duyulmaktadır. Finansal kırılma göstergeleri içerisinde önemli bir yer edinen sanayi üretim endeksi, sanayi sektöründeki gelişmeleri ve üretimdeki yükselişi veya düşüşü yıllar bazında kıyaslayarak takip edilmesini kolaylaştırmaktadır. Bahse konu olan bu göstergenin belirli aralıklarla hesaplanmasındaki amaç, hem finansal hem de reel piyasada gerçekleşen ekonomik faaliyetler için karar ya da önlem alınırken ortaya çıkabilecek etkileri ölçmek ve gelecekte karşılaşılabilecek durumları tahmin etmektir.

Sanayide istenilen üretimin ve miktarın gerçekleşmesi, tüketicinin talebine ve devletin uyguladığı politikalara göre belirlenmektedir. Bireyler ve firmalar yakın gelecekte kriz yaşayacaklarını bekliyorlarsa tüketim miktarı düşmeye başlayacaktır. Kırılmanın arttığı böyle bir ekonomide, tüketicinin azalmasına bağlı olarak sanayi üretimi de azalmaktadır. Üretimdeki azalma sanayi üretim endeksini düşürmekte yahut endekste daha yavaş artışa sebep olmaktadır.²²⁶ Uygulanan başarılı politikalar sonucunda kriz atlattılırsa sanayi üretim endeksi de hızla yükselişe geçmektedir.

²²⁶ Ural, a.g.m., s. 21.

2.5.2. Kapasite Kullanım Oranı

Herhangi bir ülkede veya firmada kullanılan üretim kapasitesini ifade eden kapasite kullanım oranı, finansal kırılganlığın belirlenmesi açısından önem arz etmektedir. Gerçekleşen üretim miktarının potansiyel olarak üretilebilecek en fazla miktara bölünmesi sonucunda elde edilmektedir. Örneğin, bir işletme ayda en fazla yüz birim mal üretebilme kapasitesine sahip olmasına rağmen herhangi bir ayda yetmiş birim üretirse, kapasite kullanım oranı %70 olmaktadır. Ayrıca, sanayi kesiminin temelinde büyük paya sahip olan imalat sanayi, kapasite kullanım oranının hesaplanmasında etkindir.²²⁷

Elbette bir ekonomide kapasitenin tamamı kullanılamamaktadır. Üretim sırasında ortaya çıkan makinelerde ya da tesisatta arızalar, iş saatlerinin aksaması gibi nedenler bu duruma örnek olarak verilebilmektedir. Ekonomide bir kriz beklentisi mevcutsa üretim düşeceğinden kapasite kullanım oranında da düşüş yaşanmakta dolayısıyla atıl kapasite artmaktadır. Söz konusu rasyo, kriz atlatıldıktan bir süre sonra önceki seyrine geri dönmektedir.

2.5.3. Enflasyon Oranı

Ekonomide finansal kırılganlığın temel göstergelerinden biri de fiyatlar genel seviyesinin sürekli yükselişi olarak bilinen enflasyon oranıdır. Finansal piyasalardaki birçok sorunun sonucu olan enflasyon, başka sorunların da başlangıcı olmaktadır. Dolayısıyla yüksek enflasyonla baş edemeyen ya da mevcut enflasyonu sürdüremeyen ülkeler, kalkınmada güçlük çekmektedirler.

Enflasyonun varlığı nedeniyle piyasada belirsizlik artmaktadır. Artan belirsizlik fertlerin ve firmaların gelecekle ilgili kaygılarını yükseltmekte ve tüketimi, tasarrufu ve uzun vadeli yatırımı olumsuz yönde etkilemektedir. Enflasyonun neden olduğu belirsizlikten, yatırımcı etkilenmemek için ek olarak gelir istemekte yani reel faiz artmaktadır. Reel faizlerin artması, borçlanmanın maliyetini arttırmakta böylece üreticiler daha düşük miktardaki krediye yönelmekte ve yatırımda düşüş gerçekleşmektedir. Yatırım oranlarındaki düşüş ise büyümeyi azaltmaktadır. Yanı sıra, azalan uzun vadeli

²²⁷ Mahfi Eğilmez, “Kapasite Kullanımı Nedir, Nasıl Ölçülür, Ne İşe Yarar?”, Kendime Yazılar, 28 Mart 2012, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/03/kapasite-kullanm-nedir-nasl-olculur-ne.html>, (07.07.2017).

yatırımın yerine ülkeye sıcak para girişi hızlanacağından ekonomide kırılganlık yükselecektir.²²⁸ Friedman'ın bu konudaki görüşü de aynıdır. Ona göre, enflasyon oranındaki artışın fiyatlar üzerinde yarattığı belirsizlik, finansal piyasada etkinliği azaltmakta böylece istenilen ekonomik büyüme gerçekleşmemektedir. Şöyle ki, enflasyon oranının yükselmesi işgücü piyasasında daha fazla istikrarsızlık yaratmaktadır. Çünkü ekonomik büyümenin düşmesi işsizliği arttırmaktadır. Yüksek işsizlik rakamlarına sahip olan bir ülkede var olan emek gerektiği kadar kullanılamamakta dolayısıyla yeterli üretim gerçekleştirilememektedir. Üretimin düşmesi ihracatın azalmasına sebep olmaktadır.²²⁹

Enflasyon oranı artışının temelinde döviz kuru artışı geniş yer tutmaktadır. Döviz kurundaki artışlar da ithal edilen malların fiyatlarını arttırmaktadır. Hammadde ve ara malı ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelerde söz konusu fiyat artışları nihai mal fiyatlarını yükseltmektedir. Böylece gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranı artmaktadır dolayısıyla finansal kırılganlığa doğru hızla yol almaktadırlar. Bunun çözümü olarak, yabancı ülke dış pazarda rekabet edebilmek için ulusal paranın değerini düşürmelidir. Yanı sıra, enflasyon ve döviz kuru üzerinde faiz oranları da oldukça etkili olmaktadır. Yabancı ülkedeki enflasyon artışı, reel faiz oranını arttırmaktadır. Artan reel faiz her zaman sermayeyi kendine çekmektedir. Böylece yabancı ülkenin yatırımı ve büyümesi artış göstermektedir.²³⁰

²²⁸ Laurence Ball, "Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?", *North- Holland, Journal of Monetary Economics*, No. 29 (1992), ss. 371- 373.

²²⁹ Milton Friedman, "Nobel Lecture: Inflation and Unemployment", *U.S.A., The University of Chicago Press, Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3 (1977), ss. 451- 468.

²³⁰ İsmail Türk, *Maliye Politikası: Amaçlar-Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri*, 20. b., Ankara: Turhan Kitabevi, 2007, ss. 90- 99.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KIRILGANLIĞIN TÜRKİYE AÇISINDAN AMPİRİK ANALİZİ

1. FİNANSAL KIRILGANLIĞIN ÖNCEDEN TEŞHİSİ İÇİN ERKEN UYARI SİSTEMİ KAVRAMI VE KULLANILAN YAKLAŞIMLAR

1990'lı yıllarda özellikle gelişmekte olan piyasalarda ekonomik, sosyal ve siyasi yıkıcı etkileri olan çok sayıda krizle karşı karşıya kalındı. Çoğu finansal kriz ise tek bir ekonomiyle sınırlı kalmayarak diğer pazarlara da bulaşmıştır. Özellikle 1994- 95 yılları arasındaki Latin Amerika krizi ve 1997- 98 yılları arasındaki Asya krizi çok sayıda ülkeyi etkilemiş, uluslararası finansal sistemin bozulmasına yol açmıştır. Edinilen bu tecrübeler kriz gerçekleşmeden önceki kırılgan dönemlerinin tespit edilmesini gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda bazı iktisatçılar, uluslararası kuruluşlar ve özellikle IMF bu konuda ayrıntılı ve uzun süreli çalışmalar yaparak erken uyarı sistemi modellerini geliştirmeye başlamışlardır.²³¹

Erken uyarı sistemi modelleri bankacılık sektörüne dolayısıyla ekonomiye oldukça fazla yarar sağlamaktadır. Şöyle ki bu yöntemlerle, ekonominin kırılgan dönemleri tespit edilmekte ve kriz gerçekleşmeden (kırılgan dönemde) önlem alınabilmektedir. Ayrıca bu modellerde kullanılan göstergeler aracılığıyla bankacılık sisteminin eksiklikleri ortaya çıkmaktadır. Şayet bu eksiklikler telafi edilebilirse finansal sektörün verimliliği artacaktır.²³²

Erken uyarı sistemindeki yöntemler üç aşamalı bir süreç takip etmektedir:²³³

- 1. aşama:** Krizlerin ortaya çıkma ihtimalini tahmin etmeye yarayan göstergeler tespit edilmektedir.
- 2. aşama:** Göstergelerdeki değişimin krizin öncesinde anormal seyir izleyip izlemediği kontrol edilmektedir. Söz konusu kontrol, mevcut veriler ile ülkede kırılganlığın olmadığı

²³¹ Matthieu Bussiere, Marcel Fratzscher, "Towards a New Early Warning System of Financial Crises", *Germany, European Central Bank, Working Paper Series, No. 145 (2002)*, s. 7.

²³² Serhat Yüksel, *Bankacılık Krizlerinin Erken Uyarı Sinyalleri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2015, s. 77.

²³³ Kaminsky, Lizondo, Reinhart, a.g.m., ss. 10- 11.

dönemlerdeki verilerin karşılaştırılmasıyla ya da mevcut veriler ile krizle karşılaşmayan farklı ülkelerin verileri kıyaslanarak sağlanmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, kıyaslanan iki ülke makroekonomik göstergeleri bakımından aşağı yukarı birbirine yakın olmalıdır.

3. aşama: Seçilen finansal kırılganlık göstergeleri, gelecekte yaşanması mümkün olan krizleri niceliksel biçimde belirlemektedir.

Literatürde, ekonomideki krizleri önceden tahmin etmek amacıyla kullanılan temelde iki yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar; sinyal yaklaşımı ve nitel tercih modelleridir. Nitel tercih modelleri ise; doğrusal olasılık modeli, logit model, probit model ve tobit model olmak üzere dört kola ayrılmaktadır. Birbirlerinden oldukça farklı olan bu yaklaşımların amaçları, öncelikle finansal kırılganlık göstergelerini belirlemek ardından söz konusu göstergelerden yola çıkarak göstergelerin krizler üzerindeki ağırlığını tahmin etmektir. Söz konusu yaklaşımların tamamına “erken uyarı sistemi modelleri” adı verilmektedir. Aşağıda bu modeller sırasıyla izah edilecektir. Sonrasında, literatürde en fazla karşımıza çıkan ve en kapsamlı olan logit model aracılığıyla, Türkiye verileri ışığında ekonometrik model kurularak Türkiye’deki finansal kırılganlık üzerine açıklamalar yapılacaktır.

1.1. SİNYAL YAKLAŞIMI

1996 yılında hazırlanan ve Kaminsky ve Reinhart’a ait olan çalışmada sinyal yaklaşımından ilk defa söz edilmiştir. 1997’de Kaminsky, Lizondo ve Reinhart tarafından biraz daha geliştirilen sinyal yaklaşımı 1998’deki çalışmalarında yayınlanmıştır. Yaklaşımın geliştirilmiş hali ise “KLR Modeli” olarak adlandırılmıştır. Çalışmada 15 gelişmekte olan ve 5 gelişmiş ülkenin aylık verilerinden yararlanılmış ve 1970- 95 yılları arasında yaşanan 76 kriz incelenmiştir. Sinyal yaklaşımı, bazı finansal göstergelerin krizden önceki durumu ile istikrarlı dönemlerdeki durumunun arasında fark bulunup bulunmadığını inceleyen istatistiksel bir yöntem olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle, göstergelerin tek tek krizden önceki seviye ile sakin durumdaki seviyesi karşılaştırılmakta ve belirlenen eşiği krizden önce aşan gösterge tespit edilirse sistem sinyal vermektedir.²³⁴

²³⁴ Kaminsky, Lizondo, Reinhart, a.g.m. , s. 15.

Eşik değer ve göstergelerdeki performans farklılıkları karşımıza “sinyal penceresi” kavramını çıkarmaktadır. KLR modelinde, kriz öncesindeki 24 ayın sinyal penceresi olduğu üzerinde durulmaktadır. Şöyle ki, göstergelerden birinin eşik değeri aştığı andan itibaren başlayan 24 aylık dönemde bir krizle karşılaşılabilme ihtimalinin yüksek olduğu söylenmektedir. Fakat 24 aylık sürenin dışında gerçekleşen sinyal, yaklaşıma göre “sahte”dir. Örneğin, ihracat oranında ciddi bir azalış, krizden 29 ay önce gerçekleşirse sistem tabiki sinyal vermektedir. Ancak bu sinyal, sinyal penceresinin dışına düştüğü için sahte alarm olarak algılanmaktadır. Goldstein, Kaminsky ve Reinhart’ın çalışmasında 18 ay ve 12 ay olan sinyal pencerelerine de yer verilmektedir. 18 aylık sinyal penceresinden elde edilen sonuçlar, 24 aylık sinyal penceresinden elde edilen sonuçlarla hemen hemen aynıdır. Ancak reel döviz kuru gibi göstergeler, krizden epey önce sinyaller verdiğinden 12 aylık sinyal penceresi içerisine düşmemektedir. Dolayısıyla bu sinyaller sahte sinyaller olarak kabul edilmektedir.²³⁵

Daha öncede izah edildiği gibi sinyal yaklaşımında eşik değer hayati öneme sahiptir. Her ülkenin her değişkeni için belirlenen eşik değer farklı olmaktadır. Söz konusu eşik değer sayı ya da aralık şeklinde olabilmektedir. Bahsedilen aralık, göstergenin olağan seyirinden % 10 ile % 20 arasında sapması olarak açıklanmaktadır. Eşik değer düştükçe yöntemin sinyal verme sıklığı fazlalaşmakta dolayısıyla sahte verilen sinyal sayıları da artmaktadır. Sonuçta, ikinci tip hata (hipotez yanlış olduğu halde reddedilmemekte) yapılmaktadır. Eşik değer yükseltildiğinde sahte sinyallerin önüne geçilmektedir ancak bu defa kimi krizler tahmin edilememektedir. Böylece birinci tip hata (hipotez doğru olduğu halde reddedilmekte) yapılmış olur.²³⁶

²³⁵ Morris Goldstein, Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, *Finansal Kırılganlığın Ölçümü. Yükselen Piyasalar İçin Erken Uyarı Sistemleri*, çev. Z. Dina Çakmur Yıldıztan, 1. b., İstanbul: Derin Yayınevi, 2007, s. 37.

²³⁶ Karaçor, Alptekin, a.g.m., s. 243.

Tablo 1: Gösterge Performans Matrisi

	Takip eden 24 ay içerisinde kriz oluşmakta	Takip eden 24 ay içerisinde kriz oluşmamakta
Sinyal Var	A	B
Sinyal Yok	C	D

Kaynak: Kaminsky, Lizondo, Reinhart, s.18.

Sinyaller “iyi” ve “kötü” şeklinde sınıflandırılmaktadır. Göstergelerden biri sinyal penceresinde sinyal verip ve sonunda kriz meydana gelirse söz konusu sinyal “iyi” olarak nitelendirilmektedir. Öte yandan sinyal penceresinde sinyal verilip kriz gerçekleşmezse “kötü sinyal”den bahsedilmektedir. Yukarıdaki tabloda, A ve D hücreleri mükemmel bir göstergenin durumunu ifade etmektedir. Şöyle ki A; göstergelerin iyi sinyal verdiği ayların sayısıdır. B; göstergelerin kötü sinyal verdiği ayların sayısıdır. C; krizle karşılaşılmasına rağmen göstergelerin sinyal göndermediği ayların sayısıdır. Son olarak D ise, göstergelerin sinyal vermediği ve krizin yaşanmadığı ayların sayısıdır.

KLR modelinde önemli konumda olan bu matrisdeki B ve C durumları da modeldeki hataları göstermektedir. Daha önce bahsettiğimiz birinci tip hata, matrisin ikinci satır ikinci sütunünde bulunan C; ikinci tip hata ise ikinci satır üçüncü sütünde bulunan B durumudur. Birinci tip hatanın diğerine nazaran maliyeti düşük olduğundan ekonomiye verdiği zarar da elbette düşecektir. Çünkü ikinci tip hatayla karşılaşıldığında uygulanan önleyici politikalar maliyeti yükseltmektedir.²³⁷

1.2. NİTEL TERCİH MODELLERİ

Erken uyarı sistemleri içerisinde bulunan bu yaklaşımı ve diğer yaklaşımları açıklamadan önce, bu modellerle bağlantılı olan kukla değişken ve regresyon kavramlarına değinmek gerekmektedir. Bu bağlamda, açıklamalara regresyon analizinden başlayarak devam etmek doğru bir yöntem olmaktadır.

²³⁷ Bussiere, Fratzscher, a.g.m., s. 7.

Regresyon analizi, bağımlı değişken ile bir ya da daha fazla bağımsız (açıklayıcı) değişkenin arasındaki ilişkiyi açıklayan matematiksel fonksiyondur. Bu fonksiyon sayesinde, analizin yapıldığı konu hakkında tahmin yapılabilmektedir. İstatistiksel çalışmaların çoğunda, regresyon analizi yapılırken anakütledeki tüm veriler elbette kullanılmadığından anakütlenin özelliklerini yansıtan veriler seçilerek analize dâhil edilmektedirler. Yapılan analiz sonucu, anakütlenin bütününe yansıtacak biçimde yorumlanmaktadır. Bu işlemin nedeni, zaman ve maliyet kaybını en aza indirmektir.²³⁸

Regresyon modellerindeki değişkenler genellikle ölçülebilir nitelik taşımaktadırlar. Bir başka deyişle, nicelikselidirler. Aylık gelir, yaş ya da cari açık/ GSYH oranındaki değişimler nicel değişkenlere örnek olarak verilebilmektedir. Ayrıca çok yoğun olarak kullanılmasa bile nitel değişkenlere de regresyon analizlerinde rastlanmaktadır. İster bağımlı ister bağımsız değişken olsun nitel değişkenlerin regresyon modellerinde önemi göz ardı edilememektedir. Ölçülmesi mümkün olmayan (sayısal biçimde gösterilemeyen) bu değişkenlere örnek olarak; medeni durum (evli/ bekar), finansal kırılganlık durumu (ülkede finansal kırılganlık var/ ülkede finansal kırılganlık yok) verilebilmektedir. Değişkenlerin özellikleri hakkında bilgi veren nitel değişkenler, sayısal değerlere sahip olmamasına rağmen sayılabilmektedirler. Farklı bir ifadeyle, sayısal hale dönüşme imkânına sahiptirler. Bu da mevcut ihtimallere 0 ve 1 değerleri vererek gerçekleşmektedir.²³⁹

Regresyon modelleri oluşturulurken kullanılan, ölçülmesi mümkün olmayan ama sayısal ifade edilen değişkenler “kukla değişken” olarak adlandırılmaktadır. Kukla değişken ifadesi yerine çeşitli kaynaklarda “dummy değişken” ya da “gölge değişken” ifadeleri de kullanılmaktadır. Kukla değişkenler belirlenirken yalnızca iki değer verilen durumlarla karşılaşılabılırken, ikiden çok değere sahip olan kukla değişkenler de sıkça görülmektedir. Mesela nitel bir değişken olan sağlık durumu, hasta ya da sağlıklı şeklinde (hasta=0, sağlıklı=1) iki kategoride açıklanabilir. Halbuki yaşanan bölgeyi temel alan bir analiz hazırlanmak istendiğinde üç kukla değişken (köy=0, kasaba=1, kent=2) kullanılmaktadır. Analizlerde kukla değişkenin sayısını tespit etmek için nitel değişkenin

²³⁸ Tuğba Altıntaş, M. Nafiz Duru, “Lojistik Regrasyon ve Probit Model ile Marka Bağımlılığı Araştırması”, *İstanbul, Anadolu BİL Meslek Yüksekokulu Dergisi*, Vol. 2, No. 7 (2007), s. 57.

²³⁹ George C. Canavos, Don M. Miller, *An Introduction to Modern Business Statistics*, 2. b., California :Duxbury Press, 1999, ss. 62- 137.

alabileceği değerlerden yola çıkılmaktadır. Söz konusu değişkende n tane sınıf mevcutsa, çalışmada (n-1) tane kukla değişken kullanılmaktadır. Yukarıdaki sağlık durumu örneğine benzer olan iki durumlu değişkenlerde bir tane (2-1), yaşanan bölgeyi örnek olarak verdiğimiz üç durumlu çalışmalarda ise iki tane (3-1) kukla değişken yer almaktadır.²⁴⁰

Kukla değişkenler regresyon modellerinde bağımsız ya da bağımlı değişken olarak kullanılabilir. Regresyon analizinde bağımlı değişken için oluşturulan kukla değişken de iki değer ya da ikiden fazla değer alabilmektedir. Bu tür modellerin amacı, yapılan tercihin ihtimalini belirlemektir. Birazdan değinileceği gibi, bahsedilen olasılığın değeri 0 ve 1 arasındadır.²⁴¹

Tüm bu açıklamalar; doğrusal olasılık, logit, probit ve tobit modellerinin anlaşılmasına ışık tutacaktır. Literatürde, bahsedilen modellerin en yalın hali olan doğrusal olasılık modelinden yola çıkıldığından ilk olarak o açıklanmaktadır.

1.2.1. Doğrusal Olasılık Modelleri

Bu modellerde bağımlı değişkenin iki durumu bulunmaktadır ve söz konusu model içlerinden bir tanesini seçme ihtimalini göstermektedir. Nitel bağımlı değişkenle kurulan regresyon modellerinde, bağımsız değişken bağımlı değişkenin doğrusal fonksiyonuysa bu modeller doğrusal olasılık modelleridir. Modelin anlaşılmasını sağlayan denklem aşağıda yer almaktadır:²⁴²

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_i + u_i \quad (1)$$

Burada Y_i bağımlı değişkeni, X_i bağımsız değişkeni simgelemektedir. β_1 , X_i ' nin Y_i ' yi açıklama düzeyini ifade etmektedir. Hata terimini gösteren u_i ise uzun dönemde sıfır değerini almaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, bağımlı değişken söz konusu modelde iki seçeneğe sahipse bağımlı değişkenin alacağı değerler 0 veya 1 olmaktadır.²⁴³

²⁴⁰ Reha Alpar, *Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Yöntemlere Giriş 1*, 2. b., Ankara: Nobel Yayınevi, 1997, s. 275.

²⁴¹ Selahattin Güriş, Ebru Çağlayan, *Ekonometri: Temel Kavramlar*, 2. b., İstanbul: Der Yayınları, 2005, s. 678.

²⁴² Damodar N. Gujarati, *Temel Ekonometri*, çev. Ümit Şenesen, Gülay Göktürk Şenesen, 1. b., İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1999, ss. 541- 542.

²⁴³ Yüksel, a.g.m., s. 77.

Bağımsız değişken veri iken bağımlı değişkenin koşullu beklenen değeri $E(Y_i | X_i)$ olarak ifade edilmektedir. Hata terimi de sıfır değerini aldığından (1) nolu denklem aşağıdaki biçimi almaktadır;

$$E(Y_i | X_i) = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (2)$$

Bağımlı değişkene 1 değeri verildiğinde olayın gerçekleşme ihtimali P_i , 0 değeri verildiğinde ise olayın gerçekleşme ihtimali $(1 - P_i)$ şeklinde gösterilmektedir. Dolayısıyla toplam olasılık 1'e eşittir. O halde, 0 ile 1 arasındaki olasılığa bu şekilde ulaşılabilir:

$$E(Y_i) = 1(P_i) + 0(1 - P_i) = P_i \quad (3)$$

Yukarıdaki denklemle birleştirildiğinde:

$$E(Y_i | X_i) = \beta_1 + \beta_2 X_i = P_i \quad (4)$$

P_i ihtimalinin 0 ile 1 aralığında olduğunu bilmekteyiz:

$$0 \leq E(Y_i | X_i) \leq 1 \quad (5)$$

Görüldüğü gibi bağımlı değişkenin tahmin edilen değerleri 0 ve 1 arasında bulunmamaktadır. Halbuki modelin bağımlı değişkeni iki değere sahip olduğundan söz konusu değerler 0 ile 1 aralığında yer almalıdır. Ara sıra bağımlı değişken 1'den büyük ya da 0'dan küçük değer alabilmektedir. Böyle bir durumla karşılaşıldığında 0'dan küçük değerler 0'a, 1'den büyük değerler ise 1'e eşitlenmektedir. Bu durum, modelin ciddi bir sorunu olarak karşımıza çıkmakta ve diğer modellere yönelmemize yol açmaktadır.

1.2.2. Logit Model

Nitel tercih modellerinden en fazla tercih edilen logit modeldir. Bu model, doğrusal olasılık modelinin sağlayamadığı $0 \leq E(Y_i | X_i) \leq 1$ koşulunu sağlamayı amaçlamaktadır. *“Logit model, bağımsız değişken değeri sonsuza gittiği zaman, bağımlı değişkenin 1'e asimptot olduğu matematiksel bir fonksiyondur.”*²⁴⁴ Başka bir tanımla logit kavramı, bir olayın olma olasılığının olmama olasılığına bölümünün logaritmasının alınmasıdır.

²⁴⁴ M. Emin İnal, Derviş Topuz, Okyay Uçan, “Doğrusal Olasılık ve Logit Modelleri ile Parametre Tahmini”, *Ankara, Sosyoekonomi Dergisi*, S. 1 (2006), ss. 58- 59.

Ekonomi, tıp, veterinerlik gibi birçok alanda kullanılmakta olan yaygın ekonometrik bir modeldir. Örneğin, tıpta uygulanan bir tedavinin hastalık üzerindeki etkisini (başarısını ya da başarısızlığını) araştırmak için ya da iktisatta finansal piyasalar üzerinde yapılan birçok çalışmada logit modelin sıkça kullanıldığı görülmektedir.

Kullanımı 1840'lı yılların ortalarına uzanan lojistik model, bu dönemlerde nüfustaki değişimleri matematik yardımıyla açıklamayı amaçlamaktaydı. Ancak bu modeli ilk kez 1944- 53-55'de Berkson biyoloji alanında kullanmıştır. Ardından 1970'de Cox, modeli geliştirerek farklı uygulamalar ortaya koymuştur. Bir yıl sonra, Halpering ve diğerleri açıklayıcı değişkenlerde normal dağılımın gerçekleşmemesi durumunda logistik modelin, diskriminant analizinin yerine kullanılabileceğini söylemişlerdir. 1972'de ise Finney, probit modelin yanına lojistik model seçeneğini sunmuştur.²⁴⁵

Konuyla ilgili literatürde, “logit model” ifadesine kıyasla “lojistik regresyon modeli” ifadesi daha fazla tercih edilmektedir. Bunun nedeni, logit modelin lojistik regresyona tabi olmasıdır. Dolayısıyla model, lojistik dağılım fonksiyonu yardımıyla açıklanmaktadır. Söz konusu fonksiyon şudur:

$$P_i = f(Z_i) = f(\beta_0 + \beta_1 X_i) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i)}} \quad (6)$$

Denklemden olasılık değeri P_i , bağımsız değişkeni ifade eden X_i 'yi açıklamakta yani i . kişinin konu ile ilgili seçim yapma olasılığını göstermektedir. Z_i $-\infty$ ile $+\infty$ aralığında değişmektedir. Böylece P_i , 0'la 1 arasında değerlere sahip olmaktadır. Şöyle ki, X 'e istenilen herhangi bir değer verilse bile üstel ifade her zaman pozitif değer almakta dolayısıyla P_i için alt sınır 0 olarak gerçekleşmektedir. Z_i değerinin $+\infty$ olması e^{-Z_i} ifadesini sıfıra yaklaştırmakta ve Z_i değerinin $-\infty$ olması ise e^{-Z_i} ifadesini sonsuza doğru yükseltmektedir. Dolayısıyla P_i ile Z_i 'nin ilişkisi doğrusal olmamaktadır. İşte bu fonksiyona “logit dağılım fonksiyonu” adı verilmektedir.

P_i değeri, X 'in yanı sıra β parametreleriyle de doğrusal olmama özelliği taşımaktadır. Bu nedenle, söz konusu parametreler en küçük kareler yöntemi yardımıyla tahmin

²⁴⁵ Ömay Çokluk, “Lojistik Regresyon Analizi: Kavram ve Uygulama”, *Ankara, Kuram ve Uygulamada Eğitim Bilimleri Dergisi*, C. 10, S. 3 (2010), ss. 1359- 1360.

edilmemektedir. Birkaç işlem uygulanarak ilişki doğrusal hale getirilmelidir. İlişkinin doğrusallaşması şu şekildedir:

P_i : Bir olayın gerçekleşme olasılığıdır.

$1 - P_i$: Bir olayın gerçekleşmeme olasılığıdır.

Yukarıdaki denklemden yola çıkarak,

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} \quad (7)$$

denkleminin iki tarafını da $(1 + e^{-Z_i})$ ifadesiyle çarparak,

$$(1 + e^{-Z_i})P_i = 1 \quad (8)$$

denklemini oluşturulmaktadır.

Devamında iki tarafı da P_i 'ye bölerek ve ardından 1 çıkararak;

$$e^{-Z_i} = \frac{1 - P_i}{P_i} \quad (9)$$

oluşturulmaktadır. Bilindiği gibi, $e^{-Z_i} = \frac{1}{e^{Z_i}}$ olduğu için, denkleme bunu yerine koyduğumuzda,

$$e^{Z_i} = \frac{P_i}{1 - P_i} \quad (10)$$

sonucu ortaya çıkmakta ve bu sonuca "odds oranı" denilmektedir.

*"Bir olayın gerçekleşme olasılığının gerçekleşmeme olasılığına bölünmesi ile odds oranı hesaplanır."*²⁴⁶ Bazı kaynaklarda bu oran "bahis oranı" veya "olabilirlik oranı" adıyla da geçmektedir. İşte bu oranın doğal logaritması alınırsa aşağıdaki durum ortaya çıkmaktadır:

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right) = \ln(e^{Z_i}) = Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_i \quad (11)$$

Model böylece doğrusallaşmış olmaktadır.

²⁴⁶ Güriş, Çağlayan, a.g.e, s. 684.

“Yani, bahis oranının logariması L , yalnız X 'e göre değil, (katsayı tahmini bakımından) anakütle katsayılarına göre de doğrusaldır. L 'ye logit denir.”²⁴⁷ Kısacası, (11) nolu denklem gibi modeller logit model adını almaktadır.

Logit model üzerine yapılan bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, P_i değeri, 0'dan 1'e uzanırken, L_i (Z_i 'ye benzer olarak) $-\infty$ 'dan $+\infty$ 'a değişmektedir. Dolayısıyla P_i , 0 ile 1 arasında bulunmak mecburiyetindedir ve L_i sınırlandırılmamaktadır. Öte yandan, doğrusal olasılık modellerinde P_i ile X değişkeni arasındaki ilişkinin doğrusal olduğu kabul edilirken, logit modelde odds oranı ile X değişkeni ilişkisinin doğrusallığı kabul edilmektedir.

Lojistik regresyonda, bağımlı değişken logaritma kullanılarak dönüştürüldüğü için söz konusu modeller yorumlanırken bağımlı değişkenin durumu oldukça önemlidir. Dolayısıyla lojistik regresyon sınıflara ayrılırken bağımlı değişkenin alternatif sayısı göz önüne alınmalıdır. Konuyla ilgili yapılan çalışmaların çoğunda, bağımlı değişkenin üç sınıfa ayrıldığı görülmektedir. Bunlar; ikili lojistik regresyon, sıralı lojistik regresyon, çok kategorili lojistik regresyon şeklinde sıralanmaktadır.

1.2.2.1. İkili (Binominal/ Binary) Lojistik Regresyon

Yukarıda logit model hakkında genel bilgi verilirken kullanılan yöntem ikili lojistik regresyon modelidir. Buradan da anlaşılacağı üzere, iki alternatife sahip olan bağımlı değişkenin bulunduğu modellere *ikili (binomial ya da binary) logit model* adı verilmektedir. Bu model, bir veya birden çok bağımsız değişkenle iki şıklı bağımlı değişkenin ilişkisini açıklamaya yardımcı olmaktadır. Başka bir ifadeyle, logit model kullanılan çalışmalarda bağımlı değişkenin sonucu muhakkak iki durumlu olmalıdır.²⁴⁸

İleride hazırlayacağımız bağımlı değişkeni finansal kırılabilirlik olan ekonometrik modelde de ikili lojistik regresyon kullanılmaktadır. Çünkü söz konusu bağımlı değişkene cevap veren finansal kırılabilirliğin varlığı ya da yokluğudur.

²⁴⁷ Gujarati, a.g.e., s. 555.

²⁴⁸ Jason E. King, *Binary Logistic Regression, Best Practices in Quantitative Methods*, ed., Jason Osborne, United Kingdom: Sage Publication, 2008, s. 358.

1.2.2.2. Sıralı (Ordinal) Lojistik Regresyon

Bu lojistik regresyon çeşiti, iki seçeneğin yetmediği modellerde kullanılmak amacıyla ortaya çıkmıştır. Üç ya da daha fazla cevaba sahip olan bağımlı değişkenin kullanıldığı modellere *sıralı lojistik regresyon* adı verilmektedir. Düzeyli bir sınıflandırma yapmak için kullanılan sıralı lojistik regresyonda şıkların doğal sıralanma yapısı bozulmamalıdır.²⁴⁹

Sonuçların sıralı özellik taşıdığı bu modellerde genellikle azdan çoğa doğru sıralama yapılmaktadır. Örneğin, birçok değişkenden yola çıkarak (yaş, cinsiyet, eğitim v.b.) fertlerin mutluluk seviyelerini araştıran bir çalışmada, “mutlu- orta derece mutlu- mutsuz” şeklinde üç kategori kullanılmaktadır.²⁵⁰

1.2.2.3. Çok Kategorili Lojistik Regresyon

Çalışmalarda sıkça kullanılan bu lojistik regresyon türü; isimsel, nominal ve multinominal gibi farklı isimlerle de anılmaktadır. Sıralı lojistik regresyonun benzeri olan çok kategorili lojistik regresyonda, bağımlı değişkenin seçeneklerinin sıralı olması koşulu bulunmamaktadır. İki den fazla kategoriye sahip olan bağımlı değişkenin bulunduğu ve bağımlı değişkenle bağımsız değişken(ler) arasındaki sebep-sonuç ilişkisini açıklamaya çalışan analizlere *çok kategorili lojistik regresyon* denilmektedir.²⁵¹

İki seçenekli modellerin M kategorili şekilde genişletilmiş durumu olan çok kategorili lojistik regresyona; bağımlı değişkeni iktisat, işletme, maliye, ekonometri gibi dört seçenekten meydana gelen bir regresyon analizi örnek olarak verilmektedir. Yahut bireylerin iş durumunu ele alan ve “çalışıyor/ çalışmıyor/ emekli” kategorilerine sahip olan bir analiz de bu konuya örnek teşkil etmektedir.

²⁴⁹ Jill C. Stoltzfus, “Logistic Regression: A Brief Primer”, U.S.A., *The Society for Academic Emergency Medicine*, Vol. 18, No. 10 (2011), ss. 1099- 1102.

²⁵⁰ H. Besim Akın, Elif Şentürk, “Bireylerin Mutluluk Düzeylerinin Ordinal Lojistik Regresyon Analizi İle İncelenmesi”, *İstanbul, Öneri Dergisi*, C. 10, S. 37 (2012), s. 186.

²⁵¹ Serhat Burmaoğlu, Erkan Oktay, Üstün Özen, “Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı Beşeri Kalkınma Endeksi Verilerini Kullanarak Diskriminant Analizi ve Lojistik Regresyon Analizinin Sınıflandırma Performanslarının Karşılaştırılması”, *Ankara, Savunma Bilimleri Dergisi*, C. 8, S. 2 (2009), ss. 28- 29.

1.2.3. Probit Model

Nitel tercih modellerin bir diğeri olan probit model, rasyonel tercih teorisinin temelinde oluşturulmuştur. Bu teoride fertler kendilerine en fazla faydayı sağlayan seçeneği tercih etmektedirler. Örneğin; Türkiye’de eğitim talebini inceleyen bir çalışmada ele alınan bağımlı değişken, okul çağı gelmiş olan çocukların okula kayıtlı olduğu ya da olmadığı şeklindedir.²⁵² Görüldüğü gibi probit model, bağımlı değişken “olma durumu ya da olamama durumu” gibi iki seçenekli değerler almaktadır.

Öte yandan, probit modelde logit model gibi doğrusal olmayan bir modeldir. Başka bir deyişle, bağımsız değişkenin birinde gerçekleşen 1 birim değişme, bağımlı değişkeni doğrusal olarak 1 birim değiştirmemektedir. Kısaca, doğrusal olmayan probit modelle tahmin yapabilmek için model doğrusal hale getirilmelidir.²⁵³ Bahsedilen doğrusallaşma işlemi, probit modelde kullanılmakta olan normal birikimli dağılım fonksiyonunun tersi alınarak gerçekleşmektedir.

Son zamanlarda krizleri incelemek için hazırlanan çalışmalarda probit modelin kullanımını hız kazanmıştır. Modelin özelliği gereği, olasılık değerinin 0 ile 1 arasında bulunması sağlanmaktadır. (Sıfırdan küçük ya da birden büyük olabilmekte ancak bu sınırları aşmasına engel olunmaktadır. Çünkü sıfırdan az değerler sıfıra, birden fazla değerler bire eşitlenmektedir.) Bu tür modellerde çoğunlukla “krizin oluşması” hali bağımlı değişkendir. Krizle karşılaşılacak zamanlarda bağımsız değişkenin 1, krizle karşılaşılmayan zamanlarda bağımsız değişkenin 0 değerini aldığı görülmektedir.²⁵⁴

Tüm bunların yanı sıra “logit model mi probit model mi?” sorusunu yanıtlamak yerinde olmaktadır. Yukarıda ayrıntısıyla bahsedilen bu iki analiz, hem amaçları hem de ortaya çıkan olasılık tahminleri bakımından birbirlerine oldukça benzemektedir. Ancak onları birbirinden ayıran temel farkın varlığı ikisi arasında seçim yapılmasına yardımcı olmaktadır. Söz konusu temel fark, logit model oluşturulurken odd (bahis) oranından yararlanılmakta; probit modelin oluşturulmasında ise kümülatif (birikimli) normal dağılımı kullanılmaktadır.²⁵⁵ Ayrıca, logit analiz diğerine nazaran daha az zorluk

²⁵² Özlem Kiren Gürler, Timur Turgutlu, Nüket Kırıcı, Şenay Üçdoğruk, “Türkiye’de Eğitim Talebi Belirleyicileri”, *İstanbul, Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar*, C. 44, S. 512 (2007), s. 90.

²⁵³ Güriş, Çağlayan, a.g.e., s. 685.

²⁵⁴ Yüksel, a.g.m., s. 85.

²⁵⁵ Peter E. Kenndy, *A Guide to Econometrics*, 5. b., Cambridge: The MIT Press, 2003, ss. 262- 264.

çıkartmaktadır. Çünkü odds oranının logaritması alındığında model hızlıca doğrusallaşmakta ve en küçük kareler yöntemi ile kolaylıkla tahmin edilebilmektedir. Öte yandan, probit analizde bir bilgisayar yazılımından yararlanılmazsa modeli birikimli dağılım fonksiyonuna çevirmek hata yapma olasılığını yükseltmektedir.²⁵⁶

Bahsedilen gerekçelerden dolayı, literatürdeki çalışmaların çoğunda logit modelin tercih edildiği gözlemlenmektedir. Manesse ve diğerleri, 2003 yılındaki çalışmasında logit modeli kullanmayı seçmişler ve logit yaklaşımda bağımlı değişken iki sonuç arasında eşit olarak dağılmadığından probit yaklaşımına kıyasla daha başarılı netice verdiğini açıklamışlardır.²⁵⁷

1.2.4. Tobit Model

Probit modelin bir kolu olan Tobit model, literatürde “sınırlı bağımlı değişkenli modeller” ya da “sansürlü regresyon modelleri” olarak da anılmaktadır. Bağımlı değişkenin bazı değerleriyle ilgili bilgi bulunmuyorsa buna “sansürlü regresyon modeli” denilmektedir.²⁵⁸ Tobit model, 1958’de ilk defa James Tobin tarafından incelenmiştir. Tobin’in çalışması, dayanıklı tüketim mallarından yola çıkarak hanehalkı harcamaları üzerine kurulmakta ve dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcama hanehalkına ait gelir düzeyinin üzerine çıkana kadar sıfır olarak alınmaktadır.²⁵⁹

Tobit modelde, kimi gözlemlerin veri setinde bağımlı değişkenin değeri bulunmamakta ancak tüm gözlemlerin bağımsız değişken değerleri bulunmaktadır. Eksik gözleme sahip olan böyle bir bağımlı değişkenin beklenen değeri sıfır olamayacağından en küçük kareler yöntemi doğru sonuç vermemektedir. Dolayısıyla böyle modeller için en çok olabilirlik yöntemini seçmek daha uygun olmaktadır.²⁶⁰ 2001 yılında hazırlanan Çin’deki bireylerin tüketim kararlarını inceleyen çalışma tobit modelin kullanıma örnek

²⁵⁶ Gujarati, a.g.e., s. 576.

²⁵⁷ Paolo Manasse, Nouriel Roubini, Axel Schimmelpfennig, “Predicting Sovereign Debt Crises”, *Washington, International Monetary Fund, IMF Working Paper*, No. WP/03/221 (2003), s. 19.

²⁵⁸ Marvin E. Dodson, “Welfare Generosity and Location Choices Among New United States Immigrants”, *International Review of Law and Economics*, No. 21 (2001), ss. 52- 53.

²⁵⁹ James Tobin, “Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables”, *U.S.A., Econometrica*, Vol. 26, No.1 (1958), ss. 24- 36.

²⁶⁰ Serdar Kılıçkaplan, Gaye Karpat, “Türkiye Hayat Sigortası Sektöründe Etkinliğin İncelenmesi”, *İzmir, D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi*, C. 19, S. 1 (2004), ss. 6- 7.

olarak gösterilebilmektedir. Şöyle ki, eğitime yapılan harcamalar kategorisine çocuk sahibi olmayan aileler katılmamaktadır.²⁶¹

2. UYGULAMA

2.1. UYGULAMANIN KONUSU VE AMACI

Bir ülkenin geçmiş yıllarda yaşadığı krizler ve kırılganlıklar, hangi göstergelerin krize karşı duyarlı olduğunu anlamamıza yardımcı olan önemli bir donedir. Bu noktadan yola çıkarak, daha finansal krizlerle karşı karşıya kalmadan göstergelerdeki değişimler analiz edilmeli böylelikle tedbirler alınmalıdır. Söz konusu uygulamada amaç, belirlenen dönem aralığında Türkiye ekonomisi için seçilen göstergelerin bağımlı değişken olan finansal kırılganlık üzerindeki değişimi analiz edebilmektir.

2.2. VERİ SETİ VE UYGULAMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmada, finansal kırılganlık ile seçilen dokuz değişken arasındaki ilişki Logit model ile ortaya konulmaya çalışılmıştır. Modelde bağımlı değişken olarak “finansal kırılganlık” belirlenmiştir. Bahsedilen dokuz bağımsız değişken ise; bankacılık sektörüne açılan krediler/ banka yükümlülükleri, cari açık/GSYH, ihracat/GSYH, M2/uluslararası rezervler, merkez bankası rezervleri/ merkez bankası varlıkları, portföy yatırımı/GSYH, reel faiz oranı, reel döviz kuru, yurtiçi krediler/GSYH olarak sıralanabilmektedir. Modeldeki bağımsız değişken sayısı çok daha fazla olsaydı, model netliğini yitirebilir ve modelde karmaşıklık baş gösterebilirdi.

Uygulamada kullanılan değişkenlerin verileri; Kalkınma Bakanlığı, EVDS ve OECD'den temin edilmiştir. Söz konusu logit model hazırlanırken üç aylık veriler kullanılmaktadır. Veri seti, 1998 yılının ikinci çeyreğinden başlanmakta ve 2017 yılının ilk çeyreğinde sona ermektedir. Bahsedilen süreç içerisinde, diğer dönemlere nazaran finansal kırılganlığın daha yüksek düzeylerde seyrettiği beş dönem (1998 yılının 4. çeyreği, 2000 yılının 4. çeyreği, 2001 yılının 1. çeyreği, 2001 yılının 2. çeyreği, 2003 yılının 3. çeyreği) göze çarpmaktadır. Tespit edilen kırılgan dönemlere kukla değişken

²⁶¹ Clement K.W. Chow, Michael K.Y. Fung, Hang Y. Ngo, “Consumption Patterns of Entrepreneurs in the People's Republic of China”, *Hong Kong, Hong Kong Institute of Business Studies, Lingnan University Digital Commons, Working Paper Series, No. 6 (1999), ss. 6- 18.*

olarak 1, diğ er tüm dönemlere ise kukla değ işken değ eri olarak 0 verilerek model oluşturulmuştur.

2.3. ELDE EDİLEN BULGULAR VE YORUMU

Seçilen dokuz değ işkenin finansal kırılğanlık üzerindeki etkisini analiz etmek için kullanılan ikili (binominal, binary) logit model sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. 1998Q2- 2017Q1 dönemlerini konu alan bu model tahmininde, dokuz bağımsız değ işkenin oluşturduğu 76 gözlemden faydalanılmıştır. Aşağıdaki sonuç tablosu, değ işkenlerin katsayıları ve Z istatistiğ i göz önüne alınarak incelendiğ inde varılan neticeler şu şekildedir:

Tablo 2: Logit Analiz Sonuçları

Log likelihood = -6.99E-15		Gözlem sayısı (n) = 76	
		Prob (LR statistic)= 0.000028	
DEĞ İŞKENLER	KATSAYI	STANDART HATA	Z İSTATİSTİĞ İ
Bankacılık Sektörüne Açılan Krediler/ Banka Yükümlülükleri	698.3042	4.83E+09	1.45E-07
Cari Açık/ GSYH	58.50800	22331614	2.62E-06
İhracat/ GSYH	-13.02875	5797999	-2.25E-06
M2/ Uluslararası Rezervler	0,016220	42237.27	3.84E-07
Merkez Bankası Rezervleri/ Merkez Bankası Varlıkları	-21100.16	3.86E+10	-5.46E-07
Portföy Yatırımı/GSYH	-0.019375	204042.6	-9.50E-08
Reel Faiz Oranı	6.359906	3889740	1.64E-06

Reel Döviz Kuru	5.298564	3862841	1.37E-06
Yurtiçi Krediler/ GSYH	-0.158407	684381.5	-2.31E-07

İlk olarak, logit model sonucunda saptadığımız bağımsız değişkenlerin katsayılarını ve katsayılarının işaretlerini incelemekte yarar vardır. Değişkenlerin katsayıları sırasıyla şu şekildedir: 698.3042, 58.50800, -13.02875, 0.016220, -21100.16, -0.019375, 6.359906, 5.298564, -0.158407. Bağımsız değişkenlerin katsayılarının işaretleri, bağımlı değişken olan finansal kırılganlık ile kolerasyonun yönünü ifade etmektedir. Herhangi bir bağımsız değişkenin eksi değerler üstlenmesi, finansal kırılganlık ile ters yönde hareket ettiği anlamına gelmektedir. Bir başka ifadeyle, bağımsız değişkendeki azalışın bağımlı değişkende bir yükselmeye sebebiyet vereceği şeklinde yorumlamak doğru olmaktadır. Bağımsız değişkenin katsayısının pozitif değerler yüklenmesi ise yukarıda anlatılan durumun tersini oluşturmaktadır.

Hazırlanan lojistik regresyon modelinde, değişkenlerin anlamlılığını değerlendirmek modelin ortaya koyduğu neticeleri kavramak açısından önem teşkil etmektedir. Bu doğrultuda, Z istatistiği aracılığıyla değişkenler yorumlanabilmektedir. Şöyle ki, Z istatistiği mutlak değer olarak 2'den büyük ise değişken istatistiksel açıdan anlamlı; tersi durumda ise istatistiksel açıdan anlamsız kabul edilmektedir.

Bağımsız değişkenlere ilişkin katsayı analizlerini gerçekleştirirken, modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin birer birer ele alınması konuya netlik getirecektir. İlk olarak, bankacılık sektörüne açılan krediler/ banka yükümlülükleri değişkeni ile finansal kırılganlık aynı yönlü hareket etmektedir. Şöyle ki mali zayıflığı gösteren, bankacılık sektörüne açılan krediler/ banka yükümlülükleri rasyosunda gerçekleşen bir yükselme sonucunda finansal kırılganlıkta da bir yükselme ile karşılaşmaktadır. Dolayısıyla bahsedilen gösterge iktisadi olarak anlamlıdır. Bu durum şu şekilde izah edilebilmektedir: Bankaların varlıkları ve yükümlülükleri parasal ifadelerden meydana gelmektedir. Dolayısıyla bankacılık sektörünün enflasyon değişimine karşı kırılganlığı büyük olmaktadır. Bu bağlamda, merkez bankasının bankacılık sektörüne açtığı krediler de

sistemi etkilemekte yani bankaların aktif ve pasif dengesini değiştirmektedir. Merkez bankasının, bankacılık sektörüne kredi arz etmesinin asıl amacı, zayıf bankaları kurtarmaktır. Ancak yüksek orandaki krediler; bankacılık sektörüne açılan krediler/banka yükümlülükleri rasyosunu olumsuz yönde etkileyeceğinden finansal kırılganlığın artmasına yol açmaktadır. Söz konusu rasyonun katsayısının pozitif oluşu bu durumu doğrulamaktadır. Ancak Z istatistik değerinin $1.45E-07$ olarak tespit edilmesi bu değişkenin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymaktadır.

Cari açık/GSYH rasyosu ile finansal kırılganlık arasında, literatürdeki çoğu çalışmada olduğu gibi bu modelde de, aynı yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Cari açık/GSYH oranı ve bu oranın finansal kırılganlıkla olan bağı, ikinci bölümde ayrıntısıyla yer aldığı için ilişkinin aynı yönde olma nedenlerine uzun uzadıya yer verilmeyecektir. Ancak kısaca değinmek gerekirse; bütçe açığı ve dış ticaret açığı, cari açığı arttırmakta, artan cari açık finansal anlamda kırılganlığı yükseltmektedir. Türkiye verileriyle hazırlanan bu logit model de, bahsedilen teoriyi doğrulamaktadır. Dolayısıyla söz konusu gösterge iktisadi olarak anlamlı sonuç vermektedir. Öte yandan Z istatistiği $2.62E-06$ olarak tespit edildiğinden değişken istatistiksel olarak anlamlıdır.

İhracat/GSYH oranı, cari açığın sürdürülebilirliği hakkında önemli ipuçları vermektedir. Rasyonun payında yer alan ihracat değerinde ortaya çıkan artışlar, dış borç servisinin sorunsuz işlemlerine yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla finansal kırılganlıkta azalış gerçekleşmektedir. Yukarıdaki logit model de ihracat/GSYH ile finansal kırılganlık arasındaki negatif ilişki doğrulandığından değişken iktisadi olarak anlamlıdır. Ayrıca, Z istatistik değerinin $-2.25E-06$ olması nedeniyle istatistiksel açıdan da anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır.

M2/uluslararası rezervler değişkenine gelindiğinde ise, benzer sonuçlar elde edilmektedir. Şöyle ki, M2/uluslararası rezervler rasyosuyla finansal kırılganlık arasında aynı yönde ilişki olduğu sonucuna varılmaktadır. Finansal kırılganlık riskinin yüksek olduğu bir ekonomide, ülke yerleşikleri yabancı para türünden varlıklar almayı tercih etmektedirler. Dolayısıyla M2 para arzı düzeyi, yabancı para dönüşümünü gerçekleştirebilecek seviyede uluslararası rezerv ile desteklenmelidir. Aksi halde M2 para arzındaki aşırı artış, ülkeleri finansal kırılganlıkla karşıya karşıya getirmektedir. Bahsedilen bu teori, yukarıdaki model ile paralel sonuç vermektedir ve gösterge iktisadi

olarak anlamlıdır. Z istatistiği ise $3.84E-07$ olarak bulunduğundan değişken istatistiksel olarak anlamlıdır.

Merkez bankası rezervleri/ merkez bankası varlıkları rasyosu, bankacılık işlemlerinin gerçekleştirilmesinde sistemin başarısını ifade etmektedir. Bilindiği gibi, bankacılık sisteminde sık sık sorunla karşılaşılmayan ülkelerde finansal kırılganlık düzeyi azalma eğilimine girecektir. Bu durumda, merkez bankası rezervleri/ merkez bankası varlıkları oranı ile finansal kırılganlık arasındaki ilişkinin zıt yönlü olması şaşırtıcı bir sonuç değildir. Bir başka ifadeyle söz konusu gösterge iktisadi bakımdan anlamlıdır. Öte yandan Z istatistik değeri $-5.46E-07$ şeklinde saptandığından gösterge istatistiksel açıdan da anlamlı sonuç vermektedir.

Portföy yatırımı/GSYH rasyosu ile finansal kırılganlık arasında ters yönlü ilişki olduğu sonucuna varılmaktadır. Portföy yatırımları uzun vadede ekonomik büyüme ve kalkınmaya fayda sağlamak üzere gerçekleştirilmektedir. Ancak bu amaca ulaşabilmek daha çok gelişmiş ülkelerde mümkün olmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise, portföy yatırımı/GSYH oranındaki artışlar finansal kırılganlık ya da finansal krizler ile ilgili önemli ipuçları vermektedir. Bunun nedeni, gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sistemlerinde ve sermaye hareketlerinin işleyişinde sorun yaşamaları olarak açıklanabilmektedir. Yapılan açıklamalar ışığında, bahsedilen değişken iktisadi açıdan anlamlı sonuç vermemektedir. İlave olarak, değişkenin Z istatistiğinin $-9.50E-08$ olarak tespit edilmesi değişkenin istatistiki açıdan anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır.

Reel faiz oranı ile finansal kırılganlık arasında da aynı yönlü ilişki bulunmaktadır. Reel faiz oranlarının yüksek olması, borçlanmanın maliyetini arttırmaktadır. Bu nedenle, üretim yapanlar daha az miktarda kredi almayı tercih ettiğinden yatırımlarda düşüş gerçekleşmektedir. Öte yandan artan reel faiz oranları nedeniyle, büyümenin motoru olan yatırımlar gerçekleşmemekte onun yerine ülkeye sıcak para girişi hızlanmaktadır. Sonuçta, artan reel faiz oranları ekonomideki finansal kırılganlığı arttırdığından ilişkinin yönü aynıdır. Dolayısıyla gösterge iktisadi olarak anlamlı olmakta ancak Z istatistik değeri $1.64E-06$ olarak bulunduğundan değişken istatistiksel olarak anlamlı kabul edilememektedir.

Reel döviz kuru değişkeninde de benzer yönlü ilişki mevcut olduğundan, bu değişkende gerçekleşen bir artış, bağımlı değişkeni ifade eden finansal kırılganlıkta da bir artışa neden olmaktadır. Reel döviz kuru, ülkelerin dış ticaret gücünü ifade etmektedir. Reel döviz kurundaki bir artış, ulusal paranın değer kaybetmesi anlamına geleceğinden ihracatta artış yaşanacaktır. Bunun nedeni, ihraç edilen malların dünya piyasasında daha ucuz hale gelmesidir. Öte yandan, ithal edilen mallar daha pahalı hale geldiğinden ülke ithalatında bir azalma meydana gelmektedir. Tüm bunların sonucunda, net ihracat artış göstermektedir. Ancak, modelin sonucunda reel döviz kurundaki artışlar finansal kırılganlığı hızlandırmaktadır. Bunlardan hareketle reel döviz kuru değişkeni iktisadi olarak anlamlı sonuç vermemektedir. Öte yandan, bu değişkenin Z değerinin $1.37E-06$ olması sebebiyle istatistiksel açıdan anlamlı görünmemektedir.

Yurtiçi krediler/GSYH oranı, çoğu çalışmada finansal kırılganlıkla aynı yönde hareket etmektedir. Ancak ortaya konulan bu modelde, incelenen dönemler ve seçilen veriler doğrultusunda bahsedilen değişkenin finansal kırılganlık ile zıt yönde hareket ettiği görülmektedir. Dolayısıyla seçilen zaman diliminde Türkiye verileri kullanılarak hazırlanan bu modelde, yurtiçi krediler/GSYH oranında meydana gelecek artışlar, finansal kırılganlıkta bir azalmayı beraberinde getirmektedir. Ancak yurtiçi kredi genişlemesi kontrollü olarak yapılmadığında, yatırımları teşvik etmek bir yana, piyasada aşırı genişlemeye sebep olup bir balon etkisi yaratabilecektir. Bunun sonucunda da alınan kredilerin geri ödenmesinde sıkıntılarla karşı karşıya kalınmaktadır. Bu bağlamda, değişken iktisadi açıdan anlamlı sonuç vermemektedir. Ancak Z istatistik değeri $-2.31E-07$ olarak tespit edildiğinden bahsedilen göstergenin istatistiksel bakımdan anlamlı olduğu kanısına varılmaktadır.

Yukarıdaki logit model sonucunda, bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasında anlamlı sonuç vermeyen üç bağımsız değişken (bankacılık sektörüne açılan krediler/banka yükümlülükleri, reel faiz oranı ve reel döviz kuru), 1998Q2- 2017Q1 dönemleri arasında Türkiye'nin finansal kırılganlık dönemlerini öngörememektedir. Başka bir ifadeyle, aynı ekonometrik model farklı dönemler arasında ya da farklı bir ülkede uygulandığında anlamlı sonuç verdiği görülen bu üç değişken, yukarıda sonucu yer alan modelde anlamsız olarak karşımıza çıkmaktadır.

SONUÇ

Finansal krizler üzerine hazırlanan birçok çalışma krizlerin kaynağına ya da krizlerin meydana geldiği sürece değil de daha çok sonuçlarına odaklanmaktadır. Ancak kriz daha doğmadan, ona verilecek tepkiler hem finansal hem de reel sektörün büyük maliyetlere katlanmasını engelleyecektir. Dolayısıyla ülkelerin büyümesi ve kalkınması olumsuz olarak etkilenmeyecektir. Bu bağlamda yapılan çalışmaların kırılabilirlik üzerine odaklanmaları her ekonomi için “koruma kalkanı” niteliği taşımaktadır.

Kırılabilirlik kavramı olarak, 1990’ların ilk yıllarında yavaş yavaş ortaya çıkmaya başladığından “kriz” kavramı kadar yoğun çalışılan bir konu olmamıştır. Kırılabilirliğin ilk kez incelendiği dönemlerde, küçük ada gelişmekte olan ülkelerinin yapısal özellikleri ve onların karşılaştıkları şoklara karşı dayanıklılık gösterememeleri temel alınmaktadır. Daha sonra küçük ada gelişmekte olan ülkeleri üzerine, Brigguglio başta olmak üzere birçok iktisatçı tarafından araştırmalar yapılmış ve çeşitli indeksler oluşturulmuştur. 1990’lı yıllar boyunca süren bu çalışmalar dünyadaki önemli kurumlar tarafından da desteklenmiştir.

1990’lı yıllarda hız kazanan bu çalışmaların öncesi elbette bulunmaktadır. Şöyle ki, “kırılabilirlik” ifadesi kullanılmadan krizlerin nasıl engelleneceği uzunca bir süre önce araştırılmaya başlanmıştır. Yapılan araştırmaları iktisat okulları bağlamında incelemek konuyu netleştirmek için yardımcı olmaktadır. Ana akım iktisat; istikrarsızlık, kırılabilirlik ve finansal kriz kavramlarının aynı anlama geldiğini kabul ederek çalışmalarını yürütmüştür. Ancak Post Keynesyen okulun temsilcilerinden Hyman Minsky günümüzdeki finansal kırılabilirlik anlayışını oluşturmuş; istikrarsızlık, kırılabilirlik ve finansal kriz kavramlarını birbirinden ayırarak, ayrıntılı ve başarılı bir çalışma ortaya koymuştur. Minsky’nin bu çalışmasıyla beraber finansal kırılabilirlik kavramı netleşmiş ve sonrasında yapılan her çalışma finansal kırılabilirliği anlamaya ve önlemeye yardımcı olmuştur.

Finansal kırılabilirlik olgusu birçok değişkenin etkisindedir. Dolayısıyla, günümüzdeki finansal kırılabilirlik literatüründe “finansal kırılabilirlik göstergeleri” önemli yer tutmaktadır. Finansal kırılabilirlik göstergeleri üzerine birçok çalışma hazırlanmış ve her çalışmada konuya farklı açılardan yaklaşarak, finansal kırılabilirliğin çözümünün yolları

aranmıştır. Bu bağlamda, konuyla ilgili çalışmalarda çok sayıda gösterge ile karşılaşılmaktadır. Bu kadar fazla sayıda gösterge arasından yapılacak seçim, her ülkeye ve her döneme göre değişiklik göstermektedir.

Finansal kırılganlık göstergelerinin sayıca çokluğu nedeniyle onları kategorize etmek de zorlaşmakta dolayısıyla çalışmalarda farklı kategorilerle karşı karşıya kalınmaktadır. Bu çalışmada, genel kabul gören beş kategori yer almaktadır. Bahse konu olan kategoriler; cari işlemler, finansal sektör, sermaye hareketleri, kamu maliyesi, reel sektör şeklinde sıralanmaktadır. Her kategori altında birçok gösterge yer almaktadır. Bu göstergeler arasından seçilen dokuz gösterge ise ekonometrik modelde karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmada, 1998 yılının ikinci çeyreği ile 2017 yılının ilk çeyreği arasındaki dönemlerde, Türkiye verilerinden yararlanılmakta ve seçilen bazı göstergeler ile bir ekonometrik model oluşturulmaktadır. Modelin bağımlı değişkeni “finansal kırılganlık” olduğu için, nitel tercih modellerinden en yaygın olan, logit model tercih edilmiştir. Modelde dokuz finansal gösterge kullanılmıştır. Söz konusu göstergeler şunlardır: Bankacılık sektörüne açılan krediler/banka yükümlülükleri, cari açık/GSYH, ihracat/GSYH, M2/uluslararası rezervler, merkez bankası rezervleri/merkez bankası varlıkları, portföy yatırımı/GSYH, reel faiz oranı, reel döviz kuru, yurtiçi krediler/GSYH.

Yapılan çalışmada kullanılan logit model aracılığıyla finansal kırılganlığa etki eden değişkenlerin neler olduğu saptanmakla beraber finansal kırılganlık üzerindeki etkileri açıklanmakta ve anlamlı bir model ortaya konulmaktadır. Model sonucunda katsayı analizi yapıldığında; bankacılık sektörüne açılan krediler/banka yükümlülükleri, cari açık/GSYH, M2/uluslararası rezervler, reel faiz oranı ve reel döviz kuru değişkenleri, bağımlı değişken olan finansal kırılganlık ile aynı yönlü hareket ettiği görülmektedir. İhracat/GSYH, merkez bankası rezervleri/merkez bankası varlıkları, portföy yatırımı/GSYH, yurtiçi krediler/GSYH değişkenleri ise finansal kırılganlık ile ters yönlü hareket etmektedir. Bu bağlamda modelde varılan sonuç; reel döviz kuru, yurtiçi krediler/GSYH ve portföy yatırımı/GSYH değişkenleri hariç diğer altı değişkenin iktisadi olarak anlamlı olduğudur.

Logit model analizinden çıkarılan bir diğer sonuç ise, Z istatistiği aracılığıyla elde edilmektedir. Modeldeki Z istatistiği incelendiğinde, bankacılık sektörüne açılan krediler/banka yükümlülükleri, reel faiz oranı ve reel döviz kuru değişkenleri istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonuca varılmaktadır. Cari açık/GSYH, ihracat/GSYH, M2/uluslararası rezervler, merkez bankası rezervleri/merkez bankası varlıkları, portföy yatırımı/GSYH, yurtiçi krediler/GSYH oranlarının ise istatistiksel olarak anlamlı sonuç verdiği gözlemlenmektedir.

Anlamsız sonuç veren göstergeler, incelenen dönemin konjunktürüyle ve dönemi etkileyen diğer faktörlerle yakından ilişkilidir. İktisadi olarak anlamsız sonuç veren reel döviz kuru değişkenini ele aldığımızda; reel döviz kurundaki artışlar iktisadi teoriye göre ülkede ihracat artışı yaratacak ve ithalatın da düşmesine sebep olacaktır. Bu durum net ihracat dengesinin iyileşmesine neden olarak kırılganlığı azaltacaktır. Ancak Türkiye’de ve Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkelerde, ihracatın ithalata dayalı olması artan ihracatın beraberinde ithalatın da artmasına neden olacaktır. Ayrıca reel döviz kurunun artışı, üretim girdilerinin maliyetini artırıyor olması üretimin yavaşlamasına sebep olacak; fiyatlar genel seviyesi ile beraber işsizliğin de artmasına yol açacaktır. Dolayısıyla ülkede finansal kırılganlık seviyesi yükseliş gösterecektir. Tüm bunlara ek olarak, dönemin özellikleri incelendiğinde kur artışları sonucunda merkez bankasının döviz rezervlerinin de kur baskısıyla eridiğini söylemek yanlış olmayacaktır. İlave olarak; yurtiçi krediler/GSYH oranı ile finansal kırılganlık arasında aynı yönlü olması beklenen ilişkinin, modelde zıt şekliyle karşımıza çıkmasının sebebi şöyle ifade edilebilir: Bahsedilen dönemde gecelik faiz oranlarının aşırı yükselmesiyle ve ticari bankalara yüklenen yeni yükümlülükler sonucunda ticari bankalar piyasaya daha az miktarda kredi açabilmiş ve bunun sonucunda da likidite sıkıntısı baş göstermiştir. Yaşanan likidite sıkıntısı, ilgili dönemde finansal kırılganlığı tetiklemiştir.

Türkiye için hazırlanan bu çalışmada, sınırlı bir dönem ve sınırlı sayıda gösterge kullanılmıştır. Gelişen teknoloji ve araştırmalar ile birlikte daha fazla sayıda gösterge ve daha farklı tahmin modelleri geliştirilecek; finansal kırılganlığa nelerin neden olduğu, hangi dönemlerde nasıl değişim yaşandığı daha doğru ve daha kapsamlı bir şekilde analiz edilecektir. Böylece belirsizlik durumu ortadan kaldırılmış olacak, doğru ve tutarlı politikalar uygulanacak sonuçta büyüme ve kalkınma hız kazanacaktır.

Bu çalışmada ve çoğu çalışmada olduğu gibi, finansal bakımdan kırılgan dönemlerin ne zaman yaşanacağını tespit etmenin güç olduğunu söylemek yerinde olmaktadır. Buna rağmen, finansal kırılganlığı işaret eden birçok değişken arasından uygun ve risk doğurabilecek değişkenlerin seçilerek bunların sürekli olarak takip edilmesi, ortaya çıkabilecek risklerin bertaraf edilmesi açısından önemli bir rol oynamaktadır.



KAYNAKLAR

KİTAPLAR

ALPAR Reha , *Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Yöntemlere Giriş 1*, 2. b., Ankara: Nobel Yayınevi, 1997.

CANAVOS George C., Don M. MILLER, *An Introduction to Modern Business Statistics*, 2.b., California: Duxbury Press, 1999.

CANDEMİR Aykan, *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler: Bir Uygulama*, 1. b., İstanbul: Yased Yayınları, 2006.

ERGÜL Y. Tamer, *Finansal İstikrarsızlık Hipotezi*, ed. Gürsel Caniklioğlu, İstanbul: Bizim Kitaplar, 2016.

DORNBUSCH Rudiger, *Stabilization, Debt and Reform: Policy Analysis for Developing Countries*, 1. b., U.S.A.: Prentice- Hall, 1993.

GOLDSTEIN Morris, Graciela L. KAMINSKY, Carmen M. REINHART, *Finansal Kırılganlığın Ölçümü. Yükselen Piyasalar İçin Erken Uyarı Sistemleri*, çev. Z. Dina Çakmur Yıldıztan, 1. b., İstanbul: Derin Yayınevi, 2007.

GUJARATI Damodar N., *Temel Ekonometri*, çev. Ümit Şenesen, Gülay Göktürk Şenesen, 1.b., İstanbul: Litareatür Yayıncılık, 1999.

GÜRİŞ Selahattin, Ebru ÇAĞLAYAN, *Ekonometri: Temel Kavramlar*, 2. b., İstanbul: Der Yayınları, 2005.

KAYKUSUZ Murat, *İktisadi Kriz Teorileri*, Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2016.

KENNDY Peter E., *A Guide to Econometrics*, 5. b., Cambridge: The MIT Press, 2003.

KING Jason E., *Binary Logistic Regression: Best Practices in Quantitative Methods*, ed. Jason Osborne, United Kingdom: Sage Publication, 2008.

KRUGMAN Paul R., Maurice OBSTFELD, *International Economics: Theory and Policy*, 6. b., ABD: Pearson Education Inc., 2003.

MCKINNON Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington: The Brookings Institution, 1973.

MISHKIN Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, United States of America: The Addison-Wesley Series, 2004.

MINSKY Hyman P., *Stabilizing An Unstable Economy*, 2. b., United States of America: Mc Graw Hill, 2008.

OLOWU Dele, Paulos CHANIE, *State Fragility and State Building in Africa*, Switzerland: Springer International Publishing Cases from Eastern and Southern Africa, United Nations University Series on Regionalism 10, 2016.

OUANES Abdessatar, Subhash THAKUR, "Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies", Washington: International Monetary Fund, 1997.

ÖZEL Saruhan, *Türkiye 'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, 1.b., İstanbul: Alkım Yayıncılık ve Eğitim Hizmetleri, 2000.

SUNDARARJAN Vasudevan, Tomas BALINO, *Issues in Recent Banking Crises, Banking Crises: Cases and Issues*, U.S.A.: International Monetary Fund, 1991.

TÜRK İsmail, *Maliye Politikası: Amaçlar-Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri*, 20. b., Ankara: Turhan Kitabevi, 2007.

WILLIAMSON John, Molly MAHAR, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, çev. Güven Delice, 1. b., Ankara: Liberte Yayınları, 2002.

YELDAN Erinç, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, 12. b., İstanbul: İletişim Yayınları, 2006.

MAKALELER

AKAY Hülya, Mehmet NARGELEÇEKENLER, "Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C. XXVII, S. II, İstanbul, 2009, ss. 129- 152.

AKERLOF George A., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, Cambridge, 1970, ss. 488- 500.

AKGÜL Urungu, "Sürdürülebilir Kalkınma: Uygulamalı Antropolojinin Eylem Alanı", *Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih Coğrafya Fakültesi Antropoloji Dergisi*, (ed.) Timur Gültekin- Aslı Yazıcı Yakın- Ayhan Ersoy- Mehmet Sağır- İsmail Özer- Başak Koca Özer- Çağlar Enneli, S. 24, Ankara, 2010, ss. 133- 164.

AKIN H. Besim, Elif ŞENTÜRK, "Bireylerin Mutluluk Düzeylerinin Ordinal Lojistik Regresyon Analizi İle İncelenmesi", *Öneri Dergisi*, C. 10, S. 37, İstanbul, 2012, ss. 183- 193.

AKLAN Necla, "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 5, S. 7, 2002, ss. 35- 52.

- ALESINA Alberto, Guido TABELLI, “External Debt, Capital Flight and Political Risk”, *Journal of International Economics*, S. 27, Holland, 1989, ss. 199- 220.
- ALESINA Alberto, Roberto PEROTTI, “Income Distribution, Political Instability, and Investment”, *European Economic Review*, S. 40, USA, 1996, ss. 1203- 1228.
- ALKSUANI Mamdouh Alkhatib , “The Twin Deficits Phenomenon in Petroleum Economy: Evidence from Saudi Arabia”, King Saud University, Riyadh, 2000, ss. 1- 25.
- ALTINTAŞI Tuğba M., Nafiz DURU, “Lojistik Regrasyon ve Probit Model ile Marka Bağımlılığı Araştırması”, *Anadolu BİL Meslek Yüksekokulu Dergisi*, Vol. 2, No. 7, 2007, ss. 56- 65.
- ANDREWS Colin, Margarita FLORES, “Vulnerability to Hunger: Improving Food Crises Reponses in Fragile States”, *World Institute for Development Economics Research*, Research Paper: 42, Finland: UNU-WIDER, 2008, ss. 1- 16.
- ARESTIS Philip, Panicos DEMETRIADES, “Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries”, *Eastern Economic Journal*, *Eastern Economic Association*, Vol. 25, No. 4, U.K., 1999, ss. 441- 457.
- ARI Ali, “An Early Warning Signals Approach for Currency Crises: The Turkish Case”, *Munich Personal RePEc Archive*, MPRA Paper No. 25858, 2008, ss. 1- 66.
- ARI Ali, Rüstem DAĞTEKİN, “Early Warning Signals of the 2000/2001 Turkish Financial Crisis”, *International Journal of Emerging and Transition Economies*, Vol. 1, No. 2, 2008, ss. 191- 218.
- ASPACHS- Bracons Oriol, Charles A.E. GOODHART, Dimitrios P. TSOMOCOS, Lea ZİCCHİNO, “Towards a Measure of Financial Fragility”, *Annals of Finance*, Vol. 3, England, 2007, ss. 37- 74.
- AYDIN Mustafa Faruk, Yusuf Soner BAŞKAYA, Ufuk DEMİROĞLU, “Türkiye’de İhracatın İthalatı Karşılama Oranı Üzerine Ampirik Bir Analiz”, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Çalışma Tebliği No. 15/10, Ankara, 2015, ss. 1- 10.
- BAHÇE Seçil Aysed Kaya, “Minskian Yaklaşımla Türkiye’de Finansal Kırılganlık”, *Ekonomik Yaklaşım Derneği*, C. 25, S. 90, 2014, ss. 1- 19.
- BALKAN Erol, F. Gül BİÇER, A. Erinç YELDAN, “Patterns Of Financial Capital Flows and Accumulation in The Post-1990 Turkish Economy”, *Presentation at the International Development Economics Associates*, First Draft, 2002, ss. 1- 16.
- BALL Laurence, “Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?”, *Journal of Monetary Economics*, No. 29, North- Holland, 1992, ss. 371- 388.

- BANGURA Sheku, Damoni KITABIRE, Robert POWELL, "External Debt Management in Low- Income Countries", *IMF Working Paper*, No. WP/00/196, Washington, 2000, ss. 1- 34.
- BAYOUMI Tamim, Joseph GAGNON, "Taxation and Inflation: A New Explanation for Capital Flows", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 38, S. 2, 1996, ss. 303- 330.
- BAYRAKTAR Fulya, "Dünyada ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları", *Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.*, GA/03-1-1, Ankara: Genel Araştırmalar, 2003, ss. 1- 80.
- BELL James, Darren PAIN, "Leading Indicator Models of Banking Crises- A Critical Review", *Financial Stability Review*, No. 9, Bank of England, 2000, ss. 113- 129.
- BERNANKE Ben, Mark GERTLER, "Financial Fragility and Economic Performance", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 55, No. 1, Cambridge, 1990, ss. 87- 114.
- BOCUTOĞLU Ersan, "Hyman P. Minsky’nin Konjonktür Teorisi 2007- 2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun mu? Heterodoks Bir Değerlendirme", *Bankacılar Dergisi*, S. 75, İstanbul: Yazın Basın Yayın Matbaacılık, 2010, ss. 3- 33.
- BOHN Frank, "Eliminating the Inflationary Finance Trap in a Politically Unstable Country: Domestic Politics versus International Pressure", *Economics & Politics*, C. 18, S. 1, USA, 2006, ss. 71- 94.
- BORENSZTEIN Eduardo, Marcos CHAMON, Olivier JEANNE, Paolo MAURO, Jeromin ZETTELMEYER, "Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention", *Occasional paper*, No. 237, Washington DC: IMF, 2004, ss. 1- 62.
- BRIGUGLIO Lino, "Small Island Developing States and Their Economic Vulnerabilities", *Foundation for International Studies of the University of Malta*, Vol. 23, No. 9, Great Britain: World Development, 1995, ss. 1615- 1632.
- BRIGUGLIO Lino, "The Vulnerability Index and Small Island Developing States A Review of Conceptual and Methodological Issues", *Department of Economics, University of Malta*, Malta, 2003, ss. 1- 26.
- BRIGUGLIO Lino, Waldemar GALEA, "Updating and Augmenting the Economic Vulnerability Index", *The Islands and Small States Institute of the University of Malta*, Malta, 2003, ss. 1- 15.
- BRIGUGLIO Lino, Gordon CORDINA, Nadia FARRUGIA, Stephanie VELLA, "Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements", *United Nations University*, No. 55, Finland: World Institute for Development Economics Research (UNU- WIDER), 2008, ss. 1- 20.

- BRYSON Jay H., Mackenzie MILLER, “Developing Economies and Crises Vulnerability”, *Wells Fargo Securitis*, Special Comment, U.S.A., 2013, ss. 1- 8.
- BUITER Willem H., “Crowding Out and the Effectiveness of Fiscal Policy”, *Econometric Research Program*, No: 191, New Jersey: Research Memorandum, 1975, ss. 1- 20.
- BUNDESREGIERUNG Die, “Action Plan: Civilian Crises Prevention, Conflict Resolution and Post- Conflict Peace Building”, Berlin, 2004, ss. 1- 101.
- BURMAOĞLU Serhat, Erkan OKTAY, Üstün ÖZEN, “Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı Beşeri Kalkınma Endeksi Verilerini Kullanarak Diskriminant Analizi ve Lojistik Regresyon Analizinin Sınıflandırma Performanslarının Karşılaştırılması”, *Savunma Bilimleri Dergisi*, C. 8, S. 2, Ankara, 2009, ss. 23- 49.
- BUSSIERE Matthieu, Marcel FRATZSCHER, “Towards a New Early Warning System of Financial Crises”, *European Central Bank*, Working Paper Series, No. 145, Germany, 2002, ss. 1- 66.
- CALVO Guillermo A., Leonardo LEIDERMAN, Carmen M. REINHART, “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2, 1996, ss. 123- 139.
- CANNON Terry , “Reducing People’s Vulnerability to Natural Hazards: Communities and Resilience”, *United Nations University*, London: World Institute for Development Economics Research, Research Paper, No. 34, 2008, ss. 1- 17.
- CHAPMAN Nick, Charlotte VAILLANT, “Synthesis Of Country Programme Evaluations Conducted In Fragile States”, Department for International Development (DFID), Evaluation Report EV709, 2010, ss. 4- 9.
- CHAUDHURI Shubham, Jyotsna JALAN, Asep SURYAHADI, “Assessing Household Vulnerability to Poverty from Cross- sectional Data: A Methodology and Estimates from Indonesia”, Department of Economics Discussion Paper, Vol. 102, No. 52, New York: Columbia University, Discussion Paper Series, 2002, ss. 1- 25.
- CHOW Clement K.W., Michael K.Y. FUNG, Hang Y. NGO, “Consumption Patterns of Entrepreneurs in the People’s Republic of China”, *Hong Kong Institute of Business Studies*, Lingnan University Digital Commons, Working Paper Series, No. 6, Hong Kong, 1999, ss. 1- 31.
- CORDINA Gordon, “The Makroeconomic and Growth Dynamics of Small States: Stylised Facts Based on a Survey of the Literature and Statistical Observation”, *Small States: Economic Review & Basic Statistics*, Vol. 12, United Kingdom: Commonwealth Secretariat, 2007, ss. 1- 58.

- CROTTY James R., Jonathan P. GOLDSTEIN, “The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundation for Minsky’s Investment Instability Thesis”, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College and Bowdoin College*, Working Paper, No. 79, New York, 1992, ss. 1- 27.
- CUMBY Robert E., Maurice OBSTFELD, “International Interest-Rate and Price-Level Linkages Under Flexible Exchange Rates: A Review of Recent Evidence”, *National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper, No. 921, Cambridge, 1982, ss. 1- 60.
- ÇAKMAK Umut, “Finansal Kırılganlık Endeksi (Türkiye 1989-2011) ve Yorumlar”, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C. XXXII, S. 1, Bursa, 2013, ss. 239- 260.
- ÇATALOLUK Cuma, “Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makroekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği)”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Vol. 12, No. 21, 2009, ss. 214- 246.
- ÇEVİK Filiz Sanal, Oğuz BAL, “Post Keynesgil Okul: Oluşumu ve Temel Özellikleri”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışma Dergisi*, Prof. Dr. Alaeddin Yavaşca Özel Sayısı, C. 2, S. 1, Kilis, 2010, ss. 31- 39.
- ÇOKLUK Ömay, “Lojistik Regresyon analizi: Kavram ve Uygulama”, *Kuram ve Uygulamada Eğitim Bilimleri Dergisi*, C. 10, S. 3, Ankara, 2010, ss. 1357- 1407.
- ÇÖĞÜRCÜ İclal, “Türkiye’nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme”, *Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi*, C. 2, S. 1, 2012, ss. 93- 104.
- DARICI Burak, “Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi”, *Bankacılar Dergisi*, S. 83, 2012, ss. 1- 198.
- DAVIDSON Paul, “Is Probability Theory Relevant for Uncertainty? A Post Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 1, U.S.A., 1991, ss. 129- 143.
- DEMİR Murat, Ersan SEVER, “Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 7, S. 25, 2008, ss. 170- 196.
- DEMİR Nesrin, “Demokrasinin Temel İlkeleri Ve Modern Demokrasi Kuramları”, *Ege Akademik Bakış*, C. 10, S. 2, İzmir, 2010, ss. 597- 611.
- DEMİR Osman , “Türkiye’de Kamu Açıkları ve Artış Sebepleri”, *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 16, S. 2, İzmir, 2001, ss. 11- 30.

- DEQUECH David, “Neoclassical, Mainstream, Ortodox, and Heterodox Economics”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, No. 2, 2007, ss. 279- 302.
- DODSON Marvin E., “Welfare Generosity and Location Choices Among New United States Immigrants”, *International Review of Law and Economics*, No. 21, 2001, ss. 47- 67.
- DOĞRU Bülent, “Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Bütçe Açığı ve Enflasyon Arasında Nedensellik İlişkisi Var mıdır? 1978-2002 Dönemi Türkiye Örneği”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, C. 9, S. 1, Eskişehir, 2014, ss. 113- 130.
- DORNBUSCH Rudi, “A Primer on Emerging-Market Crises, National Bureau of Economic Research”, Ed. Sebastian Edwards, Jeffrey A. Frankel, *University of Chicago Press*, No. 8326, Cambridge, 2001, ss. 743- 754.
- DYMSKI Gary, Robert POLLIN, “Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm”, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, Chapter: 3, 1992, ss.27- 61.
- EDİSON Hali J., “Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System”, *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 675, 2000, ss. 1- 76.
- EDISON Hali J., Michael KLEIN, Luca RICCI, Torsten SLOK, “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, *International Monetary Fund, IMF Working Paper*, No. WP/02/120, Washington, 2002, ss. 1- 39.
- EDWARDS Sebastian, “The End of Large Current Account Deficits 1970-2002: Are There Lessons for the United States?”, *NBER Working Paper Series*, No. 11669, Cambridge, 2005, ss. 1- 67.
- EICHENGREEN Barry, Ricardo HAUSMANN, “Exchange Rates and Financial Fragility”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7418*, Cambridge, 1999, ss. 1- 54.
- ELEKDAĞ Selim, Yiqun WU, “Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust?”, *IMF, IMF Working Paper*, No. 241, 2011, ss. 1- 42.
- EMİR Mustafa, Melih KUTLU, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Volatilitesi Arasında Nedensellik İlişkisi”, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Yıl. 8, No. 15, 2015, ss. 269- 277.
- ERDOĞAN Seyfettin, Hilal BOZKURT, “Türkiye’de Cari Açığın Belirleyicileri: MGARCH Modelleri İle Bir İnceleme”, *Maliye Finans Yazıları*, Yıl. 23, S. 84, İstanbul, 2009, ss. 135- 172.

- ERGÜN Nihat, “Sanayideki Yapısal Sorunların Çözümü, Mikro Alandaki Reformlarla Mümkündür”, *Ankara Sanayi Odası Yayın Organı, ASOMEDYA*, Ankara, Temmuz- Ağustos 2011, ss. 23- 25.
- EZEABASILI Vincent. N., Hamilton O. ISU, Joseph N. MOJEKWU, “Nigeria’s External Debt and Economic Growth: An Error Correction Approach”, *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 5, Canada: Canadian Center of Science and Education, 2011, ss. 156- 170.
- FARIA Fernanda, Patricia Magalhães FERREIRA, “An Adequate EU Response Strategy to Address Situations of Fragility and Difficult Environments”, *Study for the Portuguese Presidency of the EU*, The Netherlands and Portugal: European Centre for Development Policy Management (ECDPM) and Instituto de Estudos Estratégicos e Internacionais (IEEI), 2007, ss. 1- 100.
- FERRI Piero, Hyman P. MINSKY, “Market Processes and Thwarting Systems”, *The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper*, No. 64, New York, 1991, ss. 1- 31.
- FLORINI Ann M., “Does the Invisible Hand Need a Transparent Glove? The Politics of Transparency”, *Carnegie Endowment for International Peace*, Washington, 1999, ss. 1- 40.
- FRIEDMAN Milton, “Nobel Lecture: Inflation and Unemployment”, *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, U.S.A.:The University of Chicago Press, 1977, ss. 451- 472.
- GATTI Domenico Delli, Mauro GALLEGATI, “At the Root of the Financial Instability Hypothesis”, *Journal of Economic Issues*, Vol. 31, No. 2, Association for Evolutionary Economics, 1997, ss. 527- 534.
- GATTI Domenico Delli, Carrado Di GUILMI, Edoardo GAFFEO, Gianfranco GIULIONI, Mauro GALLEGATI, Antonio PALESTRINI, “A New Approach to Business Fluctuations: Heterogeneous Interacting Agents, Scaling Laws and Financial Fragility”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 56, No. 4, 2005, ss. 489- 512.
- GNANGNON Kimm, “Does Structural Economic Vulnerability Matter for Public Indebtedness in Developing Countries?”, France: Serie Etudes Et Documents Du CERDI, 2012, ss. 1- 34.
- GOODHART Charles A.E., Pojanart SUNIRAND, Dimitrios P. TSOMOCOS, “A model to Analyse Financial Fragility: Applications”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 1, 2004, ss. 1- 30.
- GUILLAUMONT Patrick, “On the Economic Vulnerability of Low Income Countries”, CERDI-CNRS, Université d’ Auvergne, Secend draft, 1999, ss. 1- 28.

- GUILLAUMONT Patrick, “An Economic Vulnerability Index: Its Design and Use for International Development Policy”, *CERDI, CNRS and Université d’ Auvergne, Etudes et Documents*, 2009, ss. 1- 32.
- GUILLAUMONT Patrick, “The Concept of Structural Economic Vulnerability and Its Relevance for the Identification of the Least Developed Countries and Other Purposes (Nature, Measurement, and Evolution)”, *United Nations, Development Policy and Analysis Division, CDP Background Paper, No. 12*, New York: Department of Economic and Social Affairs, 2011, ss. 1- 8.
- GÜRLER Özlem Kiren, Timur TURGUTLU, Nüket KIRCI, Şenay ÜÇDOĞRUK, “Türkiye’de Eğitim Talebi Belirleyicileri” *Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar*, C. 44, S. 512, İstanbul, 2007, ss. 89- 101.
- HAHM Joon-Ho, Frederic S. MISHKIN, “Causes of The Korean Financial Crises: Lessons for Policy”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper, No. 7483*, Cambridge, 2000, ss. 1- 79.
- HANSON Gordon, “Export Dependence in Developing Countries”, *UC San Diego and NBER*, 2010, ss. 1- 66.
- HARBERGER Arnold C., “The Real Exchange Rate: Issues of Concept and Measurement”, Los Angeles, 2004, ss. 1- 19.
- HIGGINS Matthew, Thomas KLITGAARD, “Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets”, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 10, No. 10, Federal Reserve Bank of New York, 2004, ss. 1- 8.
- İNAL M. Emin, Derviş TOPUZ, Okyay UÇAN, “Doğrusal Olasılık ve Logit Modelleri İle Parametre Tahmini”, *Sosyoekonomi Dergisi*, S. 1, Ankara, 2006, ss. 47- 72.
- JAFFEE Dwight M., Thomas RUSSELL, “Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, No. 4, Cambridge, 1976, ss. 651- 666.
- KAR Muhsin, M. Akif KARA, Muhittin KAPLAN, “Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri”, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 1, 2014, ss. 1- 26.
- KAMINSKY Graciela, Saul LIZONDO, Carmen M. REINHART, “Leading Indicators of Currency Crises”, *International Monetary Fund, IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1, Washington, 1998, ss. 1- 48.
- KARAÇOR Zeynep, Volkan ALPTEKİN, “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi*, C. 13, S. 2, Manisa, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., 2006, ss. 237- 256.

- KILIÇKAPLAN Serdar, Gaye KARPAT, “Türkiye Hayat Sigortası Sektöründe Etkinliğin İncelenmesi”, *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 19, S. 1, İzmir, 2004, ss. 1- 14.
- KORKMAZ Turhan, Emrah İsmail ÇEVİK, Elif BİRKAN, “Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, *Journal of Yasar University*, C.17, S.5, İzmir, 2010, ss. 2821 - 2831.
- KORKMAZ Özge, Rahmi YAMAK, “Minsky Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 15, No. 3, Eskişehir, 2015, ss. 51- 70.
- KREGEL Jan A., “Yes, It Did Happen Again – A Minsky Crises Happened in Asia”, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage*, Working Paper, No. 234, New York, 1998, ss. 1- 19.
- KREGEL Jan A., “The Natural Instability of Financial Markets”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper, No. 523, New York, 2007, ss. 1- 29.
- KRUGMAN Paul R., “A Model of Balance of Payments Crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.11, No.3, U.S.A., 1979, ss. 311- 325.
- KULA Ferit, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C. 4, S. 2, 2003, ss. 141- 154.
- KUMAR Manmohan S., Jaejoon WOO, “Public Debt and Growth”, *International Monetary Fund*, IMF Working Paper, S.10, C. 174, Washington, 2010, ss. 1- 47.
- KUNT Aslı Demirgüç-, Enrica DETRAGIACHE, “Financial Liberalization and Financial Fragility”, *International Monetary Fund: Research Department*, IMF Working Paper, No. 98/83, Washington, 1998, ss. 1- 36.
- LABONTE Marc, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?”, *CRS Report for Congress*, No. 7- 5700, Washington: Congressional Research Service, 2010, ss. 1- 13.
- LOAYZA Norman V., Claudio RADDATZ, “The Structural Determinants of External Vulnerability”, U.S.A.: *The World Bank Economic Review*, Vol. 21, No. 3, 2007, ss. 259- 387.
- MANASSE Paolo, Nouriel ROUBINI, Axel SCHIMMELPFENNIG, “Predicting Sovereign Debt Crises”, *IMF Working Paper*, No. WP/ 03/ 221, Washington, 2003, ss. 16- 28.
- MCGETTIGAN Donal, “Current Account and External Sustainability in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union”, *International Monetary Fund*, IMF Occasional Paper, No. 189, Washington D.C., 2000, ss. 1- 41.

- MINSKY Hyman P., “A Theory of Systemic Fragility”, *New York University*, U.S.A., 1976, ss. 1- 28.
- MINSKY Hyman P., “Financial Instability Hypothesis. A Restatement”, *Levy Economics Institute of Bard College*, Paper: 180, New York, 1978, ss. 1- 24.
- MINSKY Hyman P., “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy”, *Levy Economics Institute of Bard College*, Paper: 282, New York: Hyman P. Minsky Archive, 1982, ss. 13- 47.
- MINSKY Hyman P., “The Financial Instability Hypothesis”, *The Jerome Levy Economic Institute of Bard College*, Working Paper, No. 74, New York, 1992, ss. 1- 9.
- MINSKY Hyman P., “Finance and Stability: The Limits of Capitalism”, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper, No. 93, New York, 1993, ss. 1- 27.
- MINSKY Hyman P., “Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism”, *Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper, No. 69, New York, 1995, ss. 1- 28.
- MISHKIN Frederic S., “Preventing Financial Crises: An International Perspective”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No. 4636, Cambridge, 1994, ss. 1- 55.
- MISHKIN Frederic S., “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, *National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper Series, No. 5464, Cambridge, 1996, ss. 1- 29.
- MISHKIN Frederic S., “The International Lender of Last Resort: What are the Issue?”, Graduate School of Business, *National Bureau of Economic Research*, New York: Columbia University, 2000, ss. 1- 28.
- MODIGLIANI Franco, Merton H. MILLER, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, American Economic Association, 1963, ss. 433- 443.
- NURKSE Ragner, “Growth In Underdeveloped Country: Some International Aspect Of The Problem Of Economic Development” , *The American Economics Rewiew*, Vol. 43, No. 2, 1952, ss. 571- 583.
- OECD, “Service Delivery in Fragile Situations, Key Concepts, Findings and Lessons”, *Off-print of the Journal on Development*, Vol.9, No. 3, Paris: OECD, 2008, ss. 1- 55.
- OECD, “Principles For Good International Engagement In Fragile States & Situations, Conflict and Fragility International Engagement In Fragile States: Can’t We Do Better?”, Paris: OECD Preliminary Version, 2011, ss. 1- 64.

- PALLEY Thomas, “The Limits of Minsky’s Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crises”, *Macroeconomic Policy Institute*, Working Paper, No. 11, Germany, 2009, ss. 1- 27.
- PEKER Osman, Hakan HOTUNLUOĞLU, “Türkiye’de Cari Açığın Nedenlerinin Ekonometrik Analiz”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C. 23, S. 23, Erzurum, 2009, ss. 221-237.
- RODRİK Dani, Andres VELASCO, “Short-Term Capital Flows”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7364, Cambridge: NBER Working Paper Series, 1999, ss. 1- 31.
- ROLPH Early R., “Principles of Debt Management”, *American Economic Review*, Vol. 47, No. 3, U.S.A., 1957, ss. 302- 320.
- ROUBINI Nouriel, Paul WACHTEL, “Current Account Sustainability in Transition Economies”, *National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper, No. 6468, Cambridge, ss. 1- 69.
- SÁNCHEZ Marcelo, “The Link Between Interest Rates and Exchange Rates: Do Contractionary Depreciations Make a Difference?”, *European Central Bank*, Working Paper Series, No. 548, Germany, 2005, ss. 1- 53.
- SETH Anuradha, Amr RAGAB, “Macroeconomic Vulnerability in Developing Countries: Approaches and Issues”, *International Policy Centre for Inclusive Growth*, Brazil: Working Paper, No. 94, 2012, ss. 1- 18.
- SEYAL Faiez H., “Foreign Debt and It’s Impact on Developing Economies”, *Economic Review*, 1988, ss. 1- 7.
- SÖYLER İlhami, “Türkiye’nin Dış Borçlarının Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi (Rasyo Analizleri)”, *Maliye Dergisi*, C. 137, 2001, ss. 16- 23.
- STIGLITZ Joseph E., Andrew WEISS, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, U.S.A., 1981, ss. 393- 410.
- STOLTZFUS Jill C., “Logistic Regression: A Brief Primer”, *The Society for Academic Emergency Medicine*, Vol. 18, No. 10, U.S.A., 2011, ss. 1099- 1104.
- ŞAHİN Begüm Erdil, “Türkiye’de Dış Sorunu ve Avrupa Borç Krizi’nin Etkileri”, *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*, C. 4, No. 1, 2012, ss. 45- 54.

- ŞANLISOY Selim, Recep KÖK, “Politik İstikrarsızlık- Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1987- 2006)”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C. 25, S. 1, İzmir, 2010, ss. 101- 125.
- ŞEN Ali, Hüseyin ALTAY, “Global İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 10, S. 1, Eskişehir, 2009, ss. 163- 179.
- TANZI Vito, “Curruption Around The World: Causes, Consequences, Scope, and Cures”, *IMF Working Paper*, No. WP/98/63, Washington: International Monetary Fund, 1998, ss. 1- 39.
- TEMİZ Hasan Ejder, “Dünyada Kronik Yoksulluk ve Önleme Stratejileri”, İstanbul: Çalışma ve Toplum Dergisi, S. 17, 2008, ss. 61- 100.
- TOBIN James, “Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables”, *Econometrica*, Vol. 26, No. 1, U.S.A., 1958, ss. 24- 36.
- TSE Janelia, “Minsky’s Financial Instability Hypothesis”, *Oeconomicus*, Vol. IV, Winter, 2001, ss.77- 81.
- TUNCEL Cem Okan, “Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler”, *Balıkesir Üniversitesi Bandırma İİBF*, Erdek: Uluslararası Sempozyum V: Küresel Kriz Sonrasında Ekonominin Yeniden Yapılanması, 2010, ss. 1- 27.
- URAL Mert, “Finansal Krizler ve Türkiye”, *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, C. 18, S.1, İzmir, 2003, ss. 11- 27.
- UYGUR Ercan, “Financial Liberalization and the Real Sector in Turkey”, *MEEA-ASSA Meeting*, Washington D.C., 1990, ss. 1- 41.
- UYGUR Ercan, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Türkiye Ekonomi Kurumu*, No. 2001/1, Ankara, 2001, ss. 1- 40.
- UZAY Nisfet, “Gelişmekte Olan Ülkelerde İhracat Artışı- İktisadi Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C.1, S. 9, Kayseri, 2000, ss. 37- 55.
- VARLIK Serdar, “Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi’nde Keynes’in İzlerini Aramak”, *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, No. 22, Antalya, 2011, ss. 1- 27.
- WEBER Axel A., “Financial Market Stability”, *London School of Economics*, London, 2008, ss. 1- 10.

WILLIAMS Edward E., Chapman M. FINDLAY, “Risk and The Role of Failed Expectations in an Uncertain World”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 9, No. 1, 1986, ss. 32- 47.

WOO Jaejoon, “Economic, Political, and Institutional Determinants of Public Deficits”, *Journal of Public Economics*, S. 87, 2003, ss. 387- 426.

YELDAN Erinç, “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, *Praksis Dergisi*, S. 7, 2002, ss. 19- 34.

YELDAN Erinç , “Türkiye Ekonomisi’nde Dış Açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri, *Çalışma ve Toplum Dergisi*, S. 4, İstanbul, 2005, ss. 47- 60.

YÜCEL Fatih, Hüseyin KALYONCU, “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları”, *Maliye Dergisi*, S. 159, Ankara, 2010, ss. 53- 69.

DİĞER KAYNAKLAR

BABALI Tuncay, “Yüksek Petrol Fiyatları Dünya Ekonomisi İçin Yeni Bir Petrol Şoku mu?”, *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*, Dış İşleri Bakanlığı Yayınları, S: XIX, 2005, http://www.mfa.gov.tr/yuksek-petrol-fiyatlari-dunya-ekonomisi-icin-yeni-bir-petrol-soku-mu_.tr.mfa (16.09.2017).

BDDK, *Yıllık Rapor*, Ankara, 2005, ss. 1- 156.

BİLGİN Cevat, *Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye*, (Doktora Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, 2007.

CARMENT David, John Gazo, Stewart Prest, Terry Bell, “Failed and Fragile States 2006: A Briefing Note for the Canadian Government”, *Country Indicators for Foreign Policy*, 2006, ss. 1- 110.

Department for International Development (DFID), “Why We Need To Work More Effectively In Fragile States”, UK: Department for International Development, 2005, ss. 1- 29.

Mahfi Eğilmez, “Kapasite Kullanımı Nedir, Nasıl Ölçülür, Ne İşe Yarar?”, *Kendime Yazılar*, 28 Mart 2012, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/03/kapasite-kullanm-nedir-nasl-olculur-ne.html>, (07.07.2017).

European Security Strategy, “A Secure Europe In A Better World”, Brussels, 2003, ss. 1- 14.

- GÖLE Deniz, *Kırılgan Devletlere Yönelik Kalkınma Yardımları: Uzmanlık Tezi*, Kalkınma Bakanlığı, No. 2852, Ankara: Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2013, ss. 1- 227.
- IMF, “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, *World Economic Outlook Financial Crises: Causes and Indicators*, Washington, 1998, ss. 74- 97.
- IMF, “Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability”, *The Policy Development and Review Department in Consultation with Other Departments*, 2000, ss. 1- 54.
- IMF, “Global Prospects and Policies,” *World Economic Outlook*, Chapter: 1, Washington, 2001, ss. 1- 44.
- IMF, “Financial Systems and Economic Cycles”, *World Economic Outlook*, Washington, 2006, ss. 1- 279.
- IMF, “The Measurement of External Debt: Definition and Core Accounting Principles”, *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, Washington, 2014, ss. 1- 90.
- OECD, *Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies*, France, 2003, ss. 1- 36.
- OECD, *Annual Report 2008*, France, 2008, ss. 1- 115.
- OECD, “G20/OECD Principles of Corporate Governance”, *OECD Publishing*, Paris, 2015, ss. 1- 58.
- OECD, *States of Fragility Report*, <http://www.oecd.org/dac/conflict-fragility-resilience/states-of-fragility-report-series.htm>, (02.09.2016).
- OECD, “Government Reserves”, 2017, <https://data.oecd.org/gga/government-reserves.htm>, (06.04.2017).
- TCMB, “Terimler Sözlüğü”, 2017, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/EgitimAkademik/Terimler+Sozlugu/Sozluk/P>, (20.06.2017).
- Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV), “Kıyaslama Çalışması: Küçük Ülkeler ve KKTC”, *KKTC Devletinde Fonksiyonel ve Kurumsal Gözden Geçirme Projesi (KKTC Focus)*, 2010, s. 1- 169.
- United Nations, General Assembly, “Development of a Vulnerability Index for Small Island Developing States”, *Environment and Sustainable Development: Implementation of the Outcome of the Global Conferenc on the Sustainable Development of Small Island Developing States*, Fifty-third session, 1998, s. 4.

- United Nations, *Development Policy and Analysis Division (UNDESA)*, LCD Criteria, 2014, http://www.un.org/en/development/desa/policy/cdp/lcd/lcd_criteria.shtml (14.08.2016).
- United Nations Development Programme (UNDP), “Human Development Report 2014: Sustaining Human Progress: Reducing Vulnerabilities and Building Resilience”, New York, 2014, ss. 1- 227.
- U.S Agency for International Development, “Fragile States Strategy”, Washington: IBI-International Business Initiatives, 2005, ss. 1- 18.
- World Bank, “World Debt Tables 1992- 93: External Finance for Developing Countries”, Vol. 2, Washington, 1992, ss. 1- 532.
- World Bank, “World Development Indicators 2001”, No. 22099, Washington D.C., 2001, ss. 253- 261.
- World Bank, “Millennium Development Goals: Confronting the Challenges of Gender Equality and Fragile States”, Washington: *Global Monitoring Report*, No. 39473, 2007, ss. 1- 249.
- World Development Report, *The State In a Changing World, Published For The World Bank*, New York: Oxford University Press, 1997, ss. 1- 265.
- YÜKSEL Serhat, *Bankacılık Krizlerinin Erken Uyarı Sinyalleri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2015.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Ayşegül AKGÜL
Tez Adı	Finansal Kırılganlık ve Türkiye Örneği
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
Tez Türü	Yüksek Lisans
Tez Danışman(lar)ı	Prof. Dr. Hülya AKAY
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) izni	<input type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input type="checkbox"/> Tezimin sadece içindekiler, özet, kaynakça ve içeriğinin % 10 bölümünün fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input checked="" type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin vermiyorum
Yayımlama izni	<input type="checkbox"/> Tezimin elektronik ortamda yayımlanmasına izin Veriyorum

Hazırlamış olduğum tezimin belirttiğim hususlar dikkate alınarak, fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere Uludağ Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Daire Başkanlığı tarafından hizmete sunulmasına izin verdiğimi beyan ederim.

Tarih : 18/06/2018

İmza :

